

ÜBERTRAGUNGSBERICHT

der

MAQUET Medical Systems AG,

Rastatt,

Kehler Straße 31, 76437 Rastatt,

eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 719044,

als Hauptaktionärin der

Pulsion Medical Systems SE,

Feldkirchen,

Hans-Riedl-Str. 21, 85622 Feldkirchen,

eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563,

über die

**Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien
der Minderheitsaktionäre der Pulsion Medical Systems SE
auf die MAQUET Medical Systems AG sowie
die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung**

gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG,

vom 28. August 2025

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	7
B. Beschreibung der Pulsion Medical Systems SE	9
1. Unternehmensgeschichte	9
2. Rechtsform, Sitz und Geschäftsjahr	9
3. Gegenstand des Unternehmens	9
4. Kapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur	10
4.1 Grundkapital	10
4.2 Bedingtes Kapital	10
4.3 Genehmigtes Kapital	10
4.4 Öffentliche Übernahme 2014 und heutige Aktionärsstruktur	11
5. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der MAQUET	11
6. Börsenhandel	12
7. Organe	12
7.1 Verwaltungsrat	12
7.2 Geschäftsführender Direktor	13
8. Geschäftstätigkeit, Struktur	13
8.1 Geschäftstätigkeit	13
8.2 Geschäftsmodell	14
8.3 Konzernstruktur	14
9. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation, Vermögenslage	14
9.1 Wesentliche Kennzahlen	15
9.2 Geschäfts- und Umsatzentwicklung 2024	15
9.3 Auswirkungen neuer Produkte bzw. der Einstellung von Produkten	17
9.4 Ausblick für das Geschäftsjahr 2025	17
9.5 Detailliertere Informationen	18
10. Geschäftsbeziehungen zur GETINGE Gruppe	18
10.1 Distributions- und Vertriebsverträge	18
10.2 Cash-Pooling-Vertrag	18
10.3 Dienstleistungsverträge	18
10.4 Doppelmandate	19
10.5 Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	19
11. Mitarbeiter und Mitbestimmung	19
C. Beschreibung der GETINGE Gruppe	19

1.	Struktur der GETINGE Gruppe	19
2.	Aktionäre der GETINGE AB	19
3.	Organe.....	21
4.	Geschäftstätigkeit.....	21
5.	Geschäftliche Entwicklungen, Ergebnissituation, Vermögenslage	22
5.1	Wesentliche Kennzahlen	22
5.2	Geschäfts- und Umsatzentwicklung 2024	23
5.3	Entwicklungen innerhalb der Geschäftsbereiche.....	24
5.4	Ausblick für das Geschäftsjahr 2025	24
5.5	Detailliertere Informationen.....	24
6.	Mitarbeiter und Mitbestimmung	25
D. Beschreibung der MAQUET (Hauptaktionärin).....		25
1.	Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	25
2.	Grundkapital und Aktionärsstruktur.....	25
3.	Organe.....	26
3.1	Vorstand.....	26
3.2	Aufsichtsrat	26
4.	Geschäftstätigkeit.....	26
5.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation	26
6.	Mitarbeiter und Mitbestimmung	27
E. Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre.....		27
1.	Erhöhte Flexibilität und Transaktionssicherheit	27
2.	Einsparung von Kosten.....	27
3.	Wahrung der vermögensrechtlichen Interessen der Aktionäre	28
4.	Strategische Ziele	28
F. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre.....		28
1.	Überblick über die gesetzliche Regelung.....	29
2.	Erforderliche Rechtsform und Kapitalbeteiligung.....	30
3.	Übertragungsverlangen der MAQUET nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.....	30
4.	Festlegung der Barabfindung durch die MAQUET	31
5.	Übertragungsbericht der MAQUET	31

6.	Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts für die Barabfindung	32
7.	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	32
8.	Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung und Abhaltung der Hauptversammlung der PULSION.....	32
9.	Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung der PULSION.....	33
10.	Eintragung in das Handelsregister	34
G. Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre		35
1.	Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen.....	35
2.	Erwerb eines Anspruchs auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung	35
3.	Banktechnische Abwicklung der Barabfindung	36
4.	Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung	36
5.	Beendigung der Notierung im Freiverkehr der Börse München	37
6.	Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre	37
6.1	Allgemeines.....	38
6.2	Ermittlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts bei den Minderheitsaktionären	39
6.3	Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts	39
6.4	Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors.....	43
H. Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung.....		43
1.	Vorbemerkung.....	43
2.	Ermittlung und Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG	43
2.1	Börsenkurs	45
2.2	Unternehmensbewertung der PULSION	47
2.3	Barwert der Ausgleichszahlung	48
2.4	Keine Maßgeblichkeit von Vorerwerben	49
3.	Zusammenfassung	50
4.	Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	50
4.1	Prüfung durch einen sachverständigen Prüfer	50
4.2	Spruchverfahren.....	51

Anlagenverzeichnis

- | | |
|----------|---|
| Anlage 1 | Konkretisiertes Übertragungsverlangen der MAQUET Medical Systems AG vom 28. August 2025, dort als Anlagen beigefügt: Depotbestätigungen der Commerzbank AG (Kopie) |
| Anlage 2 | Gutachtliche Stellungnahme der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart, vom 27. August 2025 zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 1 AktG nebst Anlagen (Kopie) |
| Anlage 3 | Beschluss des Landgerichts München vom 16. Mai 2025 (Az. 5 HK O 6348/25) zur Bestellung der ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer (Kopie) |
| Anlage 4 | Gewährleistungserklärung der Commerzbank AG gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG vom 27. August 2025 (Kopie) |
| Anlage 5 | Konzernstruktur der GETINGE Gruppe |

Definitionsverzeichnis

ADKL	8	IDW ES 17.....	44
AktG.....	7	IDW S 1	44
BaFin	47	KPMG	8
Bedingtes Kapital II.....	10	MAQUET	7
Bedingtes Kapital III.....	10	MAQUET Solna.....	14
Bewertungsstichtag	43	PULSION.....	7
BGAV.....	11	PULSION-Aktien	7
Commerzbank	8	SEK	22
EBIT.....	16	SE-VO	7
FWB.....	12	SpruchG	36
Genehmigtes Kapital	10	Spruchverfahren.....	36
Gesellschaft.....	7	Squeeze-Out	7
GETINGE	11	Teileinkünfteverfahren.....	40
GETINGE Gruppe	11	Übernahmeangebot.....	11
GETINGE Konzern	11	Übertragungsbericht.....	8
Hauptaktionärin	7	Wesentliche Beteiligung	40
HGB.....	12	WpÜG-AngebotsVO	47

Genderklausel

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wurden in dem vorliegenden Dokument zwar teilweise männliche und weibliche Sprachformen verwendet, aber nicht an allen Stellen. Unabhängig davon gelten sämtliche Personenbezeichnungen und Pronomen gleichermaßen für alle Geschlechter.

A. Einleitung

Gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c (ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft („**SE-VO**“)¹ i.V.m. § 327a Abs. 1 Aktiengesetz („**AktG**“) i.V.m. kann die Hauptversammlung einer Europäischen Aktiengesellschaft (SE) auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (Ausschluss von Minderheitsaktionären oder auch „**Squeeze-Out**“).

Die MAQUET Medical Systems AG, eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Rastatt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Mannheim unter der Nummer 719044 (nachfolgend „**MAQUET**“ oder auch die „**Hauptaktionärin**“), ist gegenwärtig unmittelbar mit insgesamt 7.889.909 (Stand: Datum dieses Berichts) auf den Inhaber lautenden Stückaktien an der Pulsion Medical Systems SE mit Sitz in Feldkirchen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563 (nachfolgend „**PULSION**“ oder auch die „**Gesellschaft**“) beteiligt. Das Grundkapital der PULSION beträgt nominal EUR 8.250.000 und ist eingeteilt in 8.250.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je EUR 1,00 („**PULSION-Aktien**“). Die MAQUET hält somit rund 95,64 %² aller ausgegebenen Aktien. Setzt man die von der PULSION selbst gehaltenen 5.086 eigenen Aktien von der Gesamtsumme von 8.250.000 Aktien nach § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG ab, hält die MAQUET rund 95,69 % der ausstehenden 8.244.914 Aktien. Sie ist somit mit mindestens 95 % am Grundkapital der PULSION beteiligt und damit Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die MAQUET beabsichtigt, von der rechtlichen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION (sog. Squeeze-Out) Gebrauch zu machen. Zu diesem Zweck hat sie mit Schreiben vom 15. Mai 2025 an den Verwaltungsrat und den geschäftsführenden Direktor der PULSION das (erste) Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG an die Gesellschaft gerichtet, die Hauptversammlung der PULSION über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Nach Festlegung der Höhe der angemessenen Barabfindung hat die MAQUET ihr Übertragungsverlangen vom 15. Mai 2025 mit Schreiben vom 28. August 2025 unter Angabe der von ihr festgelegten Höhe der Barabfindung konkretisiert. Dieses konkretisierte Übertragungsverlangen liegt diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 1** bei.

Der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll in einer außerordentlichen Hauptversammlung der PULSION am 17. Oktober 2025 gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION wird mit Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister wirksam.

¹ Im Folgenden wird bei der Bezugnahme auf die für nationale Aktiengesellschaften geltenden Gesetze zugunsten der besseren Lesbarkeit auf den ausdrücklichen Hinweis auf die Verweisungsvorschrift des Art. 9 Abs. 1 lit. c (ii) SE-VO verzichtet und ausschließlich die einschlägige Vorschrift des deutschen Aktiengesetzes genannt.

² Die prozentualen Angaben in diesem Übertragungsbericht sind, soweit notwendig, kaufmännisch gerundet.

Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die von der MAQUET auf der Grundlage einer von der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart, (nachfolgend „**KPMG**“) als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung in Höhe von EUR 20,57 festgelegt wurde. Die gutachtliche Stellungnahme der KPMG zur Bewertung der PULSION vom 27. August 2025 (nachfolgend „**Gutachtliche Stellungnahme**“), die sich die MAQUET inhaltlich in vollem Umfang zu eigen macht, ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 2** vollständig beigefügt und bildet damit einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Das Landgericht München I hat auf Antrag der MAQUET mit Beschluss vom 16. Mai 2025 die ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, (nachfolgend „**ADKL**“) zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Der Beschluss des Landgerichts München I ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 3** beigefügt. Die ADKL prüft als sachverständiger Prüfer die Angemessenheit der von der MAQUET festgelegten Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und erstattet hierüber einen schriftlichen Prüfungsbericht.

Die MAQUET hat als Hauptaktionärin am 27. August 2025 eine Erklärung der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, (nachfolgend „**Commerzbank**“) im Sinne des § 327b Abs. 3 AktG erhalten, mit der die Commerzbank die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der MAQUET übernommen hat, den Minderheitsaktionären der PULSION nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung über die übergegangenen PULSION-Aktien zuzüglich etwaiger gesetzlicher Zinsen nach § 327b Abs. 2 AktG zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung der Commerzbank hat die MAQUET dem Verwaltungsrat der PULSION am 27. August 2025 – und damit vor Einberufung der Hauptversammlung – übermittelt. Die Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 4** beigefügt.

Zur Unterrichtung der Aktionäre der PULSION über den geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre erstattet die MAQUET gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden („**Übertragungsbericht**“).

B.

Beschreibung der Pulsion Medical Systems SE

1. Unternehmensgeschichte

Das Unternehmen wurde mit Gesellschaftsvertrag vom 20. Mai 1985 als Pulsion Verwaltungs GmbH gegründet (AG München, HRB 75661), später in eine Aktiengesellschaft (AG München, HRB 129915) und mit Registereintragung vom 9. Juni 2011 in eine SE umgewandelt (AG München, HRB 192563). Der Börsengang der PULSION erfolgte im Juni 2001. Die Aktien der Gesellschaft waren bis zum 30. Dezember 2014 im regulierten Markt der Börse Frankfurt notiert, seitdem werden die PULSION-Aktien nur noch im Freiverkehr gehandelt (s. im Einzelnen unter Abschnitt B.6).

2. Rechtsform, Sitz und Geschäftsjahr

Die PULSION ist eine nach deutschem Recht gegründete Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea* – SE) mit Sitz in Feldkirchen, Deutschland. Die Gesellschaft ist eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Handelsregisternummer HRB 192563.

Der Sitz des Unternehmens der PULSION befindet sich in der Hans-Riedl-Str. 21, 85622 Feldkirchen.

Das Geschäftsjahr der PULSION ist das Kalenderjahr.

3. Gegenstand des Unternehmens

Unternehmensgegenstand der PULSION ist gemäß § 2 der Satzung die Entwicklung, Herstellung und Vertrieb von medizinischen Geräten, medizinischen Einmal-Artikeln, Diagnostika und Therapeutika sowie Erwerb von Gesellschaften, Gesellschaftsbeteiligungen oder des Vermögens von Gesellschaften oder sonstigen Dritten, die auf diesem Gebiet oder auf einem sich überschneidenden oder vergleichbaren Gebiet tätig sind. Die Gesellschaft ist zur Gründung von Tochtergesellschaften oder Joint Ventures in den vorbenannten Bereichen sowie zur Vornahme sonstiger damit zusammenhängender Tätigkeiten berechtigt. Sie ist berechtigt, alle Geschäfte zu tätigen, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen geeignet sind. Sie kann gleichartige oder ähnliche Unternehmen im In- und Ausland erwerben, sich an solchen unmittelbar oder mittelbar beteiligen, die Geschäftsführung und Vertretung anderer Unternehmen übernehmen, andere Unternehmen gründen und Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten.

Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, den Unternehmensgegenstand unmittelbar oder mittelbar zu dienen. Die Gesellschaft kann Zweigniederlassungen und sonstige Geschäftsstellen in In- und Ausland errichten, andere Unternehmen im In- und Ausland gründen, erwerben und sich an ihnen beteiligen und solche Unternehmen leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken sowie Unternehmensverträge abschließen. Sie ist berechtigt, ihre Geschäftstätigkeit auch durch Tochter-

, Beteiligungs- und Gemeinschaftsunternehmen auszuüben. Sie kann Teile ihres Unternehmens in verbundene Unternehmen ausgliedern oder verbundenen Unternehmen überlassen.

4. Kapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur

4.1 Grundkapital

Das Grundkapital der PULSION beträgt derzeit EUR 8.250.000,00 und ist eingeteilt in 8.250.000 nennwertlose Inhaber-Stückaktien, jeweils mit einem anteiligen Betrag von EUR 1,00 je Aktie am Grundkapital der PULSION. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Die Gesellschaft hält derzeit 5.086 eigene Aktien.

4.2 Bedingtes Kapital

Das Grundkapital der PULSION ist um bis zu EUR 130.500,00 bedingt erhöht durch Ausgabe von bis zu 130.500 neuen nennwertlosen Inhaber-Stückaktien („**Bedingtes Kapital III**“). Das Bedingte Kapital III diente der Erfüllung von ausgeübten Optionsrechten, die aufgrund der Ermächtigung der PULSION vom 27. Juni 2002 bis 31. Dezember 2006 gewährt wurden.

Das Grundkapital der Gesellschaft ist des Weiteren um bis zu EUR 350.000,00 bedingt erhöht durch Ausgabe von bis zu 350.000 neuen nennwertlosen Inhaber-Stückaktien („**Bedingtes Kapital II**“). Das Bedingte Kapital II diente der Erfüllung von ausgeübten Optionsrechten, die aufgrund der Ermächtigung der PULSION vom 22. Juni 2006 bis 31. Dezember 2010 gewährt wurden.

Sämtliche Optionsrechte, für die das bedingte Kapital II und das bedingte Kapital III geschaffen worden waren, sind im Jahre 2014 durch die Übertragung eigener Aktien der PULSION auf die jeweiligen Optionsberechtigten erfüllt worden. Das bedingte Kapital II und III wurde und wird daher nicht verwendet.

Zum Datum der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts

- a) wurde weder vom Bedingten Kapital II noch vom Bedingten Kapital III Gebrauch gemacht
- b) und gibt es auch keine Optionsrechte Dritter mehr auf den Bezug von PULSION Aktien, für die das Bedingten Kapital II noch vom Bedingten Kapital III noch benötigt würde.

4.3 Genehmigtes Kapital

Der Verwaltungsrat war ferner aufgrund Beschlusses der Hauptversammlung der PULSION vom 16. Mai 2013 ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 15. Mai 2018 um bis zu EUR 2.475.000,00 durch ein- oder mehrmalige Ausgabe von bis zu 2.475.000 neuen nennwertlosen Inhaber-Stückaktien der Gesellschaft zu erhöhen („**Genehmigtes Kapital**“).

Von dieser Ermächtigung hat der Verwaltungsrat innerhalb der genannten Frist keinen Gebrauch gemacht.

4.4 Öffentliche Übernahme 2014 und heutige Aktionärsstruktur

4.4.1 Die MAQUET hat (unter der damals noch geltenden Firma Alsterhöhe 1. V V AG) aufgrund Angebotsunterlage vom 14. Januar 2014 ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot („**Übernahmeangebot**“) an die damaligen Aktionäre der PULSION zum Erwerb aller nennwertlosen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien der PULSION (PULSION-Aktien) abgegeben und bis Ende der Annahmefrist rund 78,55 % der PULSION-Aktien erworben.

Die MAQUET ist ein Unternehmen der schwedischen GETINGE Gruppe, die von der Getinge AB („**GETINGE**“, gemeinsam mit ihren verbundenen Unternehmen „**GETINGE Gruppe**“ oder „**GETINGE Konzern**“) als Konzernobergesellschaft angeführt wird (im Einzelnen s.u. Abschnitt C).

Die MAQUET gab am 20. Februar 2014 den Besitz von 78,55 % der ausgegebenen Aktien und damit die Übernahme der Kontrolle über die PULSION bekannt.

4.4.2 In den Folgejahren erwarb die MAQUET zusätzlich zu den im Rahmen des Übernahmeangebots erworbenen Aktien wiederholt kleinere Aktienpakete an der PULSION.

4.4.3 Bei Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält die MAQUET laut Depotübersicht der Commerzbank (Wertpapierverwahrstelle) über den Aktienbesitz vom 26. August 2025:

- a) auf ihrem Wertpapierkonto 441 / 2 145 860 00: 506.770 Aktien
- b) auf ihrem Wertpapierkonto 441 / 2 145 860 01: $116.387 + 7.266.752 = 7.383.139$ Aktien,
- c) in Summe also 7.889.909 Aktien oder rund 95,64 % aller 8.250.000 ausgegebenen Aktien.

4.4.4 Von den übrigen 360.091 Aktien hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts die PULSION 5.086 eigene Aktien, was einem Anteil von rund 0,06 % am Grundkapital entspricht. Die restlichen 355.005 Aktien befinden sich in Streubesitz. Setzt man nach § 327a Abs. 2 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG die von der Gesellschaft gehaltenen eigenen Aktien von der Summe aller Aktien ab, so ergeben sich 8.244.914 ausstehende Aktien. Die von der MAQUET gehaltenen 7.889.909 Aktien entsprechen damit rund 95,69 % der ausstehenden Aktien.

5. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der MAQUET

Die PULSION als beherrschtes Unternehmen hat am 3. Juli 2014 mit der MAQUET als herrschender Gesellschaft einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („**BGAV**“) geschlossen. Die Hauptversammlung der PULSION stimmte mit Beschluss vom 14. August 2014

dem BGAV zu. Der BGAV wurde am 2. Oktober 2014 in das Handelsregister München eingetragen.

Der BGAV sah die Zahlung eines jährlichen Ausgleichs von brutto EUR 1,02 abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlages je Aktie vor. Auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs war außerdem eine Barabfindung in Höhe von EUR 17,03 je Aktie zu zahlen, wenn dieser aus dem Unternehmen ausscheiden wollte. Im Spruchverfahren hat das Landgericht München (zu Az. 5 HK O 20672/14) die Barabfindung auf EUR 18,27 und das Oberlandesgericht München (zu Az. 31 Wx 330/16) den jährlichen Ausgleich auf brutto EUR 1,04 festgesetzt.

6. Börsenhandel

Die Aktien der PULSION waren unter ISIN DE0005487904 zum Handel im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen und wurden im Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart gehandelt.

Der Verwaltungsrat der PULSION beschloss am 15. Mai 2014, den Widerruf der Zulassung zum Prime Standard und zum regulierten Markt zu beantragen. Die PULSION hat in Umsetzung des Verwaltungsratsbeschlusses vom 15. Mai 2014 am 25. Juni 2014 den Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aktien zum regulierten Markt gestellt; weiterhin wurde am 25. Juni 2014 der Antrag auf Widerruf der Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungspflichten (Prime Standard) eingereicht. Beide Anträge wurden an die Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse („**FWB**“) übermittelt.

Der Widerruf der Zulassung der PULSION zum Prime Standard wurde am 30. Juni 2014 durch die Geschäftsführung der FWB im Internet (www.deutsche-boerse.com) veröffentlicht und drei Monate danach, also zum 30. September 2014, wirksam.

Der Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt wurde am 30. Juni 2014 durch die Geschäftsführung der FWB im Internet (www.deutsche-boerse.com) veröffentlicht und sechs Monate danach, also zum 30. Dezember 2014 wirksam.

Seit dem Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt (Downlisting) ist die PULSION nicht mehr als kapitalmarktorientiert im Sinne des § 264d Handelsgesetzbuch („**HGB**“) einzustufen. Aktien der Gesellschaft werden allerdings weiterhin im Freiverkehr der Börse München gehandelt (WKN: 548790 / ISIN: DE0005487904).

7. Organe

Neben der Hauptversammlung sind die Organe der PULSION deren Verwaltungsrat und der geschäftsführende Direktor.

7.1 Verwaltungsrat

Die PULSION ist monistisch strukturiert und hat dementsprechend einen Verwaltungsrat, der die PULSION führt. Der Verwaltungsrat besteht gemäß § 7 Abs. 1 der Satzung der PULSION

aus fünf Mitgliedern. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts besteht der Verwaltungsrat aus den folgenden Personen:

- Elin Frostehav (Vorsitzende)
- Michael Vallon (Stellvertretender Vorsitzender)
- Cecilia Sjöstedt (Mitglied)
- Henrik Stenmo (Mitglied)
- Jessica Robertsson (Mitglied).

7.2 Geschäftsführender Direktor

Der geschäftsführende Direktor führt die Geschäfte der Gesellschaft und vertritt die Gesellschaft gerichtlich und außergerichtlich. Der Verwaltungsrat leitet die Gesellschaft, bestimmt die Grundlinien ihrer Tätigkeit und überwacht deren Umsetzung. Rechtsvorschriften, die außerhalb des SE-Ausführungsgesetzes dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft Rechte oder Pflichten zuweisen, gelten sinngemäß für den Verwaltungsrat, soweit nicht im SE-Ausführungsgesetz besondere Kompetenzzuweisungen enthalten sind.

Einziges geschäftsführender Direktor ist Herr Stephan Haft.

8. Geschäftstätigkeit, Struktur

8.1 Geschäftstätigkeit

Als ein Tochterunternehmen des GETINGE Konzerns liegt der Schwerpunkt der PULSION im Produktbereich Critical Care auf der Forschung, Entwicklung und Zulassung von Produkten im Bereich des hämodynamischen Monitoring sowie der Vertriebsunterstützung der GETINGE-Vertriebsgesellschaften. Der Produktbereich Critical Care ist Teil des Geschäftsfelds Acute Care Therapies der GETINGE Gruppe. Die PULSION ist ausschließlich im Geschäftsbereich Critical Care tätig, wobei sie Medizinprodukte für Diagnostik und Überwachung von Patienten im kritischen Gesundheitszustand entwickelt und produziert. Die PULSION bietet derzeit drei Monitoring-Plattformen an, die traditionelle PiCCO2-Plattform, die 2012 eingeführte PulsioFlex-Plattform und die 2024 eingeführte Pulsiocare-Plattform. Diesen drei Plattformen sind Katheter und Sonden zugeordnet, mit denen bestimmte Parameter in bestimmten Genauigkeitsgraden gemessen werden können. Die Lösungen der der PULSION werden schwerpunktmäßig auf der Intensivstation und mit der ProAQT®-Katheter-Technologie in Verbindung mit der PulsioFlex®-Plattform auch im Operationssaal eingesetzt. Den Ärzten bieten sie umfangreiche Informationen über den aktuellen Zustand des Herz-Kreislauf-Systems – verantwortlich für die ausreichende Versorgung der Organe mit Sauerstoff – sowie über weitere wichtige Organsysteme.

8.2 Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell der PULSION als Teil des GETINGE Konzerns ist auf die Erzielung von wiederkehrenden Umsätzen durch den Verkauf von sterilen Verbrauchsmaterialien ausgerichtet. Dadurch ist der Umsatz zu einem wesentlichen Teil nicht vom Neukundengeschäft abhängig, sondern wird aus der Anwendung, d. h. dem Verbrauch von benötigten Verbrauchsartikeln für die im Markt durch Verkauf oder Vermietung platzierten hämodynamischen Monitoringsysteme erzielt. Die Verbrauchsmaterialien müssen für jeden Einsatz neu gekauft werden und machten im Jahr 2024 81,8 % des Umsatzes der PULSION aus.

Die Verbrauchsartikel (*disposables*), wie Monitoring-Katheter, Messsonden und Sensoren (Katheter und Sonden) sind ausschließlich über GETINGE Vertriebsgesellschaften zu erwerben. Das Vertriebsziel ist deshalb darauf angelegt, eine hohe Anwendung von PULSION Monitoring-Geräten im Markt durch Nutzung unterschiedlicher Vertriebskanäle zu erreichen. Neben der eigenen Vermarktung von Monitoring-Systemen durch die GETINGE Gruppe arbeitet die PULSION auch mit großen Medizintechnikern auf dem Gebiet der Monitoring-Hardware zusammen, um auch für Geräte dieser Drittanbieter das Geschäft mit Verbrauchsmaterialien betreiben zu können.

Die PULSION verkauft ihre Produkte fast ausschließlich an die Maquet Critical Care AB mit Sitz in Solna/Schweden („**MAQUET Solna**“), die über ein Distributionszentrum in den Niederlanden verfügt. MAQUET Solna wiederum verkauft die Produkte konzernintern weiter an die internationalen Vertriebsgesellschaften des GETINGE Konzerns, die wiederum die Produkte an die Endkunden verkaufen. Endkunden der Produkte der PULSION sind in der Regel Krankenhäuser und Kliniken. Diese beziehen zunächst die Monitore und im Nachgang regelmäßig die Verbrauchsmaterialien. Die Distributions- und Vertriebsgesellschaften der GETINGE Gruppe erhalten auf Grundlage der Transferpreisregelung eine Vergütung (Benchmarkmarge auf Basis des externen Umsatzes) für ihre Tätigkeit. Die PULSION erhält den Marktpreis ihrer Produkte abzüglich der Vergütungen der Distributions- und Vertriebsgesellschaften und trägt damit das Risiko etwaiger Marktpreisschwankungen.

8.3 Konzernstruktur

Die PULSION fungiert als operative Gesellschaft mit einem Geschäftsbereich (siehe oben Abschnitt B.8.1). Zum Datum dieses Übertragungsberichts gehören zur PULSION keine Tochtergesellschaften oder Beteiligungen.

Die Stellung der PULSION und ihrer Hauptaktionärin, der MAQUET, innerhalb der GETINGE Gruppe lässt sich schematisch dem diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügtem Schaubild der Konzernstruktur entnehmen.

9. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation, Vermögenslage

Der Jahresabschluss der PULSION wurde nach den Vorschriften gemäß § 267 Abs. 2 HGB für mittelgroße Kapitalgesellschaften erstellt und in den Konzernabschluss der GETINGE AB, Göteborg, Schweden, einbezogen.

9.1 Wesentliche Kennzahlen

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten Kennzahlen der PULSION für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024.

Kennzahl	2024	2023	2022
Umsatz (Netto, EUR Mio.)	40,0	35,8	29,7
Betriebsergebnis (EBIT, EUR Mio.)	15,2	4,7	7,4
EBIT-Marge (%)	37,9 %	13,3 %	24,9 %
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	0,5	-3,0	1,0
Eigenkapital (EUR Mio.)	21,1	20,6	23,6
Bilanzsumme (EUR Mio.)	39,9	33,6	33,9
Eigenkapitalquote (%)	53,0 %	61,3 %	69,4 %
Dividende je Aktie (EUR)	0,88	0,88	0,88

9.2 Geschäfts- und Umsatzentwicklung 2024

9.2.1 Umsatzerlöse

Im Geschäftsjahr 2024 erzielte die PULSION Umsatzerlöse in Höhe von rund EUR 40,0 Mio. und verzeichnete damit einen Anstieg um 11,7 % gegenüber dem Vorjahr, in dem die Umsatzerlöse EUR 35,8 Mio. betragen. Die positive Umsatzentwicklung resultierte maßgeblich aus einer deutlich gestiegenen Nachfrage nach Verbrauchsartikeln, deren Umsatzanteil von 74,9 % im Vorjahr auf 81,8 % im Berichtsjahr anstieg. Der Umsatz mit Einmalartikeln wuchs um 22,0 % von EUR 26,8 Mio. auf EUR 32,7 Mio. Ausschlaggebend hierfür war unter anderem der Abverkauf von Sicherheitsbeständen an das Distributionsunternehmen.

Demgegenüber sanken die Umsätze mit Monitoren deutlich um 30,2 % auf EUR 5,4 Mio. (Vorjahr: EUR 7,7 Mio.), was insbesondere auf rückläufige Verkaufszahlen im chinesischen Markt zurückzuführen ist. Der Anteil der Monitorverkäufe am Gesamtumsatz reduzierte sich entsprechend von 21,5 % im Jahr 2023 auf 13,5 % im Jahr 2024. Die sonstigen Umsatzerlöse stiegen hingegen deutlich um 50,0 % auf EUR 1,9 Mio. (Vorjahr: EUR 1,3 Mio.), was vor allem auf die Erbringung von Forschungs- und Entwicklungsleistungen für einen OEM-Partner zurückzuführen ist.

Insgesamt konnte PULSION trotz rückläufiger Umsätze im Bereich der Monitore durch die gestiegene Nachfrage nach Verbrauchsartikeln sowie zusätzlichen Dienstleistungsumsätzen eine insgesamt positive Umsatzentwicklung verzeichnen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich im Geschäftsjahr 2024 der Abverkauf der Lagerbestände an die MAQUET Solna positiv auf die Umsatzentwicklung auswirkte, indem rund EUR 4,6 Mio. nicht wiederkehrende Umsatzerlöse erzielt wurden.

9.2.2 Ertragssituation

Die Ertragssituation der PULSION hat sich im Geschäftsjahr 2024 gegenüber dem Vorjahr verbessert. Das Betriebsergebnis (Gewinn vor Zinsen und Steuern, „EBIT“) stieg von EUR 4,7 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 15,2 Mio. im Jahr 2024 um rund 220 %. Diese erhebliche Ergebnisverbesserung ist vor allem auf den Wegfall negativer Einmaleffekte aus dem Vorjahr zurückzuführen, insbesondere auf die Einstellung des nicht-invasiven Monitoringsystems NICCI, das sich 2023 mit einer außerplanmäßigen Abschreibung in Höhe von EUR 9,0 Mio. belastend auf das Ergebnis auswirkte. Entsprechend erhöhte sich die EBIT-Marge von 13,3 % im Vorjahr auf starke 37,9 % im Jahr 2024.

Maßgeblich zur Ergebnisverbesserung trug neben dem Abverkauf der Lagerbestände auch die deutlich gestiegene Bruttomarge bei, die sich von 34,6 % im Vorjahr auf 60,5 % im Berichtsjahr erhöhte. Die Herstellungskosten konnten deutlich gesenkt werden – von EUR 23,4 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 15,8 Mio. im Jahr 2024 – was ebenfalls mit der Bereinigung um die NICCI-Sondereffekte zusammenhängt.

Die Vertriebskosten sanken um 20,6 % auf EUR 1,1 Mio., was auf nicht durchgeführte klinische Studien sowie eine verzögerte Nachbesetzung offener Stellen zurückzuführen ist. Die allgemeinen Verwaltungskosten gingen um rund 13 % auf EUR 4,2 Mio. zurück, wodurch sich deren Anteil am Umsatz ebenfalls deutlich reduzierte. Die Forschungs- und Entwicklungskosten stiegen hingegen auf EUR 3,8 Mio. (Vorjahr: EUR 1,8 Mio.), was mit der Weiterentwicklung der neuen Monitorplattform Pulsiocare zusammenhängt.

Unter dem Strich ergibt sich ein Jahresüberschuss nach Ergebnisabführung und unter Berücksichtigung der Abführungssperre von EUR 0,5 Mio. (Vorjahr: Jahresfehlbetrag von EUR -3,0 Mio.). Vor Abführung an die MAQUET aufgrund des BGAV belief sich der Überschuss auf EUR 15,5 Mio. Die Ergebnisabführung an die MAQUET betrug im Geschäftsjahr 2024 insgesamt EUR 14,9 Mio. und lag damit deutlich über dem Vorjahreswert von EUR 8,0 Mio.

9.2.3 Kapitalflüsse

Durch einen mit dem GETINGE Konzern abgeschlossenen Cashpool-Vertrag ist die Deckung der Liquiditätsbedarfe der Gesellschaft fortlaufend gesichert. Die Forderungen gegen verbundene Unternehmen weisen Forderungen aus Finanzierung (Cashpool) in Höhe von EUR 16,4 Mio. (2023: EUR 13,9 Mio.) aus. Die liquiden Mittel umfassen aufgrund der bestehenden Cashpooling-Vereinbarung ausschließlich Kassenbestände von TEUR 0,4 (2023: TEUR 0,4).

9.2.4 Bilanz

Die Bilanzsumme der PULSION erhöhte sich zum 31. Dezember 2024 auf EUR 39,9 Mio. nach EUR 33,6 Mio. im Vorjahr. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf gestiegene Forderungen gegen verbundene Unternehmen sowie höhere aktivierte Entwicklungsleistungen im Anlagevermögen zurückzuführen.

Das Eigenkapital belief sich zum Jahresende auf EUR 21,1 Mio. und lag damit leicht über dem Vorjahreswert von EUR 20,6 Mio. Trotz des gestiegenen Eigenkapitals verringerte sich die

Eigenkapitalquote infolge der gestiegenen Bilanzsumme von 61,3 % im Jahr 2023 auf 53,0 % im Berichtsjahr.

Das Fremdkapital stieg im gleichen Zeitraum von EUR 13,0 Mio. auf EUR 18,8 Mio. Ausschlaggebend hierfür war insbesondere der Anstieg der Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen, insbesondere aus der Gewinnabführung an die MAQUET in Höhe von EUR 14,9 Mio. (Vorjahr: EUR 8,0 Mio.). Die Rückstellungen gingen hingegen leicht zurück.

9.3 Auswirkungen neuer Produkte bzw. der Einstellung von Produkten

Nach der Einstellung des nicht-invasiven Monitoringsystems NICCI im Jahre 2023 kam es im Geschäftsjahr 2024 sowohl zur Neueinführung als auch zur Einstellung von Produkten im Bereich des hämodynamischen Monitorings:

Die neue Monitoringplattform **Pulsiocare®**, die als Nachfolgerin der PulsioFlex®-Plattform positioniert wurde, konnte erfolgreich am Markt eingeführt werden. Pulsiocare integriert erstmals die PiCCO- und ProAQT-Technologien in einem einzigen Gerät und ermöglicht damit eine fortschrittliche, flexible hämodynamische Überwachung sowohl auf der Intensivstation als auch im Operationssaal. Diese Produktinnovation stärkt die Wettbewerbsposition des Unternehmens im Segment der minimal- und hochinvasiven Monitoringsysteme und trägt zur strategischen Ausweitung des Anwendungsbereichs bei.

Gleichzeitig wurde der Vertrieb der Technologien **CeVOX®** und **LIMON®** eingestellt. Diese Entscheidung wurde vor dem Hintergrund der verschärften europäischen regulatorischen Anforderungen getroffen, deren Umsetzung für diese beiden Produkte als wirtschaftlich nicht mehr vertretbar eingestuft wurde. Beide Technologien hatten in den letzten Jahren gemeinsam weniger als 2 % zum Gesamtumsatz beigetragen und waren somit aus unternehmerischer Sicht von untergeordneter Bedeutung.

Die strategische Fokussierung liegt nun auf den Kerntechnologien PiCCO und ProAQT, deren klinische Relevanz und wirtschaftliches Potenzial weiterhin hoch eingeschätzt werden. Damit richtet sich PULSION gezielt auf zukunftsfähige, margenstarke Produktlinien aus.

Darüber hinausgehende Akquisitionen bzw. wesentliche Investitionen oder Desinvestitionen gab es bei der PULSION im Geschäftsjahr 2024 nicht.

9.4 Ausblick für das Geschäftsjahr 2025

Für 2025 liegt der Fokus weiterhin auf der Weiterentwicklung neuer und bestehender Produkte, insbesondere im Bereich des hämodynamischen Monitorings, sowie auf der Unterstützung der Vertriebsorganisationen innerhalb des GETINGE Konzerns und dem Ziel der Einhaltung des Budgets für die Forschung und Entwicklung sowie in den operativen Bereichen.

9.5 Detailliertere Informationen

Detailliertere Informationen zur Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage der PULSION finden sich im Jahresabschluss 2024, abzurufen unter <https://www.getinge.com/de/ueber-uns/investors/pulsion-investor-relation/>.

Im Übrigen wird hinsichtlich der Geschäftsentwicklung und der Ergebnissituation auf die Ausführungen in der diesen Übertragungsbericht als Anlage 2 beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme von KPMG, dort insbesondere auf den Punkt V.3.ff., verwiesen.

10. Geschäftsbeziehungen zur GETINGE Gruppe

Zwischen der PULSION und verschiedenen Unternehmen der GETINGE Gruppe bestehen Geschäftsbeziehungen und Verträge über die Erbringung von Leistungen und die Lieferung von Waren. Diese Geschäfte wurden entsprechend den tatsächlich entstandenen Aufwendungen zuzüglich eines angemessenen Gewinnaufschlags bzw. auf Basis marktüblicher Bedingungen abgerechnet, sodass sich Leistung und Gegenleistung gleichwertig gegenüberstehen.

10.1 Distributions- und Vertriebsverträge

Die Umsatzerlöse der PULSION wurden im Wesentlichen aus Geschäften mit verbundenen Unternehmen erzielt, da der Vertrieb an Dritte lokal durch die Gesellschaften des GETINGE Konzerns erfolgt. Die PULSION verkauft ihre Produkte fast ausschließlich an die MAQUET Solna, die wiederum für die Zwecke des Vertriebs die Produkte konzernintern an die internationalen Vertriebsgesellschaften des GETINGE Konzerns weiterveräußert. Der Anteil der Intercompany-Umsätze an den Gesamtumsätzen beträgt 2024 92 % (2023: 91 %).

10.2 Cash-Pooling-Vertrag

Es besteht ein Cash-Pooling-Vertrag im GETINGE Konzern, durch den die Deckung der Liquiditätsbedarfe der Gesellschaft fortlaufend gesichert werden. In den Forderungen gegen verbundene Unternehmen sind zum 31. Dezember 2024 daher Forderungen aus Finanzierung durch den Cashpool in Höhe von EUR 16,4 Mio. (2023: EUR 13,9 Mio.) enthalten. Das Ausfallrisiko von Forderungen ist von untergeordneter Bedeutung, da Forderungen im Wesentlichen gegenüber verbundenen Unternehmen bestehen.

10.3 Dienstleistungsverträge

Von anderen Unternehmen des GETINGE Konzerns werden auf Basis verschiedener Dienstleistungsverträge Business Support und Management Service erbracht. Hierzu gehören u.a. Leistungen im Bereich IT (Software und Wartung), Personal, Zahlungsverkehr (Zahlungsabwicklung, Finanzierung, Bürgschaften, Garantien), Entwicklungsdienstleistungen, Produktmanagement, Marketingaktivitäten sowie Unterstützung in rechtlichen Fragen und Compliance.

10.4 Doppelmandate

Die Vorsitzende des Verwaltungsrats der PULSION, Frau Elin Frostehav, ist auch Mitglied des Vorstandes der MAQUET und übt auch weitere Funktionen im GETINGE Konzern aus. Auch die anderen Mitglieder des Verwaltungsrats der PULSION üben zugleich andere Ämter im GETINGE Konzern aus.

10.5 Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Zum BGAV mit der MAQUET siehe oben in Abschnitt B.5.

11. Mitarbeiter und Mitbestimmung

Die PULSION beschäftigte 2024 im Jahresdurchschnitt rund 73 Angestellte, davon einen leitenden Angestellten, 7 Mitarbeiter im Vertrieb und Marketing, 34 Mitarbeiter im Bereich Forschung und Entwicklung, 11 Mitarbeiter im Bereich Produktionsmanagement und 21 Mitarbeiter in der Verwaltung. Bei der PULSION ist ein Betriebsrat eingerichtet. Der Verwaltungsrat der PULSION ist nicht mitbestimmt.

C.

Beschreibung der GETINGE Gruppe

1. Struktur der GETINGE Gruppe

Die GETINGE Gruppe wird von der Konzernobergesellschaft Getinge AB (publ) mit Sitz in Göteborg, Schweden, geführt.

Die GETINGE wurde 1904 gegründet und ist eine schwedische Aktiengesellschaft mit Sitz in Göteborg, Schweden. Die Geschäftsadresse lautet Box 69, SE-305 05 Göteborg. Die GETINGE ist im schwedischen Handelsregister *Bolagsverket* eingetragen unter der Nummer 556408-5032. Ihre Aktien sind an der Nasdaq Stockholm, dem regulierten Markt der schwedischen Börse, zugelassen.

Zur GETINGE Gruppe gehört eine Vielzahl von Unternehmen weltweit. Die Konzernstruktur kann dem diesem Übertragungsbericht als Anlage 5 beigefügtem Schaubild entnommen werden. Die Prozentangaben beziehen sich auf den jeweiligen Anteil an den Stimmrechten.

2. Aktionäre der GETINGE AB

Die GETINGE hat zwei Aktienklassen ausgegeben: A-Aktien, die jeweils mit zehn Stimmrechten ausgestattet sind, und B-Aktien, die je ein Stimmrecht besitzen. Beide Aktienklassen haben denselben Anspruch auf Dividende. Zum Ende des Geschäftsjahres 2024 belief sich die Gesamtzahl der Aktien auf 272.369.573, wovon 18.217.200 A-Aktien und 254.152.373 B-Aktien waren.

Die 20 wichtigsten Aktionäre (Stand 26. August 2025) sind in der folgenden Liste aufgeführt:

Name	A shares (A-Aktien)	B shares (B-Aktien)	Total number of shares (Gesamtzahl Aktien)	Capital (Ak-Kapital)	Votes (Stimmen)	Verified (Überprüft)
1 Carl Bennet	18,217,200	36,802,969	55,020,169	20.20%	50.19%	2025-07-29
2 AMF Pension & Funds		21,012,998	21,012,998	7.71%	4.82%	2025-07-31
3 Fourth Swedish National Pension Fund		21,000,000	21,000,000	7.71%	4.81%	2025-07-29
4 Carnegie Funds		13,609,430	13,609,430	5.00%	3.12%	2025-07-31
5 Swedbank Robur Funds		9,814,499	9,814,499	3.60%	2.25%	2025-07-31
6 Vanguard		9,233,174	9,233,174	3.39%	2.12%	2025-07-31
7 Handelsbanken Funds		7,634,377	7,634,377	2.80%	1.75%	2025-07-31
8 Incentive AS		6,887,339	6,887,339	2.53%	1.58%	2025-06-30
9 Lannebo Kapitalförvaltning		6,485,893	6,485,893	2.38%	1.49%	2025-07-31
10 Norges Bank Investment Management		6,480,761	6,480,761	2.38%	1.49%	2025-06-30
11 BlackRock		5,632,394	5,632,394	2.07%	1.29%	2025-07-31
12 Folksam		4,712,104	4,712,104	1.73%	1.08%	2025-07-29
13 Nordea Funds		3,688,791	3,688,791	1.35%	0.85%	2025-07-29
14 First Swedish National Pension Fund		3,200,000	3,200,000	1.17%	0.73%	2025-07-29
15 Storebrand Asset Management		2,763,152	2,763,152	1.01%	0.63%	2025-07-31
16 Indecap AB		2,577,146	2,577,146	0.95%	0.59%	2025-07-31
17 Avanza Funds		2,570,897	2,570,897	0.94%	0.59%	2025-07-31
18 Life Insurance Skandia		2,195,824	2,195,824	0.81%	0.50%	2025-07-29
19 Third Swedish National Pension Fund		2,140,754	2,140,754	0.79%	0.49%	2025-07-29
20 SEB Funds		2,036,749	2,036,749	0.75%	0.47%	2025-07-31
Total 20	18,217,200	170,479,251	188,696,451	69.28%	80.82%	
Others	0	83,673,122	83,673,122	30.72%	19.18%	
Total number of shares	272,369,573					2025-08-26

Quelle: <https://www.getinge.com/int/company/investors/the-share/ownership-structure/>, Abruf: 26. August.2025

Hauptaktionär der GETINGE ist somit Herr Carl Bennet.

3. Organe

Die Organstruktur der GETINGE ist nach den Grundsätzen der schwedischen Aktiengesellschaft und den Anforderungen der Corporate Governance in Schweden geregelt und umfasst mehrere zentrale Entscheidungsebenen und Gremien, die aufeinander abgestimmt arbeiten. Wichtigstes Organ der GETINGE AB ist neben der Hauptversammlung der Verwaltungsrat. Er ist das zentrale Leitungs- und Kontrollorgan der Gesellschaft (Board of Directors) und besteht aus acht von der Hauptversammlung gewählten Mitgliedern sowie zwei Arbeitnehmervertretern und zwei Ersatzmitgliedern. Der Verwaltungsrat ist verantwortlich für die strategische Ausrichtung, Überwachung und Kontrolle der Unternehmensführung. Er entscheidet über wesentliche Fragen wie Unternehmensziele, Investitionen, Akquisitionen sowie über Grundsatzfragen zur Nachhaltigkeit und Compliance. Bei den von der Hauptversammlung gewählten Mitgliedern handelt es sich um Johan Malmquist (Vorsitzender), Carl Bennet (stellvertretender Vorsitzender), Johann Bygge, Cecilia Daun Wennborg, Dan Frohm, Mattias Perjos (Chief Executive Officer (CEO) GETINGE), Malin Persson, Kristian Samuelsson, Ake Larsson, Fredrik Brattborn, Ida Ekman (Ersatzmitglied) und Pontus Käll (Ersatzmitglied).

Die operative Leitung liegt beim President & CEO. Er trägt die Verantwortung für das Tagesgeschäft, die Umsetzung der vom Board beschlossenen Strategien und die Gesamtsteuerung der Gruppe. Unterstützt wird er dabei vom GETINGE Executive Management Team, das aus dem Chief Executive Officer (CEO), der Chief Financial Officer (CFO) und weiteren acht Mitgliedern besteht.

Ergänzt wird die Führungsstruktur durch eine Reihe interner Governance-Foren wie das Sustainability Board, das Ethics Committee oder das Disclosure Committee. Diese Gremien dienen der interdisziplinären Abstimmung, Risikoüberwachung und Entscheidungsunterstützung auf Konzernebene. Die interne Revision (Corporate Internal Audit) ist dem Audit and Risk Committee unterstellt und prüft unabhängig zentrale Prozesse und Kontrollsysteme.

4. Geschäftstätigkeit

Die GETINGE Gruppe ist weltweit in der Medizintechnik tätig. Sie entwickelt, produziert und vertreibt Produkte und Lösungen für Krankenhäuser und Einrichtungen der Biowissenschaften. Die Geschäftstätigkeit von GETINGE ist in drei Hauptgeschäftsbereiche unterteilt:

- **Acute Care Therapies:** Dieser Bereich konzentriert sich auf die Bereitstellung von Produkten und Lösungen für die Intensiv- und Notfallmedizin. Dazu gehören unter anderem Beatmungsgeräte, Herz-Lungen-Maschinen und andere lebenswichtige Systeme, die in kritischen Versorgungssituationen eingesetzt werden und die Versorgung des Körpers mit Sauerstoff sicherstellen sollen. Dadurch trägt GETINGE dazu bei, jährlich mehrere Millionen schwerstkranke Patienten erfolgreich zu behandeln. Der Fokus liegt auf

innovativen Lösungen, mit dem Ziel die Herz- und Lungentherapie sowie die Behandlung von Herzgefäßkrankheiten zu verbessern.

Innerhalb dieses Geschäftsbereichs befindet sich der Produktbereich Critical Care mit Beatmungsgeräten und den hämodynamischen Monitoringsystemen, dem die MAQUET und die PULSION angehören.

- **Life Science:** In diesem Segment bietet GETINGE Lösungen zur Vorreinigung, Reinigung und Desinfektion, Sterilisation für medizinisches Equipment sowie Verbrauchsmaterialien und Management steriler Versorgung an. Außerdem bietet GETINGE in diesem Bereich Produkte für die Biowissenschaften an, einschließlich Lösungen zur Bioreaktorvorbereitung und Bioprozessentwicklung, Sterilisations- und Dekontaminationssysteme sowie Produkte für die sterile Übertragung.
- **Surgical Workflows:** in diesem Bereich bietet GETINGE Produkte und Dienstleistungen für den Operationssaal, einschließlich Operations- und Untersuchungstische, Beleuchtungssysteme und digitale Integrationslösungen an.

Die GETINGE Gruppe vertreibt ihre Produkte weltweit über ein Netzwerk von Vertriebsunternehmen sowie über Agenten und Distributoren. Der mit Abstand wichtigste Markt für die GETINGE Gruppe sind die USA (40,1 % der Nettoerlöse), gefolgt von China (8,2 %), Deutschland (5,5 %), Frankreich (4,6 %), Japan (3,5 %), UK (3,4 %) und Italien (3,0 %)³.

5. Geschäftliche Entwicklungen, Ergebnissituation, Vermögenslage

5.1 Wesentliche Kennzahlen

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten Kennzahlen der GETINGE Gruppe für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024.

Kennzahl	2024	2023	2022
Auftragseingang (SEK ⁴ Mio.)	34,232	30,894	29,621
Umsatz (Netto, SEK Mio.)	34,759	31,827	28,292
EBITDA (SEK Mio.)	5,275	5,829	5,653
EBITDA-Marge (%)	15,0	18,3	20,0
Adjustiertes EBITA (SEK Mio.)	4,869	3,887	4,280
Adjustierte EBITA-Marge (%)	14,0	12,2	15,1
Betriebsergebnis (EBIT, SEK Mio.)	2,854	3,736	3,626
EBIT-Marge (%)	11,7	12,8	16,0
Jahresüberschuss (SEK Mio.)	1,654	2,428	2,516

³ Vgl. Getinge Annual Report 2024 (Jahresbericht), abzurufen unter <https://www.getinge.com/int/company/investors/reports-presentations/>.

⁴ Schwedische Kronen („SEK“).

Eigenkapital (SEK Mio.)	33,210	30,403	30,453
Bilanzsumme (SEK Mio.)	63,918	53,586	52,032
Eigenkapitalquote (%)	52,0	56,8	58,5
Net Debt inkl. Pensionsverpfl. (SEK Mio.)	10,467	8,012	2,602
Cashflow aus lfd. Geschäft (SEK Mio.)	4,577	2,950	3,367
Dividende je Aktie (SEK)	4,60*	4,40	4,25
Gewinn je Aktie (SEK)	6,01	8,86	9,15
Aktienkurs (31.12., SEK)	181,55	224,30	216,30

5.2 Geschäfts- und Umsatzentwicklung 2024

5.2.1 Umsatzerlöse

Die GETINGE Gruppe erzielte im Jahr 2024 konsolidiert einen Umsatz von SEK 34,8 Mrd. (2023: SEK 31,8 Mrd., 2022: SEK 28,3 Mrd.), konnte gegenüber 2023 also ein Wachstum von 9,4 % erzielen. Ca. 98 % der Umsätze werden außerhalb von Schweden erzielt. Alle drei Geschäftsbereiche – Acute Care Therapies, Life Science und Surgical Workflows – trugen zu diesem Wachstum bei.

5.2.2 Ertragssituation

Das EBIT verringerte sich aufgrund von höheren Kosten – insbesondere im Bereich Acute Care Therapies – von SEK 3,6 Mrd. (2022) und SEK 3,7 Mrd. (2023) auf SEK 2,9 Mrd. (2024), damit verringerte es sich 2024 im Vergleich zum Vorjahr also um 23,6 %. Nach Zinsen und Steuern betrug der Jahresüberschuss SEK 1,7 Mrd. gegenüber SEK 2,4 Mrd. (2023) und SEK 2,5 Mrd. (2022) in den Vorjahren. Die EBIT-Marge fiel von 12,8 % (2022) über 11,7 % (2023) auf 8,2 % (2024).

5.2.3 Kapitalflussrechnung

Der aus operativen Tätigkeiten generierte Cashflow stieg von SEK 3,4 Mrd. (2022) über SEK 3,0 Mrd. (2023) auf SEK 4,6 Mrd. (2024).

Die liquiden Mittel entwickelten sich von SEK 5,7 Mrd. (31.12.2022) über SEK 2,7 Mrd. (31.12.2023) hin zu SEK 3,0 Mrd. (31.12.2024).

5.2.4 Bilanz

Die konsolidierte Bilanzsumme der GETINGE Gruppe betrug zum Jahresende 2024 insgesamt SEK 63,9 Mrd. gegenüber SEK 53,6 Mrd. im Vorjahr und SEK 52,0 Mrd. in 2022. Das Eigenkapital stieg im gleichen Zeitraum von SEK 30,5 Mrd. bzw. SEK 30,4 Mrd. am Jahresende 2023 auf SEK 33,2 Mrd. zum 31.12.2024. Die Nettoverschuldung stieg in diesem Zeitraum von SEK 2,6 Mrd. über SEK 8,0 Mrd. auf SEK 10,5 Mrd. zum 31.12.2024.

5.3 Entwicklungen innerhalb der Geschäftsbereiche

Alle drei Geschäftsbereiche – Acute Care Therapies, Life Science und Surgical Workflows – trugen zu diesem Wachstum bei. Besonders hervorzuheben ist die starke Nachfrage nach Beatmungsgeräten und Verbrauchsmaterialien im Bereich Acute Care Therapies sowie das solide Wachstum im Bereich Life Science, insbesondere bei sterilen Transferlösungen. Die Übernahme von Healthmark im Bereich Surgical Workflows führte zu einem Umsatzwachstum, was erheblich zum Wachstum von 11,7 % (organisch 4,8 %) beigetragen hat.

Zu den Produkteinführungen im Laufe des Jahres 2024 zählen Servo TwinView, das medizinischen Teams die Fernanalyse von Daten aus Beatmungsgeräten ermöglicht, und Pulsio-care, das eine fortschrittliche hämodynamische Überwachung mit hoher Benutzerfreundlichkeit bietet. Außerdem hat die GETINGE Gruppe das US-Unternehmen Paragonix übernommen, das Lösungen für den sicheren Transport und die Lagerung von Organen für Transplantationen anbietet. Paragonix erhielt mittlerweile die Erteilung der FDA-Zulassung 510(k) für das tragbare Nierenperfusionssystem Kidney-Vault. Ende 2023 konnte zudem die Übernahme des US-amerikanischen Unternehmens Healthmark Industries abgeschlossen und damit das Angebot der GETINGE Gruppe an Verbrauchsmaterialien und Dienstleistungen für die Infektionskontrolle gestärkt werden.

Der Geschäftsbereich Acute Care Therapies macht den größten Geschäftsbereich der Getinge-Gruppe aus, mit Nettoumsatzerlösen in Höhe von SEK 17,9 Mrd. im Jahr 2024 im Vergleich zu SEK 16,5 Mrd. im Vorjahr und SEK 15,3 Mrd. im Jahr 2022. Mit Umsatzerlösen von rund EUR 40,0 Mio. erzielte die PULSION im Jahr 2024 etwa 2,5 % der Umsatzerlöse der GETINGE Gruppe im Bereich Acute Care Therapies.

5.4 Ausblick für das Geschäftsjahr 2025

Die GETINGE Gruppe rechnet auch in 2025 mit einem Wachstum im Umsatz und Ergebnis. Bei dem organischen Wachstum geht die Gruppe von einem Anstieg zwischen 2-5 % aus. Dieses Wachstum wird auch zu einem Anstieg des EBIT führen. Die Auswirkungen aus dem Zollkonflikt mit USA und die Währungsschwankungen im Bereich des Dollars stellen jedoch ein Risiko dar.

5.5 Detailliertere Informationen

Detailliertere Informationen zur Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage der GETINGE Gruppe enthalten der 2024 Annual Report (Jahresbericht 2024) und die aktuellen Quartalsberichte. Diese sind abrufbar auf der Website der GETINGE Gruppe unter <https://www.getinge.com/de/ueber-uns/investors/overview/> bzw. <https://www.getinge.com/int/company/investors/reports-presentations/>

6. Mitarbeiter und Mitbestimmung

Die GETINGE Gruppe beschäftigte im Jahr 2024 weltweit rund 11.800 Mitarbeiter. Diese sind in den Segmenten Acute Care Therapies, Surgical Workflows und Life Science sowie in den zentralen Abteilungen tätig.

Im Verwaltungsrat der GETINGE AB sind gemäß dem schwedischen Mitbestimmungsrecht zwei Arbeitnehmervertreter sowie zwei stellvertretende Mitglieder vertreten. Diese werden von den jeweiligen Arbeitnehmerorganisationen benannt. Weiter ist ein europäischer Konzernbetriebsrat (European Works Council) in Übereinstimmung mit der EU-Richtlinie 94/45/EG (inzwischen ersetzt durch die Richtlinie 2009/38/EG) über die Einsetzung eines Europäischen Betriebsrats oder die Schaffung eines Verfahrens zur Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in gemeinschaftsweit operierenden Unternehmen und Unternehmensgruppen (ABl. Nr. L 254 S. 64, ber. ABl. 2009 Nr. L 103 S. 30) eingerichtet.

D.

Beschreibung der MAQUET (Hauptaktionärin)

1. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die MAQUET ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Rastatt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 719044, Geschäftsadresse: Kehler Straße 31, 76437 Rastatt. Sie wurde am 29. August 2013 unter der Firma „Alsterhöhe 1. V V AG“ mit Sitz in Hamburg und einem Grundkapital von EUR 50.000 gegründet und am 12. September 2013 in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 128955 eingetragen; mit Registereintragung vom 26. Februar 2014 wurden Firma, Sitz, Gegenstand und Satzung auf den heutigen Stand geändert.

Das Geschäftsjahr der MAQUET ist das Kalenderjahr.

Geschäftsgegenstand der MAQUET ist die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von medizinischen Geräten, medizinischen Einmal-Artikeln, Diagnostika und Therapeutika sowie Erwerb und das Halten von Gesellschaften, Gesellschaftsbeteiligungen oder des Vermögens von Gesellschaften oder sonstigen Dritten, die auf diesem Gebiet oder auf einem sich überschneidenden oder vergleichbaren Gebiet tätig sind.

2. Grundkapital und Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der MAQUET beträgt EUR 50.000,00 und ist eingeteilt in 50.000 nennwertlose Namens-Stückaktien. Sämtliche Aktien werden von der GETINGE Holding B.V. & Co. KG gehalten, einem indirekten Tochterunternehmen der an der Stockholmer Börse notierten GETINGE AB (siehe oben C.1). Die Aktien der MAQUET werden nicht an der Börse gehandelt.

3. Organe

Neben der Hauptversammlung sind die Organe der MAQUET deren Vorstand und Aufsichtsrat. Fakultative Organe (z.B. Beirat) sind nicht eingerichtet.

3.1 Vorstand

Der Vorstand der MAQUET besteht gem. § 5 Abs. 1 der Satzung aus einem oder mehreren Mitgliedern. Die Anzahl wird durch den Aufsichtsrat bestimmt. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts besteht der Vorstand der MAQUET aus zwei Mitgliedern, nämlich:

- Frau Elin Frostehav
- Herrn Matthias Gelsok.

Beide Vorstandsmitglieder vertreten die Gesellschaft jeweils gemeinsam oder zusammen mit einem Prokuristen und sind berechtigt, mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.

3.2 Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der MAQUET setzt sich gemäß § 95 Abs. 1 Satz 1 AktG aus drei Mitgliedern zusammen. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts besteht der Aufsichtsrat der MAQUET aus den folgenden Personen:

- Herrn Michael Vallon (Vorsitzender)
- Herrn Markus Stirner-Schilling
- Herrn Thomas Marschall.

4. Geschäftstätigkeit

Die Geschäftstätigkeit besteht momentan im Halten und der Verwaltung der Beteiligung an der PULSION.

5. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation

Die Ertragslage der MAQUET ist im Wesentlichen geprägt durch die Übernahme des handelsrechtlichen Gewinns der PULSION infolge des BGAV (siehe oben Abschnitt B.5). Der Jahresüberschuss der Gesellschaft lautet daher zum 31. Dezember 2024 auf einen Betrag von EUR 0,00. Das Ergebnis aus der Übernahme des Gewinns der PULSION betrug EUR 14,9 Mio. Ihr Aktivvermögen besteht im Wesentlichen in der Beteiligung an der PULSION in Höhe von EUR 136,2 Mio. Die Passiva besteht im Wesentlichen aus dem Eigenkapital von EUR 125,3 Mio. Damit ergibt sich eine Eigenkapitalquote von 82,9%. Daneben bestehen noch Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen in Höhe von EUR 25,9 Mio.

6. Mitarbeiter und Mitbestimmung

Die MAQUET beschäftigt keine Arbeitnehmer.

Arbeitnehmervertretungen bestehen nicht.

E.

Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

Gemäß §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer Europäischen Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die MAQUET möchte von dieser gesetzlich ausdrücklich vorgesehenen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION Gebrauch machen. Dem liegen die folgenden Erwägungen zu Grunde:

1. Erhöhte Flexibilität und Transaktionssicherheit

Nach dem Wirksamwerden der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET als Hauptaktionärin besteht eine größere Flexibilität, Beschlüsse der Hauptversammlung der PULSION herbeizuführen. Insbesondere können Beschlüsse der Hauptversammlung ohne Vorbereitung und Durchführung einer Publikumsversammlung gefasst werden. Gesetzliche oder satzungsmäßige Vorgaben zu Form und Frist für die Einberufung und Durchführung einer Hauptversammlung müssen nicht mehr beachtet werden. Die Gesellschaft wird dadurch in die Lage versetzt, Strukturmaßnahmen, wie z.B. Kapitalmaßnahmen, Beherrschungs- und/oder Ergebnisabführungsvertrag, Formwechsel, Verschmelzung, Ausgliederung oder sonstige Maßnahmen, die eine Beschlussfassung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen sowie einfacher und schneller umzusetzen. Insbesondere die langen Vorlaufzeiten und umfangreichen Informationspflichten gegenüber der Minderheitsaktionären entfallen. Durch diese Reduzierung des formalen Aufwands wird es der Gesellschaft möglich, auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen rasch und unkompliziert zu reagieren.

Gleichzeitig schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre eine erhöhte Transaktionssicherheit für solche Maßnahmen. Das Risiko, dass insbesondere Struktur- und Kapitalmaßnahmen, die zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung ins Handelsregister bedürfen, durch Klagen von Aktionären verzögert werden, entfällt. Gerichtsverfahren einschließlich verfahrensbeendender Vergleiche mit Minderheitsaktionären können personelle und finanzielle Ressourcen bei einer Europäischen Aktiengesellschaft in signifikantem Umfang binden. Durch die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin werden gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen der Gesellschaft und einzelnen Minderheitsaktionären vermieden.

2. Einsparung von Kosten

Infolge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre fallen künftig bei der PULSION keine mit einem breiteren Aktionärskreis verbundenen Kosten an, wie etwa die Kosten für die jährliche

Einberufung und Durchführung einer ordentlichen Publikumshauptversammlung. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger betrifft dies insbesondere die Kosten für die Vorbereitung der Publikumshauptversammlung (Erstellung des Geschäftsberichts und dessen Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer, Bericht an die Hauptversammlung und für die Aufbereitung von Informationen aufgrund erwarteter Aktionärsfragen) sowie die Durchführung der Hauptversammlung als solcher (Versammlungslokal, Veranstaltungstechnik, Reisekosten).

3. Wahrung der vermögensrechtlichen Interessen der Aktionäre

Die vermögensrechtlichen Interessen der Minderheitsaktionäre, die im Zuge des Squeeze-Out ihre Aktien an der PULSION verlieren, werden umfassend gewahrt. Die Aktionäre der PULSION erhalten eine angemessene Barabfindung für die Übertragung ihrer Aktien an die MAQUET. Dies ist aufgrund der anwendbaren gesetzlichen Vorschriften sichergestellt. Aufgrund des geringen Anteils der im Streubesitz (*Freefloat*) befindlichen PULSION-Aktien geht die MAQUET weiter davon aus, dass über diese rein vermögensrechtlichen Interessen kein Aktionär der PULSION (außer der MAQUET) sonst schützenswerte Beteiligungsinteressen mit den PULSION-Aktien verfolgt.

4. Strategische Ziele

Wie oben unter C.4 dargestellt, ist die PULSION Teil des Geschäftsbereiches Acute Care Therapies der GETINGE Gruppe. Strategisch verfolgt GETINGE das Ziel, mit innovativen Produkten und Lösungen einen Mehrwert für den Kunden zu generieren. Dies bedingt auch die Notwendigkeit flexibel auf Marktanforderungen eingehen zu können und alle Potentiale in der GETINGE Gruppe nutzen zu können. Insofern ist es auch wichtig frei darüber entscheiden zu können, wo welche Produkte am besten entwickelt werden können und alle potentiellen Synergien freisetzen zu können.

Die MAQUET ist überzeugt, dass die PULSION von den vorstehend genannten strategischen Zielen besonders profitiert, wenn für die Gesellschaft längerfristige Investitionsentscheidungen leichter zu treffen sind und – wie näher unter Ziffern E.1 bis E.3 dargestellt – unter anderem eine erhöhte Flexibilität für Hauptversammlungsbeschlüsse sowie eine erhöhte Transaktionssicherheit für Struktur- und Kapitalmaßnahmen geschaffen wird. Dies ist nach Auffassung der Hauptaktionärin lediglich durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gewährleistet.

F.

Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

Die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET werden im Folgenden zunächst allgemein sowie anschließend im Einzelnen bezogen auf die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION auf die MAQUET dargelegt.

1. Überblick über die gesetzliche Regelung

Nach § 327a Abs. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Europäischen Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Da die PULSION nennwertlose Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der Anteil, den ein Aktionär am Grundkapital halten muss, nach der Zahl der von ihm gehaltenen Aktien (§ 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 AktG).

Der Hauptaktionär muss dazu an die Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Höhe der Barabfindung legt der Hauptaktionär fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG). Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG). Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählte und bestellte sachverständige Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Der bzw. die sachverständigen Prüfer haben einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten (§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG).

Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär zudem dem Verwaltungsrat und dem geschäftsführenden Direktor der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, in der dieses die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen (§ 327b Abs. 3 AktG). Von der Einberufung der Hauptversammlung an sind in den Geschäftsräumen der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, der Bericht des Hauptaktionärs sowie der Bericht des vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers zur Einsicht der Aktionäre auszulegen (§ 327c Abs. 3 AktG). Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG); zudem sind die Unterlagen in der Hauptversammlung auszulegen (§ 327d Satz 1 AktG). Die Pflichten nach § 327c Abs. 3 und 4 AktG entfallen gemäß § 327c Abs. 5 AktG, wenn die genannten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht werden.

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für den Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit erforderlich und ausreichend (Art. 57 SE-VO).

Nach zustimmendem Beschluss der Hauptversammlung hat der geschäftsführende Direktor der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

2. Erforderliche Rechtsform und Kapitalbeteiligung

Die MAQUET ist Hauptaktionärin der PULSION im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Das Grundkapital der PULSION beträgt nominal EUR 8.250.000 und ist eingeteilt in 8.250.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von je EUR 1,00. Da die PULSION Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der Anteil, den der Hauptaktionär am Grundkapital halten muss, nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 AktG).

- 2.1.1 Die MAQUET hielt am 15. Mai 2025, dem Tag des ersten Übertragungsverlangens nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, sowie am 28. August 2025, dem Tag des konkretisierten Übertragungsverlangens, und seither bis zum Tag der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts unmittelbar 7.889.909 Stückaktien. Die MAQUET hat keine (weiteren) Aktien, die ihr von abhängigen Unternehmen nach § 327a Abs. 2 i.V.m. § 16 Abs. 4 AktG außerdem zuzurechnen wären. Rechnet man die von der PULSION gehaltenen 5.086 eigenen Aktien von der Gesamtsumme von 8.250.000 Aktien nach § 327a Abs. 2 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG ab, verbleiben 8.244.914 ausstehende Aktien. Der Anteilsbesitz der MAQUET entspricht somit rund 95,64 % aller ausgegebenen Aktien und des gesamten Grundkapitals. Der Anteilsbesitz der MAQUET entspricht rund 95,69 % der ausstehenden Aktien und des durch die ausstehenden Aktien repräsentierten und voll eingezahlten Grundkapitals. Kopien von Depotbestätigungen der Commerzbank sind dem konkretisierten Übertragungsverlangen (Anlage 1) als Anlage beigefügt.

Minderheitsaktionäre der PULSION sind alle Aktionäre außer der MAQUET. Die Minderheitsaktionäre halten derzeit insgesamt 355.005 Stückaktien, entsprechend rund 4,30 % des gesamten Grundkapitals der PULSION von EUR 8.250.000.

3. Übertragungsverlangen der MAQUET nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

Die MAQUET hat als Hauptaktionärin mit Schreiben vom 15. Mai 2025 an die Gesellschaft, vertreten durch den Verwaltungsrat und den geschäftsführenden Direktor der PULSION, erstmals das Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gerichtet, die Hauptversammlung der PULSION über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die MAQUET als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Dieses erste Übertragungsverlangen ist der PULSION per E-Mail am 15. Mai 2025 mit nachfolgendem Original zugegangen. Am gleichen Tag hat die PULSION eine

Unternehmensmitteilung veröffentlicht, in der sie über die erhaltene Absichtserklärung der MAQUET zur Durchführung eines Squeeze-Out informierte.

Die MAQUET hat dieses Verlangen mit Schreiben vom 28. August 2025 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung konkretisiert. Dieses konkretisierte Übertragungsverlangen ist dem Verwaltungsrat und dem geschäftsführenden Direktor der PULSION per E-Mail am 28. August 2025 mit nachfolgendem Original zugegangen. In diesem Verlangen hat die MAQUET der PULSION einen entsprechenden Beschlussvorschlag übermittelt. Eine Kopie des konkretisierten Übertragungsverlangens liegt diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 1 bei.

4. Festlegung der Barabfindung durch die MAQUET

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre fest.

In dem konkretisierten Übertragungsverlangen hat die MAQUET als Hauptaktionärin die Höhe der für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre mit EUR 20,57 je Stückaktie der PULSION festgelegt. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde die MAQUET von der KPMG als neutralem Bewertungsgutachter unterstützt, die den Unternehmenswert der PULSION anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt hat. Die Angemessenheit der Barabfindung wird in der Gutachtlichen Stellungnahme von KPMG detailliert erläutert und begründet.

Die MAQUET hat sich die von der KPMG erstellte Gutachtliche Stellungnahme vollumfänglich zu Eigen gemacht. Die Gutachtliche Stellungnahme ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 2 beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Eine nähere Beschreibung des Bewertungsverfahrens und eine Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung unter Verweis auf die Gutachtliche Stellungnahme findet sich unter Abschnitt H.

5. Übertragungsbericht der MAQUET

Mit dem vorliegenden Bericht erstattet die MAQUET als Hauptaktionärin der Hauptversammlung der PULSION gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG den Übertragungsbericht, in dem in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

6. Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts für die Barabfindung

Die MAQUET hat am 27. August 2025 (vorab in der Form einer pdf-Kopie) eine Erklärung der Commerzbank erhalten, durch die die Commerzbank die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtungen der MAQUET übernommen hat, den Minderheitsaktionären der PULSION nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen PULSION-Aktien zuzüglich etwaiger nach § 327b Abs. 2 AktG geschuldeter Zinsen zu zahlen. In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG wurde diese Gewährleistungserklärung dem Verwaltungsrat der PULSION vorab in Kopie als pdf mit nachgereichtem Original am 27. August 2025 und damit vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung der PULSION, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll, übermittelt. Die Gewährleistungserklärung der Commerzbank vom 27. August 2025 gibt den Minderheitsaktionären einen unmittelbaren, unaufhebba- ren Anspruch auf Zahlung der Barabfindung zuzüglich etwaiger gesetzlicher Zinsen nach § 327b Abs. 2 AktG gegen die Commerzbank. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden der Commerzbank aus deren Verhältnis zur MAQUET ausgeschlossen. Die Gewährleistungserklärung der Commerzbank ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 4 beigelegt.

7. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung ist nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Das Landgericht München I hat auf Antrag der MAQUET vom 16. Mai 2025 mit Beschluss vom gleichen Tag die ADKL als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Der Beschluss des Landgerichts München I ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als Anlage 3 beigelegt.

ADKL prüft die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und erstattet einen gesonderten schriftlichen Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung (§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG). Der Bericht von ADKL wird – ebenso wie dieser Übertragungsbericht und weitere Unterlagen – entsprechend den aktienrechtlichen Bestimmungen zugänglich sein (siehe sogleich Ziffer F.8)

8. Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung und Abhaltung der Hauptversammlung der PULSION

Von der Einberufung der Hauptversammlung an werden unter anderem die folgenden Unterlagen auf der Internetseite der PULSION unter

<https://www.getinge.com/de/ueber-uns/investors/pulsion-investor-relation>

zugänglich sein und zum kostenlosen Abruf bereitstehen:

- der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung;

- die Jahresabschlüsse und Lageberichte der PULSION für die zum 31.12.2022, zum 31.12.2023 und zum 31.12.2024 abgelaufenen Geschäftsjahre;
- dieser von der MAQUET in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG erstattete schriftliche Bericht über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und die Angemessenheit der Barabfindung nebst Anlagen, insbesondere
 - o des konkretisierten Übertragungsverlangens der MAQUET vom 28. August 2025;
 - o der Gewährleistungserklärung der Commerzbank gemäß § 327b Abs. 3 AktG vom 27. August 2025; sowie
 - o der einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts bildenden Gutachtlichen Stellungnahme der KPMG vom 27. August 2028;
- der Bericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers ADKL gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 i.V.m. § 293e AktG über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.

Die Verpflichtungen zur Auslage und Übersendung entfallen nach § 327c Abs. 5 AktG, wenn die in Absatz 3 bezeichneten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind

Diese Unterlagen werden auch in der für den 17. Oktober 2025 geplanten Hauptversammlung zur Einsicht ausliegen.

9. Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung der PULSION

Über das Verlangen der MAQUET auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll in einer für den 17. Oktober 2025 geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der PULSION beschlossen werden.

Der von der MAQUET als Hauptaktionärin übermittelte Entwurf des Übertragungsbeschlusses, über den in der Hauptversammlung der PULSION Beschluss gefasst werden soll, hat den folgenden Wortlaut:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Pulsion Medical Systems SE werden gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der MAQUET Medical Systems AG mit Sitz in Rastatt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 719044, Geschäftsschrift: Kehler Straße 31, 76437 Rastatt, (Hauptaktionärin) zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 20,57 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der Pulsion Medical Systems SE auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Wesentlicher Inhalt der Beschlussfassung ist danach die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen PULSION-Aktien auf die MAQUET als Hauptaktionärin gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 20,57 je PULSION-Aktie. Der Beschlussvorschlag erfüllt somit alle gesetzlichen Voraussetzungen des § 327a Abs. 1 AktG.

Der Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET bedarf der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen (Art. 57 SE-VO). Bei der Beschlussfassung über die Übertragung der PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre ist die MAQUET stimmberechtigt; ein Stimmrechtsausschluss besteht nach den aktienrechtlichen Vorschriften nicht.

10. Eintragung in das Handelsregister

Nachdem die Hauptversammlung der PULSION die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET als Hauptaktionärin beschlossen hat, hat der geschäftsführende Direktor der PULSION den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister des zuständigen Amtsgerichts der PULSION – vorliegend das Amtsgericht München – anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Bei der Anmeldung hat der geschäftsführende Direktor gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist. Kann diese sog. Negativklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss grundsätzlich nicht eingetragen werden (§ 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG).

Trotz fehlender Negativklärung kann eine Eintragung des Übertragungsbeschlusses aber dennoch erfolgen, wenn zwar Klagen gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurden, das nach § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Gericht (hier: Oberlandesgericht München) aber auf Antrag der PULSION durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht. Ein solcher Beschluss (sog. Freigabeentscheidung) ergeht gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunde nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag am Grundkapital von mindestens EUR 1.000 hält oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor. Der Beschluss ist gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG unanfechtbar.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION wirksam, und die PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre gehen kraft Gesetzes auf die MAQUET über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG).

G.

Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

1. Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen

Die Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister auf die MAQUET über. Eine gesonderte Übertragung der PULSION-Aktien durch die Minderheitsaktionäre ist nicht erforderlich. Die Minderheitsaktionäre verlieren mithin kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär und erhalten dafür den Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die MAQUET, der ebenfalls mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsteht.

Die MAQUET erwirbt auf diesem Wege alle Rechte bezüglich der Aktien der Minderheitsaktionäre, welche notwendigerweise mit der Stellung als Aktionär verbunden sind. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf Vermögensrechte und die Rechte im Rahmen der Hauptversammlung (u.a. das Recht auf Teilnahme und das Stimm-, Rede- und Fragerecht).

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der Aktien ist die Ausbuchung der Aktien durch das jeweilige depotführende Institut; allein maßgeblich ist insofern gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das zuständige Handelsregister.

Nach dem Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET verkörpern die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das Mitgliedschaftsrecht, sondern nunmehr ausschließlich den Anspruch der Minderheitsaktionäre gegen die MAQUET auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

2. Erwerb eines Anspruchs auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem Übergang der PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET entsteht der Abfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre der PULSION gegen die MAQUET. Jeder Minderheitsaktionär der PULSION erhält für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der PULSION einen Betrag von EUR 20,57. Die Auszahlung des Barabfindungsbetrags wird durch die Gewährleistungserklärung der Commerzbank (siehe Abschnitt F.6) abgesichert.

Das Amtsgericht München als aufgrund des Sitzes der PULSION zuständiges Registergericht wird die Eintragung des Übertragungsbeschlusses gemäß § 10 Abs. 1 HGB durch ihre erstmalige Abrufbarkeit über das elektronische Handelsregister (https://www.handelsregister.de/rp_web/welcome.xhtml) bekannt machen. Die Eintragung gilt mit der elektronischen Bekanntmachung als bekannt gemacht.

Ab der (gemäß § 10 Abs. 1 HGB in ihrer erstmaligen Abrufbarkeit über das elektronische Handelsregister, vgl. https://www.handelsregister.de/rp_web/welcome.xhtml, liegenden) Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister ist die

Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG mit einem jährlichen Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Basiszinssatz gemäß § 247 BGB zu verzinsen. Die Geltendmachung eines weiteren Schadens im Falle der nicht rechtzeitigen Zahlung ist nicht ausgeschlossen (§ 327b Abs. 2 Halbsatz 2 AktG).

Die MAQUET wird für die unverzügliche Auszahlung der Barabfindung Sorge tragen.

3. Banktechnische Abwicklung der Barabfindung

Die MAQUET hat die Commerzbank mit der banktechnischen Abwicklung der Übertragung der Aktien auf die MAQUET beauftragt. Die Abwicklung erfolgt für die Minderheitsaktionäre kosten- und spesenfrei.

Die Auszahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre, deren Anteilsrechte bislang in girosammelverwahrten Globalurkunden verbrieft waren, erfolgt unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der PULSION durch Überweisung auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei der depotführenden Bank Zug um Zug gegen Übertragung des dem jeweiligen Minderheitsaktionär zustehenden Miteigentumsanteils an den bei der Clearstream Banking AG verwahrten Globalurkunden, mithin gegen Ausbuchung der Aktien durch das jeweilige depotführende Institut. Von den Aktionären ist insoweit nichts zu veranlassen.

Weitere Einzelheiten der Abwicklung werden den Aktionären unmittelbar nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gesondert durch öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger bekannt gegeben.

4. Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Sind die Minderheitsaktionäre der PULSION der Ansicht, dass die von der MAQUET als Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung zu niedrig bemessen wurde, können sie die Angemessenheit der Barabfindung in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 Spruchverfahrgesetz („**SpruchG**“) gerichtlich überprüfen lassen (nachfolgend „**Spruchverfahren**“). Voraussetzung der Antragsberechtigung im Spruchverfahren ist nicht, dass in der Hauptversammlung gegen den Übertragungsbeschluss Widerspruch zu Protokoll des Notars erklärt wird. Der Antrag auf gerichtliche Überprüfung der festgelegten Barabfindung in einem Spruchverfahren kann nach § 4 Abs. 1 Nr. 4 SpruchG nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB eingetragen worden ist und dadurch die Aktien der Minderheitsaktionäre nach § 327e Abs. 3 AktG auf den Hauptaktionär übergegangen sind. Innerhalb derselben Frist muss ein solcher Antrag nach Maßgabe des § 4 Abs. 2 SpruchG auch begründet werden. Sofern vom Gericht im Rahmen des Spruchverfahrens rechtskräftig festgestellt wird, dass die durch die MAQUET festgelegte Barabfindung zu niedrig bemessen wurde, können alle durch den Übertragungsbeschluss ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der PULSION die MAQUET auf die vom Gericht festgesetzte erhöhte Barabfindung in Anspruch nehmen (§ 13 SpruchG). Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses kann hingegen gemäß

§ 327f Satz 1 AktG nicht auf § 243 Abs. 2 AktG oder darauf gestützt werden, dass die durch die MAQUET festgelegte Barabfindung nicht angemessen sei.

Anträge im Spruchverfahren sind nach § 5 Nr. 4 SpruchG gegen die MAQUET (Geschäftsanschrift: MAQUET Medical Systems AG, vertreten durch den Vorstand, Kehler Straße 31, 76437 Rastatt) zu richten.

5. Beendigung der Notierung im Freiverkehr der Börse München

Seit dem Downlisting von der Frankfurter Wertpapierbörse werden die PULSION-Aktien derzeit noch ohne Antrag oder Zustimmung der Gesellschaft im sog. einfachen Freiverkehr der Börse München gehandelt. Die MAQUET erwartet, dass die Notierung der PULSION-Aktien im Freiverkehr der Börse München spätestens im zeitlichen Zusammenhang mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der PULSION eingestellt wird; eine frühere Einstellung der Notierung ist aber nicht ausgeschlossen.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der PULSION geht das Eigentum an den PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION kraft Gesetzes auf die MAQUET in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin über. Ein eventueller (börslicher oder außerbörslicher) Handel mit PULSION-Aktien ab diesem Zeitpunkt wäre ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

6. Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre

Die Übertragung von PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET gegen Zahlung der festgelegten Barabfindung kann steuerrechtlich relevante Folgen haben. Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und behandeln nur einige Aspekte der anfallenden Körperschaft-, Einkommen- und Gewerbesteuer, die für Minderheitsaktionäre der PULSION Bedeutung erlangen können. Die Darstellung beruht auf der Einschätzung der MAQUET, erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und kann eine individuelle steuerliche Beratung nicht ersetzen. Die individuellen steuerlichen Verhältnisse der jeweiligen Minderheitsaktionäre werden nicht erörtert. Allein die Beratung durch eine zur unbeschränkten Hilfeleistung in Steuersachen gem. § 3 StBerG befugte Person gewährleistet, dass auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen berücksichtigt werden.

Die folgende Darstellung bezieht sich auf mögliche steuerliche Folgen für Minderheitsaktionäre, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig im Sinne des Einkommen- bzw. Körperschaftsteuergesetzes sind, d.h. auf diejenigen Minderheitsaktionäre, die ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. ihre Geschäftsleitung oder ihren Sitz in Deutschland haben.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre der PULSION werden nachfolgend nicht erläutert. Die steuerlichen Auswirkungen für diese Aktionäre hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines ggf. anwendbaren Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab.

Die Übertragung der PULSION-Aktien gegen Gewährung einer Barabfindung gilt für die Minderheitsaktionäre steuerlich als Veräußerung. Gewinne, die bei der Übertragung von PULSION-Aktien gegen die nach § 327a Abs. 1 AktG zu zahlende Barabfindung entstehen, unterliegen bei den betroffenen Minderheitsaktionären deshalb den Vorschriften über die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen.

6.1 Allgemeines

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Aktionäre der PULSION relevant sein können.

Bei dieser Zusammenfassung handelt es sich nicht um eine abschließende Darstellung aller steuerlichen Aspekte, die für die unbeschränkt steuerpflichtigen Minderheitsaktionäre relevant sein könnten. Die Zusammenfassung bezieht sich grundsätzlich nur auf die bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen der Minderheitsaktionäre in Deutschland entstehende Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer, Kapitalertragsteuer und Gewerbesteuer sowie Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer. Behandelt werden dabei nur einige ausgewählte Aspekte dieser Steuerarten. Es werden daher nicht sämtliche steuerlichen Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre relevant sein können, dargestellt. Ferner sind die steuerlichen Auswirkungen für Aktionäre, die ihre Anteile über ein Investmentvermögen im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten, nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltende deutsche Steuerrecht und seine Auslegung durch Gerichte und Verwaltungsbehörden. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern. Auch kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Finanzverwaltung oder die Gerichte eine andere als die hier dargestellte Rechtslage für zutreffend ansehen.

Eine Gewähr für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Bericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Es wird jedem Minderheitsaktionär daher angeraten, eine zur unbeschränkten Hilfeleistung in Steuersachen gem. § 3 StBerG befugte Person zu den sich für ihn individuell aus dem Squeeze-Out ergebenden steuerlichen Auswirkungen zu konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des jeweiligen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

6.2 Ermittlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts bei den Minderheitsaktionären

Die MAQUET hat als Hauptaktionärin auf der Grundlage einer von KPMG als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 20,57 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der PULSION festgelegt.

Die Übertragung der Aktien auf die MAQUET gegen Erhalt der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre der PULSION steuerlich eine Veräußerung ihrer Aktien dar.

Sie erzielen dabei einen Veräußerungsgewinn, wenn und soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert beim Minderheitsaktionär für die betreffende Aktie übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. der steuerliche Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

6.3 Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns bzw. die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt insbesondere davon ab, ob die Aktien dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind und wann sie erworben wurden.

6.3.1 Aktien im Privatvermögen

Bei Aktien der PULSION, die eine natürliche, in Deutschland ansässige Person im Privatvermögen (unmittelbar oder über eine vermögensverwaltende Personengesellschaft) hält, hängt die Besteuerung zudem von der Höhe der Beteiligung des jeweiligen Minderheitsaktionärs an der PULSION ab.

a) Beteiligung von weniger als 1 %

War der Minderheitsaktionär innerhalb der der Veräußerung vorausgegangenen fünf Jahre zu keinem Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar am Kapital der PULSION zu mindestens 1 % beteiligt, gelten die nachfolgend dargestellten Regelungen. Hat der Minderheitsaktionär die Anteile unentgeltlich erworben, so werden die Besitzzeit und die Beteiligungsquote des Rechtsvorgängers oder – im Falle von mehreren aufeinanderfolgenden unentgeltlichen Erwerben aller seiner Rechtsvorgänger – mit berücksichtigt.

Bei Aktien der PULSION, die der Minderheitsaktionär vor dem 1. Januar 2009 erworben hat, unterliegt ein Veräußerungsgewinn grundsätzlich nicht der deutschen Einkommensteuer. Veräußerungsverluste werden steuerlich entsprechend ebenfalls nicht berücksichtigt.

Hat der Minderheitsaktionär die Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben und sind die oben genannten Voraussetzungen hinsichtlich der Beteiligungshöhe von stets

weniger als 1 % erfüllt, so unterliegt der Veräußerungsgewinn der Einkommensteuer in Höhe eines besonderen Steuersatzes von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie ggf. Kirchensteuer), unabhängig von der Haltedauer. Veräußerungsverluste können nur mit Gewinnen aus der Veräußerung anderer Aktien verrechnet werden. Der Minderheitsaktionär kann als Werbungskosten über den Sparer-Pauschbetrag pauschal EUR 1.000 (zusammen veranlagte Ehegatten: EUR 2.000) steuermindernd geltend machen; ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Die Einkommensteuer ist bei Verwahrung der Anteile in einem inländischen Wertpapierdepot grundsätzlich mit dem Kapitalertragsteuerabzug abgegolten (vgl. Abschnitt 5.2.3.). Auf Antrag und unter bestimmten weiteren Voraussetzungen können die Abfindungszahlungen jedoch in eine Einkommensteuerveranlagung als Einkünfte aus Kapitalvermögen einbezogen werden, insbesondere wenn dies zu einer niedrigeren Besteuerung mit Einkommensteuer beim Anteilseigner führt (sog. Günstigerprüfung).

Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden, und auch nicht mit Einkünften anderer Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können allein in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen, nicht aber zurückgetragen werden; diese Beträge werden gesondert festgestellt.

b) Beteiligung von mindestens 1 % innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre

War der Minderheitsaktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der der Veräußerung vorangegangenen fünf Jahre mindestens zu 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der PULSION beteiligt, hält er eine sogenannte „**Wesentliche Beteiligung**“. Eine Wesentliche Beteiligung liegt auch vor, wenn der Minderheitsaktionär diese Voraussetzungen nicht selbst erfüllt, er aber die Aktien unentgeltlich erworben hat und sein unmittelbarer Rechtsvorgänger oder, bei mehrfacher unentgeltlicher Übertragung, einer der Rechtsvorgänger innerhalb der letzten fünf Jahre eine Wesentliche Beteiligung innehatte. Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Stattdessen unterliegen nur 60 % des Veräußerungsgewinns dem individuellen, progressiven Einkommensteuersatz (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer). Korrespondierend sind auch nur 60 % des Veräußerungsverlustes sowie mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig („**Teileinkünfteverfahren**“).

Ein potentieller Kapitalertragssteuerabzug hat in diesen Fällen keine abgeltende Wirkung. Dieser ist im Rahmen der Veranlagung zur Einkommensteuer zu korrigieren. Der Veräußerer hat den Veräußerungsvorgang zwingend in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Die Kapitalertragsteuer wird auf die Einkommensteuerschuld angerechnet und kann erstattet werden, soweit sie die Einkommensteuer übersteigt. Der Sparer-Pauschbetrag wird nicht gewährt.

6.3.2 Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien, die dem Betriebsvermögen eines Minderheitsaktionärs der PULSION zuzuordnen sind, hängt die Besteuerung davon ab, ob der Minderheitsaktionär als Veräußerer der Körperschaftsteuer unterliegt oder eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft ist.

a) Minderheitsaktionär unterliegt der Körperschaftsteuer

Sofern es sich bei dem Minderheitsaktionär um eine Körperschaft handelt, sind im Ergebnis grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. Entsprechend gelten 5 % des Veräußerungsgewinns pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen mithin bei einer nicht steuerbefreiten Körperschaft der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie, wenn die Aktien einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte zuzurechnen sind, der Gewerbesteuer.

Eine Mindestbeteiligungsgrenze oder eine Mindesthaltezeit ist nicht zu beachten. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

Die Steuerbefreiung gilt jedoch in bestimmten Fällen nicht, z.B. wenn in früheren Jahren eine steuerwirksame Teilwertabschreibung vorgenommen wurde und diese nicht durch eine sog. Wertaufholung ausgeglichen worden ist.

b) Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person (Einzelunternehmer)

Sind die Aktien Betriebsvermögen einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), unterliegt der Veräußerungsgewinn grundsätzlich zu 60 % der individuellen, progressiven Einkommensteuer der natürlichen Person (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer) und der Gewerbesteuer (Teileinkünfteverfahren). Die Gewerbesteuer wird grundsätzlich nach einem pauschalierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die persönliche Einkommensteuer des Minderheitsaktionärs angerechnet.

Eventuelle Veräußerungsverluste und etwaige mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben sind zu 60 % abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen eingreifen.

c) Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft)

Ist der Minderheitsaktionär eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), wird die Einkommen- oder Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag sowie ggf. Kirchensteuer) auf den Veräußerungsgewinn nicht auf Ebene der Personengesellschaft, sondern nur auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft erhoben. Die steuerliche Behandlung hängt deshalb grundsätzlich davon ab, ob der jeweilige Gesellschafter der Personengesellschaft körperschaft- oder einkommensteuerpflichtig ist. Die Besteuerung folgt

dabei grundsätzlich den für diese Steuern unter (a) und (b) dargestellten Regeln, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbarer Minderheitsaktionär der PULSION wäre.

Ein Veräußerungsgewinn unterliegt bei einer inländischen Betriebsstätte einer gewerblichen, gewerblich geprägten oder gewerblich infizierten Personengesellschaft auf Ebene der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einem inländischen Betriebsvermögen zugehörig sind. Die Höhe des gewerbesteuerpflichtigen Veräußerungsgewinns richtet sich nach dem Steuerstatus der einzelnen Gesellschafter. Soweit es sich bei den Mitunternehmern um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt, sind grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer auf Ebene der Mitunternehmerschaft befreit. Soweit eine natürliche Person Mitunternehmer ist, sind grundsätzlich 40 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer befreit; die Gewerbesteuer wird in diesem Fall nach einem pauschalisierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die persönliche Einkommensteuer des Mitunternehmers angerechnet.

Veräußerungsverluste werden auf Ebene der Personengesellschaft gewerbesteuerlich nicht berücksichtigt, soweit es sich bei den Mitunternehmern um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt. Soweit natürliche Personen Mitunternehmer sind, wird ein Veräußerungsverlust grundsätzlich in Höhe von 60 % für gewerbesteuerliche Zwecke berücksichtigt.

6.3.3 Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen

Die Abfindungszahlungen unterliegen grundsätzlich der Kapitalertragsteuer, soweit die abgefundenen Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden und diese in einem inländischen Depot bei einem inländischen Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen oder Wertpapierhandelsbank verwahrt werden. Diese den Verkauf durchführende, auszahlende Stelle hat dabei grundsätzlich für Rechnung der Minderheitsaktionäre von den Abfindungszahlungen eine Quellensteuer (Kapitalertragsteuer) in Höhe von 25 % zuzüglich eines Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % hierauf (insgesamt also 26,375 %) sowie ggf. Kirchensteuer auf den Veräußerungsgewinn einzubehalten und an das zuständige Finanzamt abzuführen. Soweit etwaige Veräußerungsgewinne in die Veranlagung zur Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer einbezogen werden, werden die im Rahmen des Steuereinhalts abgeführten Steuerbeträge grundsätzlich angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

Ein Kapitalertragsteuerabzug findet grundsätzlich dann nicht statt, wenn die Aktien nicht in einem der oben genannten inländischen Depots verwahrt werden. Im Falle der Verwahrung in einem solchen Depot wird die auszahlende Stelle vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand nehmen, wenn (i) der Minderheitsaktionär eine im Inland ansässige Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse ist, oder (ii) die Aktien zu einem inländischen Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs gehören, und dies der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenen Vordruck mitgeteilt wird. Außerdem kann unter weiteren Voraussetzungen auch bei natürlichen Personen, die die Aktien im Privatvermögen halten, auf Antrag vom

Kapitalertragsteuerabzug Abstand genommen werden. Dies gilt insbesondere im Falle des Unterschreitens des Sparerpauschbetrags (sog. Freistellungsauftrag) oder dem Vorliegen einer sog. Nichtveranlagungs-Bescheinigung.

6.4 Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors

Ist der Minderheitsaktionär ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) und sind die Aktien nach § 1a KWG dem Handelsbuch des Minderheitsaktionärs zuzurechnen, so unterliegt ein Veräußerungsgewinn in voller Höhe der Besteuerung. Korrespondierend ist ein Veräußerungsverlust abzugsfähig. Gleiches gilt für Anteile, die von einem Finanzunternehmen im Sinne des KWG mit dem Ziel der kurzfristigen Erzielung eines Eigenhandelserfolgs erworben wurden, und für Aktien, die bei einem Lebens- oder Krankenversicherungsunternehmen den Kapitalanlagen zuzurechnen sind, oder die von Pensionsfonds gehalten werden.

H.

Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung

1. Vorbemerkung

Die Übertragung der PULSION-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der PULSION im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Tag der geplanten Hauptversammlung der PULSION, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die MAQUET beschließen soll, ist der 17. Oktober 2025 („**Bewertungstichtag**“).

2. Ermittlung und Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG

Die MAQUET hat als angemessene Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG einen Betrag von

**EUR 20,57 je auf den Inhaber lautender Stückaktie
der PULSION**

festgelegt.

Die MAQUET hat zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung der im Ausschlussverfahren zu gewährenden angemessenen Barabfindung KPMG als neutralen Gutachter mit der Durchführung einer Unternehmensbewertung der PULSION zum Tag der geplanten Hauptversammlung, dem 17. Oktober 2025, sowie zur Höhe der angemessenen Barabfindung i.S.d. § 327a Abs. 1 AktG beauftragt. Dazu hat KPMG auftragsgemäß den objektivierten Unternehmenswert der PULSION je Stückaktie nach den „Grundsätzen zur Durchführung von

Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in ihrer aktuellen Fassung vom 2. April 2008 („**IDW S 1**“) als neutraler Gutachter ermittelt.

KPMG hat ihre Ergebnisse in der Gutachtlichen Stellungnahme vom 27. August 2025 zum Unternehmenswert der PULSION und zur angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum 17. Oktober 2025 dargelegt.

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs kann die angemessene Barabfindung unter bestimmten Voraussetzungen allein anhand des relevanten Börsenkurses festgesetzt werden. KPMG kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs der PULSION gemäß dem Entwurf des IDW Standards „Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen“ („**IDW ES 17**“) aus einer ökonomischen Perspektive nicht als alleiniger Maßstab geeignet ist, um die angemessene Barabfindung zu bemessen. Aus diesem Grund hat KPMG den höheren Betrag aus Unternehmenswert der PULSION nach dem Ertragswertverfahren, Barwert der Ausgleichszahlung gemäß dem BGAV zwischen der MAQUET und der PULSION sowie dem möglicherweise relevanten Börsenkurs zur Bestimmung der Barabfindung herangezogen.

Gemäß der Gutachtlichen Stellungnahme beträgt der objektivierte Unternehmenswert der PULSION zum Bewertungsstichtag 17. Oktober 2025 rund EUR 170 Mio. Bezogen auf die 8.244.914 ausstehenden Stückaktien der PULSION entspricht dies einem anteiligen Unternehmenswert je Aktie der PULSION in Höhe von EUR 20,57.

Weiter kommt KPMG zu dem Ergebnis, dass der Barwert der Ausgleichszahlung EUR 16,07 je Aktie der Minderheitsaktionäre beträgt.

Ferner stellt KPMG fest, dass der möglicherweise im Sinne einer Wertuntergrenze relevante Börsenkurs der Aktie der PULSION in dem Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 15. Mai 2025 EUR 16,13 je Aktie der PULSION beträgt und damit unterhalb des Unternehmenswerts je Aktie der PULSION liegt. Diese Ermittlung des Unternehmenswerts in der Gutachtlichen Stellungnahme von KPMG ist aus Sicht der MAQUET methodisch und rechnerisch zutreffend.

Die MAQUET macht sich die Ausführungen und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme von KPMG zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung inhaltlich vollständig zu eigen und hat die den Aktionären gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung auf EUR 20,57 je Stückaktie festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme von KPMG ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 2 beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Die Angemessenheit der Barabfindung wird in der Gutachtlichen Stellungnahme detailliert erläutert und begründet.

Für die Festlegung der Barabfindung durch die MAQUET waren die folgenden Überlegungen maßgeblich:

2.1 Börsenkurs

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94) und des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00; Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09) darf der bestehende Börsenkurs bei der Bemessung der Höhe von Barabfindungen, die den Aktionären anlässlich von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zu zahlen sind, nicht außer Acht gelassen werden. Der Börsenkurs stellt demnach in der Regel die Untergrenze der zu gewährenden Barabfindung dar. Nach inzwischen gefestigter Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs kann der Börsenkurs grundsätzlich auch allein zur Ermittlung der Kompensation im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen werden, wenn der Börsenkurs eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt (Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21.; Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22). Zudem hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main kürzlich entschieden, dass der Börsenkurs auch für die Ermittlung der im Zusammenhang mit dem Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu gewährenden angemessenen Barabfindung allein maßgeblich sein kann. Zur Plausibilisierung des Börsenkurses hat es ergänzend wegen „Restzweifeln“ an der Aussagekraft des Börsenkurses im konkreten Fall den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten objektivierten Unternehmenswert berücksichtigt (vgl. Beschluss vom 9. Februar 2024 – 21 W 129/22).

Nach Auffassung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00) spiegelt der Börsenkurs allerdings dann nicht den Verkehrswert wider, wenn unter anderem eine Marktengpass vorliegt oder die Aktie nur in geringem Umfang gehandelt wird. In diesen Fällen kommt dem Börsenkurs bei der Ermittlung der Wertuntergrenze keine Bedeutung zu.

Die Aktien der PULSION werden im Freiverkehr der Börse München gehandelt. Entsprechend der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschlüsse vom 21. Februar 2023 und 31. Januar 2024) wäre es somit grundsätzlich möglich, bei Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung, die Barabfindung allein anhand der beobachtbaren Aktienkurse der PULSION zu bestimmen.

Der IDW ES 17 leitet die aus einer ökonomischen Sicht hinreichenden Kriterien für die Eignung des Börsenkurses als „wahren“ Wert ab. In diesen Kriterien finden sich die in der Rechtsprechung formulierten Kriterien, denen ein Preisbildungsprozess genügen muss, wieder. Der IDW ES 17 enthält dabei konkrete Anforderungen an die Beurteilungskriterien. Im vorliegenden Fall werden die Anforderungen des IDW ES 17 – insbesondere mit Blick auf die Kriterien „Anteilseignerstruktur“ „Marktabdeckung“ und „Umfang der Berichterstattung“ – nicht erfüllt, so dass der Börsenkurs der Aktie der PULSION aus einer ökonomischen Perspektive nicht als alleiniger Maßstab geeignet ist, um die angemessene Barabfindung zu bemessen.

Dennoch darf nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27. April 1999) und des Bundesgerichtshofs (Beschlüsse vom 12. März 2001 und 19. Juli 2010) der Börsenkurs bei der Bemessung der Höhe von Abfindungen, die Aktionären anlässlich von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zu zahlen sind, im Sinn einer Untergrenze für die Barabfindung nicht außer Acht gelassen werden.

2.1.1 Durchschnittlicher Börsenkurs; Referenzzeitraum

Mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21; Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22; Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09; Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00), welche die oben genannten Grundsätze des Bundesverfassungsgerichts zu diesem Thema konkretisiert, geht die MAQUET davon aus, dass für die Ermittlung des Börsenkurses grundsätzlich, d.h. sofern dem nicht bestimmte Einflüsse entgegenstehen, ein Referenzkurs zugrunde zu legen ist, der sich aus dem Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt.

Als Referenzzeitraum hat die MAQUET den Dreimonatszeitraum bis zu dem Tag zugrunde gelegt, an dem bekannt gemacht wurde, dass die MAQUET das förmliche Verlangen an den Vorstand der PULSION gerichtet hat, dass die Hauptversammlung der PULSION die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION auf die MAQUET gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Die MAQUET hat dieses Verlangen am 15. Mai 2025 an den Verwaltungsrat und den geschäftsführenden Direktor der PULSION gestellt. Die PULSION hat das Verlangen mit einer Unternehmensmitteilung vom selben Tag veröffentlicht. Maßgeblicher Referenzzeitraum ist deshalb der Zeitraum vom 15. Februar 2025 bis einschließlich zum 14. Mai 2025. Bei ihrer Entscheidung, den durchschnittlichen Börsenkurs auf Basis des gewichteten Durchschnitts der inländischen Börsenkurse über einen Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme zugrunde zu legen, stützt sich die MAQUET maßgeblich auf die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22; Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09).

Als einzige Einschränkung der Maßgeblichkeit des Dreimonatszeitraums stellt der Bundesgerichtshof in seiner sogenannten Stollwerck-Entscheidung (Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09) fest, dass die Minderheitsaktionäre davor geschützt werden müssten, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert werde, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt werde, und sie so von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen würden. Dies könne dadurch verhindert werden, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet wird, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.

Eine solche Hochrechnung im Sinne der sogenannten Stollwerck-Entscheidung (Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09) ist im vorliegenden Fall nicht geboten. Denn zwischen dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme, dem 15. Mai 2025, und dem maßgeblichen Bewertungsstichtag (17. Oktober 2025), liegt lediglich ein Zeitraum von rund fünf Monaten. Ein solcher Zeitraum ist kein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung, der eine Hochrechnung oder Anpassung des nach dem grundsätzlich maßgeblichen Referenzzeitraum ermittelten Börsenwerts erforderlich machen würde.

2.1.2 Ermittlung des Durchschnittskurses

Die MAQUET geht weiter davon aus, dass für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses grundsätzlich der nach Umsätzen gewichtete Durchschnitt der inländischen Börsenkurse zugrunde zu legen ist (vgl. Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 12. März 2001, II ZB 15/00; Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09). Hierfür spricht unter anderem die Wertung in § 5 Abs. 1 und 3 der WpÜG-Angebotsverordnung („**WpÜG-AngebotsVO**“), wonach bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten zur Bestimmung des aus dem Börsenkurs abzuleitenden Mindestpreises auf den nach Umsätzen gewichteten Durchschnitt der inländischen Börsenkurse abzustellen ist.

Allerdings konnte von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („**BaFin**“) auf der Grundlage von § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜG-AngebotsVO für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum kein gültiger Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO ermittelt werden, da in die Berechnung der BaFin nur Geschäfte eingehen, die in den betreffenden Aktien im regulierten Markt einer Börse in Deutschland getätigt werden. Die Aktien der PULSION werden seit dem Downlisting im Jahr 2014 an keinem regulierten Markt einer Börse in Deutschland mehr gehandelt.

Die MAQUET hat daher den Börsenkurs unter Berücksichtigung des Handels im Freiverkehr der Börse München durch KPMG ermitteln lassen. Der von KPMG im Auftrag der Hauptaktionärin auf der Grundlage von Daten der Börse München unter Berücksichtigung des Handels im Freiverkehr der Börse München ermittelte volumengewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum zum 15. Mai 2025, also bis einschließlich zum 14. Mai 2025, liegt bei EUR 16,13 je Aktie der PULSION.

In der Rechtsprechung ist nicht abschließend entschieden, ob und inwieweit bei der Feststellung der Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Bemessung der Barabfindung ein Handel im Freiverkehr zu berücksichtigen ist. Die Hauptaktionärin geht zugunsten der Minderheitsaktionäre vorsorglich davon aus, dass auch der Handel der Aktie der PULSION im Freiverkehr der Börse München zu berücksichtigen ist. Der von KPMG ermittelte vorgenannte Börsenkurs von EUR 16,13 liegt unter dem anteiligen Unternehmenswert je Aktie der PULSION (siehe nachfolgend Abschnitt H.2.2).

2.2 Unternehmensbewertung der PULSION

Der Unternehmensbewertung durch KPMG liegen die in der Praxis ebenso wie von der Rechtsprechung anerkannten Grundsätze des IDW S 1 zugrunde. Die Bewertung nach IDW S 1 erfolgte auf den Tag der geplanten Hauptversammlung der PULSION, den 17. Oktober 2025. Den Unternehmenswert hat KPMG mit Hilfe des in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlichen und in der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahrens ermittelt. Dem Liquidationswert und dem Substanzwert kommen aus den von KPMG in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme dargelegten Gründen in diesem Fall keine Bedeutung zu.

Grundlage des Ertragswertverfahrens als sogenanntes kapitalwertorientiertes Verfahren sind die zukünftig zu erwartenden Überschüsse der zu bewertenden Gesellschaft und die risikoäquivalenten Kapitalkosten.

Die Planung für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027 der PULSION wurde von dem geschäftsführenden Direktor am 28. Juli 2025 verabschiedet und am selben Tag vom Verwaltungsrat genehmigt. Die Planung wurde anlassbezogen erstellt und umfasst sowohl eine Plan-Gewinn- und Verlustrechnung bis zum Ergebnis vor Zinsen und Steuern („EBIT“) als auch eine Investitionsplanung und eine Planung ausgewählter Bilanzposten.

Für Zwecke der Bewertung hat KPMG die Mittelfristplanung um eine Grobplanungsphase für die Jahre 2028 bis 2033 und ein Übergangsjahr 2034 ergänzt und auf dieser Basis ein nachhaltiges Ergebnis der Jahre 2035 ff. ermittelt. Ausgehend von Umsatzerlösen von rund EUR 40 Mio. im Geschäftsjahr 2024 wurde nachhaltig ein Umsatzniveau von über EUR 56 Mio. zu Grunde gelegt. Das EBIT der PULSION soll von rund EUR 15 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf nachhaltig EUR 17 Mio. ansteigen.

Für die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts der PULSION sind nach dem IDW S 1 die zukünftig erwarteten Überschüsse der PULSION auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Für die Ermittlung des periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatzes hat KPMG das sogenannte Tax-CAPM verwendet. Ausgehend von einem Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,21 % nimmt die KPMG zur Ableitung des Risikozuschlags eine Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,25 % an. Dieser Wert liegt im unteren Bereich der von dem Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer empfohlenen Bandbreite. Zudem hat KPMG für die PULSION einen unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,90 abgeleitet. Außerdem hat KPMG im Rahmen der Bestimmung des Ertragswerts der PULSION einen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,00 % ermittelt.

Zum 31. Dezember 2024 hat KPMG einen Ertragswert der PULSION von rund EUR 161 Mio. errechnet. Anschließend wurde dieser auf den 17. Oktober 2025 aufgezinst und beträgt zu diesem Datum rund EUR 169 Mio. Hinzu kommt ein Sonderwert für das steuerliche Einlagenkonto von knapp EUR 0,3 Mio.

KPMG kommt demzufolge in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der PULSION zum 17. Oktober 2025 gemäß IDW S 1 auf rund EUR 170 Mio. beläuft. Bezogen auf die 8.244.914 ausstehenden Stückaktien der PULSION entspricht dies einem anteiligen Unternehmenswert je Stückaktie der PULSION in Höhe von EUR 20,57.

KPMG hat den Unternehmenswert der PULSION außerdem anhand vereinfachter Verfahren auf Basis von Multiplikatoren und weiterer Wert- und Preismaßstäbe plausibilisiert und einer Gesamtwürdigung unterzogen. Der auf Basis der Ertragswertmethode ermittelte objektivierte Unternehmenswert der PULSION liegt innerhalb und tendenziell im oberen Bereich der Wertbandbreiten auf der Basis der untersuchten Multiplikatoren und der weiteren Wert- und Preismaßstäbe und wird damit durch diese Betrachtung gestützt.

2.3 Barwert der Ausgleichszahlung

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 15. September 2020 – II ZB 6/20) kann die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von

Minderheitsaktionären nach dem Barwert der aufgrund eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen bestimmt werden, wenn (i) der Unternehmensvertrag zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt bestand, (ii) von seinem Fortbestand auszugehen war und (iii) der Barwert der aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts. Der Barwert der Ausgleichszahlungen ist danach der Ermittlung der angemessenen Barabfindung als Untergrenze zugrunde zu legen. Zwischen PULSION als beherrschter Gesellschaft und MAQUET als herrschender Gesellschaft besteht der unter Abschnitt B.5 beschriebene BGAV. Die Kündigungsfrist des BGAV beträgt sechs Monate zum Ende eines Geschäftsjahres der PULSION, sodass der Vertrag abgesehen von einer Kündigung aus wichtigem Grund frühestens zum 31. Dezember 2026 gekündigt werden könnte und somit zum Bewertungsstichtag im Sinne des § 327b Abs.1 Satz 1 AktG noch besteht. Darüber hinaus ist zum nach § 327b Abs.1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt keine Kündigung des Unternehmensvertrages durch PULSION oder MAQUET beabsichtigt, und der BGAV wurde auf unbestimmte Zeit geschlossen. Damit ist auch von seinem weiteren Fortbestand auszugehen.

Aufgrund des zwischen der PULSION und der MAQUET bestehenden BGAV (siehe oben Abschnitt B.5) ist somit der Barwert der Ausgleichszahlung grundsätzlich zu beachten.

Die Bardividende (vor Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) beträgt EUR 1,04 pro Aktie. Der Kapitalisierungszins zur Ermittlung des Barwerts lässt sich in einen Basiszinssatz und einen Risikozuschlag zerlegen. Der Basiszinssatz beträgt wie zuvor dargestellt 2,21 %; der das Risiko der Ausgleichszahlung reflektierende Risikozuschlag beträgt 2,19 % (jeweils nach persönlichen Ertragsteuern).

Auf Basis der Ausgleichszahlung und dem wie vorstehend erläutert festgelegten Kapitalisierungszinssatz ergibt sich der Barwert der Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 16,07 je Aktie.

2.4 Keine Maßgeblichkeit von Vorerwerben

In den Jahren 2015 bis 2024 hat die MAQUET insgesamt 1.437.209 Aktien von PULSION zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von EUR 18,03 erworben. Der Kaufpreis lag in diesem Zeitraum in einer Bandbreite zwischen EUR 16,50 und EUR 18,40. Von diesen Erwerben entfielen 1.430.018 Aktien auf den Zeitraum 2020 bis 2024. In diesem Zeitraum lag der durchschnittliche Kaufpreis bei EUR 18,03 und die Bandbreite zwischen EUR 16,50 und EUR 18,40. Im Jahr 2024 hat die MAQUET im Februar, Juni und September insgesamt 162.536 Aktien zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von EUR 16,86 erworben. Der letzte Erwerb erfolgte am 25. September 2024. Die Kaufpreise lagen im Jahr 2024 in einer Bandbreite von EUR 16,50 bis EUR 17,25. Im Jahr 2025 hat die MAQUET keine Aktien der PULSION erworben.

In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 19. Juli 2010) hält die MAQUET die börslich oder außerbörslich für Erwerbe von Aktien gezahlten Preise für PULSION für nicht maßgeblich, da die Barabfindung sich nicht an Preisen

orientieren muss, die an andere Aktionäre gezahlt wurden. Es ist in Rechtsprechung und Literatur anerkannt, dass sich Zuschläge zum Börsenpreis oder außerbörsliche Preise, die beim Erwerb von Anteilen gezahlt wurden, nicht auf die Höhe der Barabfindung auswirken. Denn solche Preise besagen nichts über den - insoweit allein entscheidenden - objektiven Anteilswert.

In jedem Fall hat die MAQUET keine Käufe von Aktien der PULSION zu einem über der festgelegten Barabfindung liegenden Preis getätigt.

3. Zusammenfassung

Die Ergebnisse der Gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung der den Minderheitsaktionären zu gewährenden, angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Der aus dem Unternehmenswert nach IDW S 1 abgeleitete Wert je Aktie der PULSION beträgt EUR 20,57.
- Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der PULSION Aktien im relevanten Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Absicht, die Minderheitsaktionäre von PULSION auszuschließen, betrug EUR 16,13.
- Der Barwert der Ausgleichszahlungen unter dem BGAV je auf den Inhaber lautender Stückaktie der PULSION beträgt EUR 16,07.

Die MAQUET erachtet den anteiligen Unternehmenswert in Höhe von EUR 20,57 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der PULSION daher als maßgeblich. Dieser Wert liegt über dem umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der PULSION im Dreimonatszeitraum vor dem 15. Mai 2025 in Höhe von EUR 16,13 und dieser wiederum über dem Barwert der Ausgleichszahlung unter dem BGAV in Höhe von EUR 16,07. Daher hat die MAQUET basierend auf der Unternehmensbewertung durch KPMG nach Maßgabe des IDW S 1 die angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf Grundlage des höchsten der genannten Werte auf einen Betrag von EUR 20,57 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der PULSION festgelegt.

4. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung

4.1 Prüfung durch einen sachverständigen Prüfer

Die Angemessenheit der Barabfindung wird gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer ADKL geprüft. ADKL wird über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe der §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG gesondert schriftlich Bericht erstatten.

Der Bericht des sachverständigen Prüfers ADKL wird ab der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION beschließt, unter der Internetadresse <https://www.getinge.com/de/ueber-uns/investors/pulsion-investor-relation>

abrufbar sein. Der Prüfungsbericht wird auch in der außerordentlichen Hauptversammlung zugänglich gemacht.

4.2 Spruchverfahren

Sofern Minderheitsaktionäre der Ansicht sein sollten, dass die von der MAQUET als Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung unangemessen niedrig ist, haben sie die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG in Verbindung mit dem Spruchverfahrensgesetz (SpruchG) überprüfen zu lassen. Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, dass die durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung nicht angemessen sei, ist für die Aktionäre der PULSION gesetzlich ausgeschlossen (vgl. § 327f Satz 1 AktG). Die gerichtliche Überprüfung der Barabfindung in einem Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten nach dem Tag beantragt werden, an dem der Übergang aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin wirksam geworden ist (§ 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG).

Ein solcher Antrag muss zudem innerhalb der genannten Dreimonatsfrist nach Maßgabe der Regelung in § 4 Abs. 2 SpruchG begründet werden. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Minderheitsaktionäre, vgl. § 13 Satz 2 SpruchG. Falls im Spruchverfahren rechtskräftig festgestellt werden würde, dass die Barabfindung zu niedrig bemessen worden ist, könnten alle Minderheitsaktionäre der Gesellschaft, die im Wege des Ausschlussverfahrens nach §§ 327a ff. AktG aus der PULSION ausgeschieden sind, die MAQUET als Hauptaktionärin auf die erhöhte Barabfindung in Anspruch nehmen, vgl. § 13 SpruchG.

Rastatt, den 28. August 2025

MAQUET Medical Systems AG,
vertreten durch den Vorstand



Elin Frostehav

Electronically signed by: Matthias Gelsok
Reason: I approve this document.
Date: Aug 28, 2025 16:55:27 GMT+2

Matthias Gelsok

Matthias Gelsok

Anlage 1

Konkretisiertes Übertragungsverlangen der MAQUET Medical Systems AG an den Verwaltungsrat und den geschäftsführenden Direktor der Pulsion Medical Systems SE vom 28. August 2025, dort als Anlagen beigefügt: Depotbestätigungen der Commerzbank AG (Kopie)

Maquet Medical Systems AG | Kehler Str. 31 | 76437 Rastatt | Germany

Pulsion Medical Systems SE
– Verwaltungsrat und geschäftsführender Direktor –
Hans-Riedl-Str. 21
85622 Feldkirchen

Rastatt, den 28. August 2025

**Konkretisierendes Übertragungsverlangen: Ausschluss von Minderheitsaktionären gegen
Gewährung einer Barabfindung nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der
Europäischen Gesellschaft i.V.m. §§ 327a ff. AktG**

Sehr geehrter Verwaltungsrat,

Sehr geehrter Herr Haft,

wir, die MAQUET Medical Systems AG, haben am 15. Mai 2025 an Sie das Verlangen nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft („SE-VO“) i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gerichtet, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Hauptversammlung der Pulsion Medical Systems SE über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an der Pulsion Medical Systems SE auf die MAQUET Medical Systems AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. §§ 327a ff. AktG beschließen kann.

Wir wiederholen und konkretisieren hiermit unser Übertragungsverlangen vom 15. Mai 2025:

Das Grundkapital der Pulsion Medical Systems SE beläuft sich laut Handelsregister auf nominal 8.250.000 EUR. Wir, die MAQUET Medical Systems AG mit dem Sitz in Rastatt (AG Mannheim, HRB 719044), halten darauf 7.889.909 Inhaber-Stückaktien. Eine Bestandsbestätigung der Commerzbank AG, Frankfurt über diesen Aktienbesitz ist diesem Schreiben zu Beweis Zwecken als Anlage beigefügt.

Wir sind daher mit rund 95,64 % am Grundkapital der Pulsion Medical Systems SE beteiligt. Rechnet man die von der Pulsion Medical Systems SE gehaltenen 5.086 eigenen Aktien von der Gesamtsumme

von 8.250.000 Aktien nach § 16 Abs. 2 AktG ab, halten wir 7.889.909 von 8.244.914, mithin rund 95,69 % der ausstehenden Aktien.

Wir sind somit mit mindestens 95 % am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt und demzufolge Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.

Wir richten hiermit unser Verlangen gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Verwaltungsrat als das für die Einberufung der Hauptversammlung zuständige Organ der Gesellschaft, eine außerordentliche Hauptversammlung mit folgendem einzigen Tagesordnungspunkt einzuberufen, wobei wir bereit sind, sämtliche erforderlichen Kosten, die der Gesellschaft durch die Einberufung und Durchführung dieser außerordentlichen Hauptversammlung entstehen, zu übernehmen:

„Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Pulsion Medical Systems SE auf die MAQUET Medical Systems AG mit dem Sitz in Rastatt als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. §§ 327a ff. AktG“.

Die Höhe der von uns zu zahlenden angemessenen Barabfindung haben wir mittlerweile auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung auf EUR 20,57 je auf den Inhaber lautende Stückaktie an der Pulsion Medical Systems SE festgelegt.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, der in der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zur Abstimmung gestellt werden soll, lautet wie folgt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der PULSION Medical Systems SE werden gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der MAQUET Medical Systems AG mit Sitz in Rastatt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 719044 (Hauptaktionärin) zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 20,57 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der PULSION Medical Systems SE auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Bitte ergreifen Sie als Verwaltungsrat und geschäftsführender Direktor der Gesellschaft alle für die Fassung des Übertragungsbeschlusses gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen.

Vor der Einberufung der Hauptversammlung werden wir Ihnen den gesetzlichen Bestimmungen gemäß folgende zusätzliche Unterlagen noch gesondert übermitteln:

- Prüfungsbericht der ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, als vom Landgericht München mit Beschluss vom 16. Mai 2025 bestellter sachverständiger Prüfer nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG;
- Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts im Sinne von Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG; sowie
- Übertragungsbericht des Hauptaktionärs im Sinne von Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG mit einer Darlegung der Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre sowie einer Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung.

Mit freundlichen Grüßen

Rastatt, den 28. August 2025


Elin Frostehav
Vorstandsmitglied / Member of Management Board


Matthias Humbert Gelsok
Vorstandsmitglied / Member of Management Board

Anlage

Aktuelle Depotauszüge der Commerzbank AG, Frankfurt

Depotübersicht

Friedrich Gerber
www.commerzbank.de

MAQUET Medical Systems AG

Gesamtsaldo **+ 150.616.035,60 EUR**

Depot
Depotnummer: 441 214586001

Depoteinstandswert -
Veränderung EUR + 0,00 EUR
Veränderung in % -

WKN / ISIN	Bestand	Einstandskurs	Datum	Kurs	Wert in EUR
Fälligkeit	Anteil im Depot	Deviseneinstandskurs	Uhrzeit	Devisenkurs	Veränderung in EUR
Sperre	Datum letzter Umsatz	Einstandswert	Börse	Votum	Veränderung in %
PULSION ST O.N.					
548790 / DE0005487904	7.383.139 STK	-	26.08.2025	-	150.616.035,60 EUR
-	100,00 %	-	08:01:56	-	-
-	25.09.2024	-	München	-	-

Diese Aufstellung ist keine Depotabstimmung. Die Angaben basieren regelmäßig auf zuletzt veröffentlichten Marktdaten oder auf einer Bewertung durch die Bank und sind indikativ. Wir bitten um Verständnis, dass wir für die Kurs- und Wertangaben kein Obligo übernehmen. Insbesondere ist damit keine Gewähr verbunden, dass eine ausreichende Nachfrage besteht und die Wertpapiere oder sonstigen Vermögenswerte tatsächlich zu den angegebenen Preisen verkauft werden können; dies hängt von den jeweils aktuellen Marktverhältnissen ab.

Die Voten geben die jeweilige Einschätzung der Bank wieder. Sie dienen zu Informationszwecken, können aber eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Es handelt sich dabei nicht um ein Angebot zum Kauf oder Verkauf der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente.

Aufgrund von Rundungen sind Abweichungen möglich.¹Enthält fehlende Einstandswerte.

Depotübersicht

Friedrich Gerber
www.commerzbank.de

MAQUET Medical Systems AG

Depot
Depotnummer: 441 214586000

Gesamtsaldo	+ 10.338.108,00 EUR
Depoteinstandswert	+ 8.817.798,00 EUR
Veränderung EUR	+ 1.822.171,58 EUR
Veränderung in %	+ 20,66 %

WKN / ISIN Fälligkeit Sperr	Bestand Anteil im Depot Datum letzter Umsatz	Einstandskurs Deviseneinstandskurs Einstandswert	Datum Uhrzeit Börse	Kurs Devisenkurs Votum	Wert in EUR Veränderung in EUR Veränderung in %
PULSION ST O.N.					
548790 / DE0005487904	506.770 STK	17,40 EUR	26.08.2025	20,40 EUR	10.338.108,00 EUR
-	100,00 %	-	08:01:56	-	+ 1.822.171,58 EUR
-	10.03.2021	8.817.798,00 EUR	München	-	+ 20,66 %

Diese Aufstellung ist keine Depotabstimmung. Die Angaben basieren regelmäßig auf zuletzt veröffentlichten Marktdaten oder auf einer Bewertung durch die Bank und sind indikativ. Wir bitten um Verständnis, dass wir für die Kurs- und Wertangaben kein Obligo übernehmen. Insbesondere ist damit keine Gewähr verbunden, dass eine ausreichende Nachfrage besteht und die Wertpapiere oder sonstigen Vermögenswerte tatsächlich zu den angegebenen Preisen verkauft werden können; dies hängt von den jeweils aktuellen Marktverhältnissen ab.

Die Voten geben die jeweilige Einschätzung der Bank wieder. Sie dienen zu Informationszwecken, können aber eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Es handelt sich dabei nicht um ein Angebot zum Kauf oder Verkauf der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente.

Aufgrund von Rundungen sind Abweichungen möglich.

Anlage 2

Gutachtliche Stellungnahme der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart, vom 27. August 2025 zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 1 AktG nebst Anlagen (Kopie)

MAQUET Medical Systems AG

**Gutachtliche Stellungnahme zum
Unternehmenswert der**

Pulsion Medical Systems SE

**und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des
geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre**

Deal Advisory, Valuation

—

27. August 2025

Persönlich und streng vertraulich

MAQUET Medical Systems AG

Herrn Michael Vallon
Vorsitzender des Aufsichtsrats
Kehler Str. 31
76437 Rastatt

27. August 2025

Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

Sehr geehrter Herr Vallon,

Die MAQUET Medical Systems AG, Rastatt, („MAQUET“) verfügt über mehr als 95% der Anteile der Pulsion Medical Systems SE, Feldkirchen, („PULSION“) und beabsichtigt als Hauptaktionärin auf der Hauptversammlung der PULSION einen Beschluss zur Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen (§§ 327a ff. AktG: Ausschluss von Minderheitsaktionären, sog. „Squeeze-out“).

Vor diesem Hintergrund hat uns MAQUET beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der PULSION sowie zur Höhe der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG zu erstellen. Die Gutachtliche Stellungnahme ist Teil der nach § 327c AktG erforderlichen Berichterstattung.

Als Bewertungsstichtag haben wir den 17. Oktober 2025, den voraussichtlichen Tag der Hauptversammlung der PULSION, an dem über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entschieden werden soll, zugrunde gelegt.

Die Angemessenheit der Barabfindung ist gemäß § 327c AktG durch einen sachverständigen, gerichtlich ausgewählten und bestellten Prüfer zu prüfen. Das Landgericht München I hat mit Beschluss vom 16. Mai 2025 die ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, als Angemessenheitsprüfer ausgewählt und bestellt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir den IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ („IDW S 1“) zugrunde gelegt. Der am 7. November 2024 verabschiedete Entwurf der Neufassung des IDW S 1 („IDW ES 1“) findet gemäß der Vorbemerkung zum IDW ES 1 noch keine Anwendung. Zudem haben wir den IDW Praxishinweis „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ (IDW Praxishinweis 2/2017)), den IDW Bewertungshinweis „Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW Bewertungshinweis 1/2023) sowie die fachlichen Hinweise des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 und „Russlands Angriff auf die Ukraine: Fachlicher Hinweis zu den Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung“ vom 20. März 2022 beachtet.

Darüber hinaus haben wir den Entwurf des IDW Standards „Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen“ („IDW ES 17“) berücksichtigt und gewürdigt, inwieweit der Börsenkurs der PULSION zur Ableitung der Barabfindung in Frage kommt. Der FAUB empfiehlt bereits die Anwendung des Entwurfs dieses IDW Standards. Auch wenn die Ableitung und nicht die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung Gegenstand unseres Auftrags ist, so lassen sich die im IDW ES 17 beschriebenen Kriterien zur Eignung des Börsenkurses analog der Ableitung einer angemessenen Barabfindung zugrunde legen.

Im Sinne des IDW S 1 haben wir die Unternehmensbewertung in der Funktion eines neutralen Gutachters durchgeführt und den objektivierten Unternehmenswert der PULSION ermittelt. Der von uns ermittelte objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbar, von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

Wir haben unsere Arbeiten auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Informationen sowie öffentlich verfügbarer Informationen durchgeführt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen tragen MAQUET und PULSION die alleinige Verantwortung.

Die Planungsrechnung wurde von uns ausgehend von der Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage in der Vergangenheit, der aktuellen rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie anhand von Marktstudien und Analystenreports plausibilisiert und mit dem geschäftsführenden Direktor der PULSION und den von ihm benannten Auskunftspersonen besprochen.

Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

27. August 2025

Wir haben soweit möglich sichergestellt, dass die in unserer Berichterstattung dargestellten Informationen mit anderen, uns im Verlauf unserer Arbeiten zur Verfügung gestellten Informationen, übereinstimmen. Eine eigenständige Verifizierung der Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen und der Verlässlichkeit der jeweiligen Quellen haben wir jedoch nicht vorgenommen.

Die unserer Tätigkeit zugrundeliegenden wesentlichen Unterlagen haben wir in Anlage 2 zusammengestellt. Darüber hinaus haben uns die von MAQUET und PULSION benannten Auskunftspersonen bereitwillig weitergehende Informationen erteilt.

Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für den Bewertungsanlass zur Verfügung gestellten Unterlagen. Diese haben wir kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen. Die von uns im Rahmen der Unternehmensbewertung durchgeführten Untersuchungen unterscheiden sich in ihrem Umfang und ihren Zielen wesentlich von einer Jahresabschlussprüfung, einer Due Diligence oder ähnlichen Tätigkeiten. Demzufolge erteilen wir kein Testat und geben keine andere Form der Bescheinigung oder Zusicherung hinsichtlich der Jahresabschlüsse, der internen Kontrollsysteme oder der Unternehmensplanungen der PULSION. Wir übernehmen keine Verantwortung für das Eintreten der Planungen bzw. der diesen zugrunde liegenden Prämissen und Annahmen.

Die aktuellen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind durch erhöhte Unsicherheiten geprägt. Die Abfolge von Krisen, die sich derzeit in kurzen Abständen ereignen und negative gesamtwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen, hat sich nach der Covid-19 Pandemie mit dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine sowie den Konflikten im Nahen Osten fortgesetzt. Diese Entwicklungen sowie aktuell zunehmende Unsicherheiten aufgrund von tatsächlichen und beabsichtigten Änderungen bestehender Zollregime, der möglichen Implementierung von Handelsbeschränkungen und weiteren protektionistischen Maßnahmen lassen mittelfristige Prognosen der globalen wirtschaftlichen Entwicklung sowie der Inflations- und Zinsentwicklungen zunehmend komplexer werden. Eine Vielzahl an sich teilweise überschneidenden Sondereffekten tritt auf. Die Folgen für die Weltwirtschaft, einzelne Länder, einzelne Branchen und einzelne Unternehmen sind derzeit nur schwer abzuschätzen und unterscheiden sich in hohem Maße in Abhängigkeit von Land, Branche und Unternehmen. Bei der Bewertung der PULSION sind die Auswirkungen dieser Folgen mit dem geschäftsführenden Direktor der PULSION diskutiert und nach bestem Wissen und Gewissen berücksichtigt worden. Die einschlägigen fachlichen Hinweise des FAUB haben wir dabei beachtet. Die aktuellen Rahmenbedingungen können sich weiterhin jedoch kurzfristig und erheblich verändern mit möglicherweise positiven oder negativen Effekten auf die PULSION und den ermittelten Unternehmenswert.

Der geschäftsführende Direktor von PULSION und der Vorstand von MAQUET haben uns gegenüber jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns die angeforderten Informationen, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.

Wir weisen darauf hin, dass die in diesem Bericht ausgewiesenen Berechnungen grundsätzlich gerundet ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgen, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

Die nachfolgende Gutachtliche Stellungnahme wird im Zusammenhang mit dem geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION erstellt und ist nur für die Verwendung durch MAQUET und PULSION bestimmt. Die zulässige Verwendung umfasst unter anderem auch einen Verweis auf unsere Tätigkeit und die Verwendung unserer Berichterstattung im Rahmen der Berichterstattung nach § 327c Abs. 2 AktG sowie Auskünfte in der Hauptversammlung der PULSION, die Einsichtnahme von Aktionären in die Gutachtliche Stellungnahme in der Hauptversammlung der PULSION und eine Veröffentlichung unserer Gutachtlichen Stellungnahme in vollem Wortlaut auf der Website der PULSION, sofern dies nach Gesetz oder Satzung der PULSION erforderlich ist, als Teil der gemäß § 327c AktG zu veröffentlichenden Unterlagen sowie die Verwendung in etwaigen gerichtlichen Folgeverfahren. Eine darüber hinausgehende Weitergabe unserer Gutachtlichen Stellungnahme darf vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung nur in vollem Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrundeliegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an andere Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung schriftlich uns gegenüber einverstanden erklärt hat.

**Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE
und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Min-
derheitsaktionäre**

27. August 2025

Dem Auftrag liegen die als Anlage 5 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirt-
schaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung
vom 1. Januar 2024 zugrunde.

Mit freundlichen Grüßen



Stefan Schöniger
Wirtschaftsprüfer
Steuerberater



Michael J. Hahn

Inhaltsverzeichnis (1/3)

Als Ansprechpartner stehen
Ihnen jederzeit gerne zur
Verfügung:

Stefan Schöniger

Partner

Deal Advisory, Valuation

Tel.: +49 40 32015 5690

sschoeniger@kpmg.com

Michael J. Hahn

Director

Deal Advisory, Valuation

Tel.: +49 711 9060 41163

michaelhahn@kpmg.com

Birgit Heuft

Senior Managerin

Deal Advisory, Valuation

Tel.: +49 711 9060 41701

bheuft@kpmg.com

	Seite
I. Zusammenfassung der Ergebnisse	8
1. Bewertungsanlass	9
2. Wert der PULSION	10
3. Angemessene Barabfindung	11
II. Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	12
1. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen	13
2. Geschäftsmodell	16
3. Vermögenslage	20
4. Ertragslage	22
III. Markt- und Wettbewerbsanalyse	26
1. Marktübersicht	27
2. Makroökonomische Entwicklung	28
3. Marktsegmentierung	30
4. Markt für hämodynamische Monitore	31
5. Wettbewerbsvergleich	33
6. SWOT-Analyse	37
IV. Bewertungsansatz	38
1. Allgemeine Bewertungsgrundsätze	39
2. Bewertung in der Rechtsprechung	43
3. Synthese von Betriebswirtschaft und Rechtsprechung	46
4. Ertragswertverfahren	47
5. Weitere Wert- und Preismaßstäbe	51
6. Börsenkurs	52

Inhaltsverzeichnis (2/3)

Als Ansprechpartner stehen
Ihnen jederzeit gerne zur
Verfügung:

Stefan Schöniger

Partner
Deal Advisory, Valuation
Tel.: +49 40 32015 5690
sschoeniger@kpmg.com

Michael J. Hahn

Director
Deal Advisory, Valuation
Tel.: +49 711 9060 41163
michaelhahn@kpmg.com

Birgit Heuft

Senior Managerin
Deal Advisory, Valuation
Tel.: +49 711 9060 41701
bheuft@kpmg.com

	Seite
V. Planungsrechnung	54
1. Struktur und Abgrenzung	55
2. Planungsprozess	56
3. Vergangenheitsanalyse und Bereinigungen	58
4. Planungstreue	59
5. Planungsrechnung	60
6. Grobplanung	74
7. Nachhaltiges Ergebnis	78
8. Planungsrechnung für Bewertungszwecke	81
VI. Kapitalisierungszinssatz	82
1. Übersicht	83
2. Eigenkapitalkosten	84
3. Eigenkapitalkosten – Basiszinssatz	86
4. Eigenkapitalkosten – Risikozuschlag	87
5. Eigenkapitalkosten – Marktrisikoprämie	88
6. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – PULSION	89
7. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – Peer Group	90
8. Wachstumsrate	95
VII. Unternehmenswert	99
1. Ertragswert	100
2. Sonderwerte	102
3. Unternehmenswert und Wert je Aktie	103
4. Sensitivitätsanalyse	104
5. Plausibilisierung: Multiplikatoren	105

Inhaltsverzeichnis (3/3)

Als Ansprechpartner stehen Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung:

Stefan Schöniger

Partner
Deal Advisory, Valuation
Tel.: +49 40 32015 5690
sschoeniger@kpmg.com

Michael J. Hahn

Director
Deal Advisory, Valuation
Tel.: +49 711 9060 41163
michaelhahn@kpmg.com

Birgit Heuft

Senior Managerin
Deal Advisory, Valuation
Tel.: +49 711 9060 41701
bheuft@kpmg.com

	Seite
VIII. Weitere Wertmaßstäbe	107
1. Börsenkurs – Kursentwicklung der Aktie	108
2. Börsenkurs – Relevanz	110
3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung	111
4. Börsenkurs – Dreimonatsdurchschnittskurs	118
5. Barwert der Ausgleichszahlung – Relevanz	119
6. Barwert der Ausgleichszahlung – Ermittlung	120
7. Vorerwerbe	122
IX. Gesamtwürdigung und Ableitung der Barabfindung	124
1. Gesamtschau	125
Anlagen	127
1. Abkürzungsverzeichnis	128
2. Erhaltene Unterlagen	131
3. Beschreibung der Peer Group	132
4. Multiplikatoren der Peer Group	140
5. Allgemeine Auftragsbedingungen	141

I.

Zusammenfassung der Ergebnisse

1. Bewertungsanlass

Die MAQUET hält über 95% der PULSION-Aktien und beabsichtigt den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG.

Vor diesem Hintergrund wurden wir beauftragt, den Unternehmenswert von PULSION sowie die angemessene Barabfindung je Aktie für die Minderheitsaktionäre der PULSION zu ermitteln.

Bewertungsstichtag ist der 17. Oktober 2025, der voraussichtliche Tag der Hauptversammlung.

Im Rahmen der Bewertung haben wir das in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Ertragswertverfahren angewandt.

Hintergrund und Bewertungsanlass

- MAQUET hält derzeit insgesamt unmittelbar 7.889.909 auf den Namen lautende Stückaktien der PULSION und damit unter Berücksichtigung der eigenen Anteile der PULSION rund 95,69% des Grundkapitals und beabsichtigt den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION gemäß §§ 327a ff. AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c (ii) SE-VO (sog. aktienrechtlicher Squeeze-out).^(a)
- Das förmliche Verlangen nach §§ 327a ff. AktG, auf der Hauptversammlung von PULSION einen Beschluss über die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen, hat MAQUET an PULSION am 15. Mai 2025 übermittelt.
- Vor diesem Hintergrund wurden wir mit Auftragschreiben vom 22. Januar 2025 gebeten, eine Unternehmensbewertung der PULSION durchzuführen sowie die angemessene Barabfindung je Aktie für die Minderheitsaktionäre zu ermitteln.

Bewertungsstichtag

- Für die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde der 17. Oktober 2025, der voraussichtliche Tag der Hauptversammlung der PULSION, an dem über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entschieden werden soll, zugrunde gelegt.

Grundlagen der Bewertung

- Gegenstand unseres Auftrags ist somit die Erstellung einer Gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert von PULSION sowie zur angemessenen Barabfindung je Aktie.

Anm.: (a) Im Folgenden (sowie im Anschreiben) wurde bei der Bezugnahme auf die für nationale Aktiengesellschaften geltenden Gesetze zugunsten der besseren Lesbarkeit auf den ausdrücklichen Hinweis auf die Verweisungsvorschrift des Art. 9 Abs. 1 lit. c (ii) SE-VO verzichtet und ausschließlich die einschlägige Vorschrift des deutschen AktG genannt.

Grundlagen der Bewertung (Fortsetzung)

- Bei der Auftragsdurchführung haben wir den IDW Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1) zugrunde gelegt.
- Der am 7. November 2024 verabschiedete IDW ES 1 findet gemäß der Vorbemerkung zum IDW ES 1 noch keine Anwendung.
- Zudem haben wir den IDW Praxishinweis „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ (IDW Praxishinweis 2/2017), den IDW Bewertungshinweis „Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen (IDW Bewertungshinweis 1/2023) sowie den fachlichen Hinweis des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 und „Russlands Angriff auf die Ukraine: Fachlicher Hinweis zu den Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung“ vom 20. März 2022 beachtet.
- Der Unternehmenswert von PULSION wurde nach dem in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt.
- Eine Plausibilisierung des Unternehmenswerts erfolgte insbesondere anhand des Multiplikatoransatzes sowie weiterer Preis- und Wertmaßstäbe.
- Zudem haben wir den Börsenkurs der PULSION analysiert. Zur Beurteilung, inwieweit auch eine börsenkursbasierte Kompensation angemessen sein kann, ist aus einer ökonomischen Perspektive zu analysieren, inwieweit im konkreten Einzelfall davon ausgegangen werden kann, dass der preisbildende Marktmechanismus für die Anteile der PULSION zum relevan-

2. Wert der PULSION

Der Unternehmenswert von PULSION zum 17. Oktober 2025 ergibt sich aus dem Ertragswert der operativen Geschäftstätigkeit in Höhe von € 169,3 Mio. zuzüglich des Sonderwerts in Höhe von € 0,3 Mio. und beträgt € 169,6 Mio. Der Unternehmenswert je Aktie beträgt € 20,57.

Der Barwert der Ausgleichszahlung der Minderheitsaktionäre beträgt € 16,07 je Aktie.

Grundlagen der Bewertung (Fortsetzung)

ten Bewertungszeitpunkt eine effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung reflektiert, um im Ergebnis zum vollen wirtschaftlichen, sog. „wahren“ Wert zu führen. Die hierfür vorzunehmenden Analysen und Kriterien haben ihren Niederschlag im IDW ES 17 gefunden.

- Diese Beurteilung der Eignung des Börsenkurses und des Einflusses eines Börsenkurses auf die Bemessung der Barabfindung steht zudem im Einklang mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs („BGH“).
- Als weiteren Maßstab für die Festlegung der Barabfindung haben wir den Barwert der Ausgleichszahlung aus dem im Jahr 2014 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („BGAV“) zwischen MAQUET und PULSION herangezogen.
- Im Sinne des IDW S 1 geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Der von uns ermittelte Unternehmenswert stellt demnach eine objektivierte Größe dar.

Zugrunde liegende Planungsrechnungen

- Der Unternehmenswert der PULSION basiert auf der aktuellen Planungsrechnung für die Jahre 2025 bis 2027. Die Planungsrechnung wurde im Frühjahr 2025 anlassbezogen erstellt. Sie wurde am 28. Juli 2025 vom geschäftsführenden Direktor der PULSION verabschiedet und am selben Tag vom Verwaltungsrat genehmigt.

Ableitung der Fortführungsperiode (2035 ff.)

- Für Bewertungszwecke wurde unter Berücksichtigung einer Übergangsphase in den Jahren 2028 bis 2034 die sog. Fortführungsphase (2034 ff.), bestehend aus einem Übergangsjahr (2034) und der ewigen Rente (2035 ff.) abgeleitet.

Kapitalkosten

- Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten der PULSION betragen gerundet 6,9%.

Unternehmenswert

- Der Ertragswert der PULSION zum 17. Oktober 2025 beträgt € 169,3 Mio.
- Der Sonderwert für das steuerliche Einlagekonto beläuft sich zu diesem Stichtag auf € 0,3 Mio.
- Der Unternehmenswert der PULSION zum 17. Oktober 2025 ergibt sich aus dem Ertragswert und dem Sonderwert und beträgt € 169,6 Mio.
- Bei 8.244.914 ausstehenden Aktien ergibt sich somit ein Wert je Aktie der PULSION in Höhe von € 20,57.
- Der Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren liegen die uns bis zum Ende der Bewertungsarbeiten vorliegenden Informationen zugrunde. Sollten Ereignisse zwischen dem Abschluss unserer Bewertungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung der PULSION eintreten, die einen Einfluss auf den Wert je Aktie haben, ist die Wertermittlung entsprechend anzupassen.

Besondere Schwierigkeiten

- Bei der Bewertung haben sich keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG i.V.m. § 327c Abs. 2 AktG ergeben.

Barwert der Ausgleichszahlung

- Aufgrund des zwischen MAQUET und PULSION bestehenden BGAV ist der Barwert der Ausgleichszahlung grundsätzlich als weiterer Maßstab für die Festlegung der Barabfindung zu beachten. Auf Basis der Ausgleichszahlung und einem risikoäquivalenten Kapitalisierungszinssatz ergibt sich der Barwert der Ausgleichszahlung in Höhe von € 16,07 je Aktie der Minderheitsaktionäre.

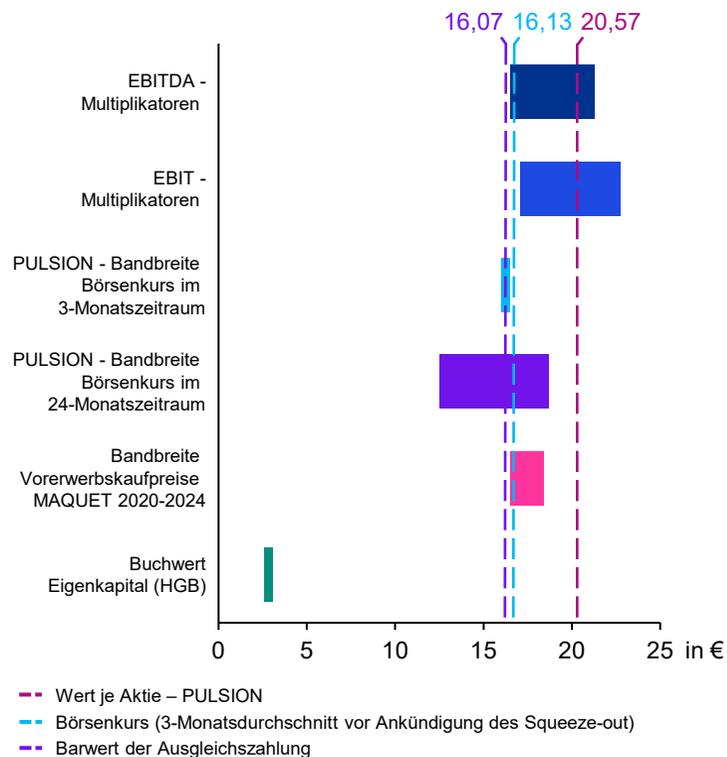
3. Angemessene Barabfindung

Der relevante Börsenkurs beträgt € 16,13 je Aktie.

Auf Basis einer Plausibilisierung über weitere Wert- und Preismaßstäbe ergeben sich keine Anhaltspunkte, dass der fundamental ermittelte Unternehmenswert der PULSION von € 20,57 je Aktie nicht plausibel ist.

Die angemessene Barabfindung ergibt sich auf Grundlage des fundamental ermittelten Unternehmenswerts der PULSION und beträgt € 20,57 je Aktie.

Wert- und Preismaßstäbe je Aktie



Quelle: S&P Capital IQ, PULSION, KPMG Analyse.

Börsenkurs

- Der relevante Börsenkurs der Aktie der PULSION in dem Drei-monatszeitraum vor der Ankündigung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 15. Mai 2025 beträgt € 16,13 je Aktie.

Börsenkurs (Fortsetzung)

- Dieser ist aus einer ökonomischen Perspektive auf Basis der Kriterien des IDW ES 17 in einer Gesamtbeurteilung als alleiniger Maßstab nicht geeignet, um die angemessene Barabfindung zu bemessen.

Plausibilisierung

- Zur Plausibilisierung des nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen abgeleiteten fundamentalen Unternehmenswerts der PULSION wurden – entsprechend IDW S 1 Abschnitt 7.5 – weitere Wert- und Preismaßstäbe herangezogen.
- Auf Basis einer Multiplikatorbewertung ermittelt sich für den Wert je Aktie der PULSION eine Gesamtbandbreite von € 16,53 bis € 22,76, im Mittel bei € 19,64. Der Unternehmenswert nach IDW S 1 liegt innerhalb dieser Bandbreite.

Angemessene Barabfindung

- Nach der Rechtsprechung des BGH kann die angemessene Barabfindung unter bestimmten Voraussetzungen allein anhand des relevanten Börsenkurses festgesetzt werden. Da wir vorliegend den Börsenkurs der PULSION aus einer ökonomischen Perspektive auf Basis der Kriterien des IDW ES 17 in einer Gesamtbeurteilung nicht als alleinigen Maßstab geeignet halten, um die angemessene Barabfindung zu bemessen, haben wir den höheren Betrag aus Unternehmenswert der PULSION nach dem Ertragswertverfahren, Barwert der Ausgleichszahlung und relevantem Börsenkurs zur Bestimmung der Barabfindung herangezogen.
- Da der Unternehmenswert je Aktie der Minderheitsaktionäre mit € 20,57 über dem Barwert der Ausgleichszahlung von € 16,07 und über dem relevanten Börsenkurs von € 16,13 liegt, ist es sachgerecht, die angemessene Barabfindung auf Basis des Unternehmenswerts festzulegen. Die angemessene Barabfindung je Aktie der Minderheitsgesellschafter von PULSION beträgt somit € 20,57 je Aktie.

II.

**Rechtliche und
wirtschaftliche
Grundlagen**

1. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen (1/3)

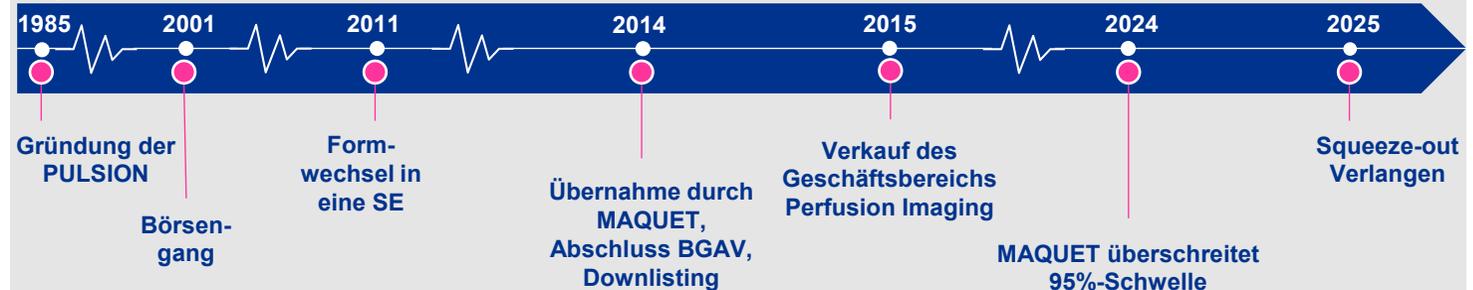
Die PULSION ist eine börsennotierte Societas Europaea (SE) mit Sitz in Feldkirchen und entwickelt, produziert und vertreibt medizinische Geräte und Produkte.

Am 14. Januar 2014 veröffentlichte die MAQUET ein Übernahmeangebot und erwarb über 78% der Anteile an der PULSION, woraufhin ein BGAV abgeschlossen wurde.

Seit dem Abschluss des BGAV werden die Aktien der PULSION nur noch im Freiverkehr gehandelt.

MAQUET beabsichtigt als Hauptaktionärin einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der PULSION gemäß §§ 327a ff. AktG.

Eckpunkte der Historie der PULSION



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

- Die Gesellschaft wurde mit Gesellschaftsvertrag vom 20. Mai 1985 als Pulsion Verwaltungs GmbH gegründet. Nach dem Formwechsel im Jahr 1990 trug die Gesellschaft die Firma Pulsion Medical Systems AG.
- Die Erstnotiz der Aktie der PULSION erfolgte am 8. Juni 2001. Die Aktie war bis zum Downlisting im Jahr 2014 im regulierten Markt gelistet und wurde an den Börsen Frankfurt, Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Stuttgart und München und im Xetra gehandelt.
- Im Jahr 2011 erfolgte die formwechselnde Umwandlung in eine SE. Seitdem firmiert die Gesellschaft unter Pulsion Medical Systems SE.
- PULSION hat ihren Sitz in der Hans-Riedl-Straße 21, 85622 Feldkirchen und ist in das Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563 eingetragen.
- Im Jahr 2014 hat MAQUET im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots rund 78,55% der Anteile an PULSION erworben. Am 14. August 2014 hat die Hauptversammlung der PULSION dem Abschluss eines BGAV mit MAQUET zuge-

Gesellschaftsrechtliche Grundlagen (Fortsetzung)

- stimmt. Zum 30. Dezember 2014 erfolgte ein Downlisting der PULSION-Aktie von dem Handel am Regulierten Markt. Seitdem werden die Aktien der PULSION nur noch im Freiverkehr an der Börse München gehandelt.
- Im Jahr 2015 wurde der Geschäftsbereich „Perfusion Imaging“ an die Diagnostic Green GmbH, Kirchheim bei München, verkauft.
- Nach dem Downlisting erwarb MAQUET in unregelmäßigen Abständen Aktien der PULSION. Am 20. September 2024 überschritt sie damit die 95%-Schwelle und hält seitdem 95,69% der ausstehenden Aktien (Gesamtanzahl der Aktien abzüglich eigener Anteile).
- Am 15. Mai 2025 hat MAQUET das förmliche Verlangen nach §§ 327a ff. AktG, auf der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung von PULSION am 17. Oktober 2025 einen Beschluss über die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen, an PULSION übermittelt.

1. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen (2/3)

Das Grundkapital der PULSION beträgt 8.250.000,00 € und ist in 8.250.000 Stückaktien eingeteilt, wobei PULSION über 5.086 eigene Anteile verfügt.

Die Erstnotiz der Aktie der PULSION erfolgte Jahr 2001; seit dem Downlisting im Jahr 2014 wird die Aktie nur noch im Freiverkehr an der Börse München gehandelt.

Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

- Das Grundkapital von PULSION beträgt € 8.250.000,00. Das Grundkapital ist in 8.250.000 auf Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von € 1,00 je Aktie eingeteilt und in voller Höhe eingezahlt.
- PULSION hält 5.086 eigene Anteile.
- Die Satzung ist gültig in der Fassung vom 15. Mai 2014.
- Unternehmensgegenstand der PULSION ist gemäß § 2 der Satzung die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von medizinischen Geräten, medizinischen Einmal-Artikeln, Diagnostika und Therapeutika sowie der Erwerb von Gesellschaften, Gesellschaftsbeteiligungen oder des Vermögens von Gesellschaften oder sonstigen Dritten, die auf diesem Gebiet oder auf einem sich überschneidenden oder vergleichbaren Gebiet tätig sind. Die Gesellschaft ist zur Gründung von Tochtergesellschaften oder Joint Ventures in den vorbenannten Bereichen sowie zur Vornahme sonstiger damit zusammenhängender Tätigkeiten berechtigt. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Unternehmensgegenstand unmittelbar oder mittelbar zu dienen. Die Gesellschaft kann Zweigniederlassungen und sonstige Geschäftsstellen im In- und Ausland errichten, andere Unternehmen im In- und Ausland gründen, erwerben oder sich an ihnen beteiligen und solche Unternehmen leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken sowie Unternehmensverträge abschließen. Sie ist berechtigt, ihre Geschäftstätigkeit auch durch Tochter-, Beteiligungs- und Gemeinschaftsunternehmen auszuüben. Sie kann Teile ihres Unternehmens in verbundene Unternehmen ausgliedern oder verbundenen Unternehmen überlassen.

Gesellschaftsrechtliche Grundlagen (Fortsetzung)

- Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
- Die Erstnotiz der Aktie der PULSION (WKN-Nummer: 548790, ISIN: DE 0005487904) erfolgte am 8. Juni 2001. Bis zum Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt (sog. „Downlisting“) im Jahr 2014 war die PULSION Aktie im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) gelistet und wurde an den Börsen in Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Stuttgart und München im Freiverkehr gehandelt. Seitdem wird die Aktie im Freiverkehr ohne Antrag und Veranlassung von PULSION an der Börse München gehandelt.
- Seit dem Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt ist die PULSION nicht mehr als kapitalmarktorientiert im Sinne des § 264d HGB einzustufen.
- PULSION verfügt über keine Tochterunternehmen oder Beteiligungen.

1. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen (3/3)

MAQUET als unmittelbares Mutterunternehmen hält einen Anteil von 95,69% an PULSION.

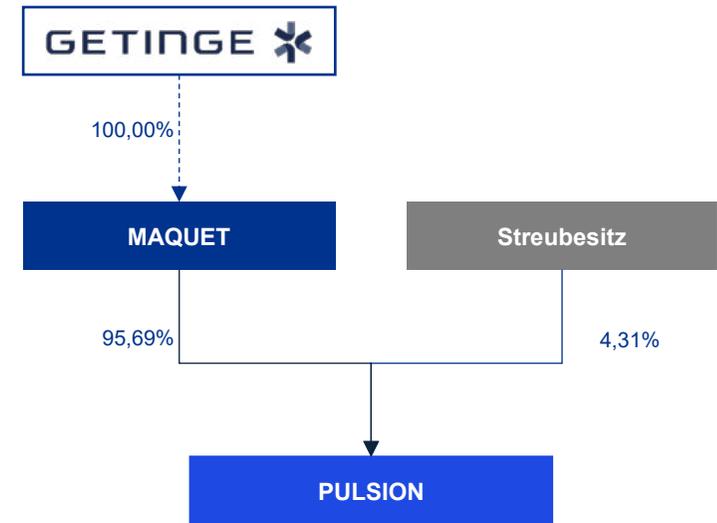
Zwischen MAQUET und PULSION besteht ein BGAV.

PULSION gehört zum Konsolidierungskreis des schwedischen GETINGE Konzerns.

Gesellschafterstruktur PULSION

- Hauptaktionärin der PULSION ist MAQUET, die zum Zeitpunkt der Berichterstattung unmittelbar 7.889.909 Stückaktien und somit einen Anteil von 95,69% hält (nach Abzug der eigenen Aktien).
- Die Minderheitsaktionäre halten derzeit insgesamt 355.005 Stückaktien, entsprechend rund 4,31% der ausstehenden Aktien der PULSION bzw. 4,30% des gesamten Grundkapitals.
- PULSION hat als beherrschtes Unternehmen hat am 3. Juli 2014 mit der MAQUET als herrschender Gesellschaft einen BGAV geschlossen. Die Hauptversammlung der PULSION stimmte mit Beschluss vom 14. August 2014 dem BGAV zu. Der BGAV wurde am 2. Oktober 2014 in das Handelsregister München eingetragen.
- Die Getinge AB (publ) mit Sitz in Göteborg in Schweden („GETINGE“, gemeinsam mit ihren Tochterunternehmen „GETINGE Konzern“) fungiert als übergeordnete Konzernmuttergesellschaft und erstellt den Konzernabschluss des GETINGE Konzerns, in den auch PULSION einbezogen wird.
- GETINGE ist ein börsennotiertes schwedisches Medizintechnikunternehmen. Das Unternehmen produziert und vertreibt Medizinprodukte und Anlagen für den Gesundheitsbereich. Die Unternehmensgruppe ist in drei Geschäftsfelder unterteilt: Acute Care Therapies, Life Science und Surgical Workflows. Die Unternehmensgruppe beschäftigt weltweit rund 11.800 Mitarbeitende.

Konzernstruktur



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Mitarbeitende

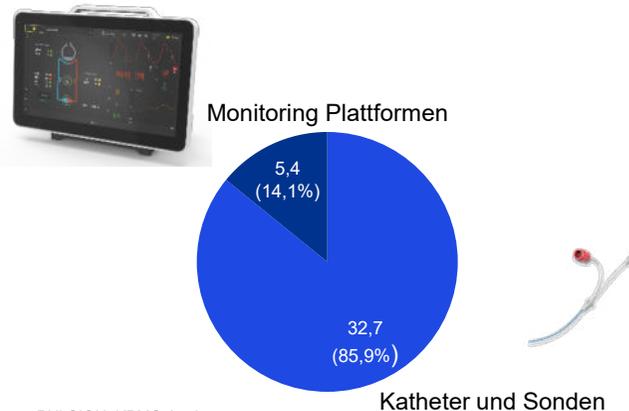
- Die PULSION beschäftigte 2024 im Jahresdurchschnitt 73 Angestellte, davon einen leitenden Angestellten. Hiervon waren 7 Mitarbeitende im Vertrieb und Marketing tätig, 34 Mitarbeitende im Bereich Forschung und Entwicklung, 11 Mitarbeitende im Bereich Produktionsmanagement und 21 Mitarbeitende in der Verwaltung.

2. Geschäftsmodell (1/4)

PULSION, 1985 gegründet als Spin-off der Technischen Universität München, ist ein führender Hersteller von medizinischen Diagnose-, Überwachungs- und Therapiesystemen.

Das Unternehmen fokussiert sich auf wiederkehrende Umsatzerlöse durch den Verkauf von sterilen Verbrauchsmaterialien, die bei jedem Einsatz neu gekauft werden müssen und 85,9% des Umsatzes ausmachen.

Umsatzerlöse 2024 nach Produkt (in EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Anm.: Darstellung ohne Sonstige Umsatzerlöse.

Geschäftsmodell

- PULSION wurde 1985 durch Herrn Ulrich Pfeiffer als Spin-off der Technischen Universität München – damals firmierend unter Pulsion Verwaltungs GmbH – gegründet und gehört heute zu den führenden Herstellern im Bereich medizinischer Diagnose-, Überwachungs- und Therapiesteuerungssysteme für lebenswichtige Körperfunktionen.
- Der Schwerpunkt der PULSION liegt als ein Tochterunternehmen des GETINGE Konzerns im Produktbereich Critical Care auf der Forschung, Entwicklung und Zulassung von Produkten im Bereich des hämodynamischen Monitorings sowie der Vertriebsunterstützung der GETINGE Vertriebsgesellschaften.
- Der Produktbereich Critical Care ist Teil des Geschäftsfelds Acute Care Therapies des GETINGE Konzerns.

Geschäftsmodell (Fortsetzung)

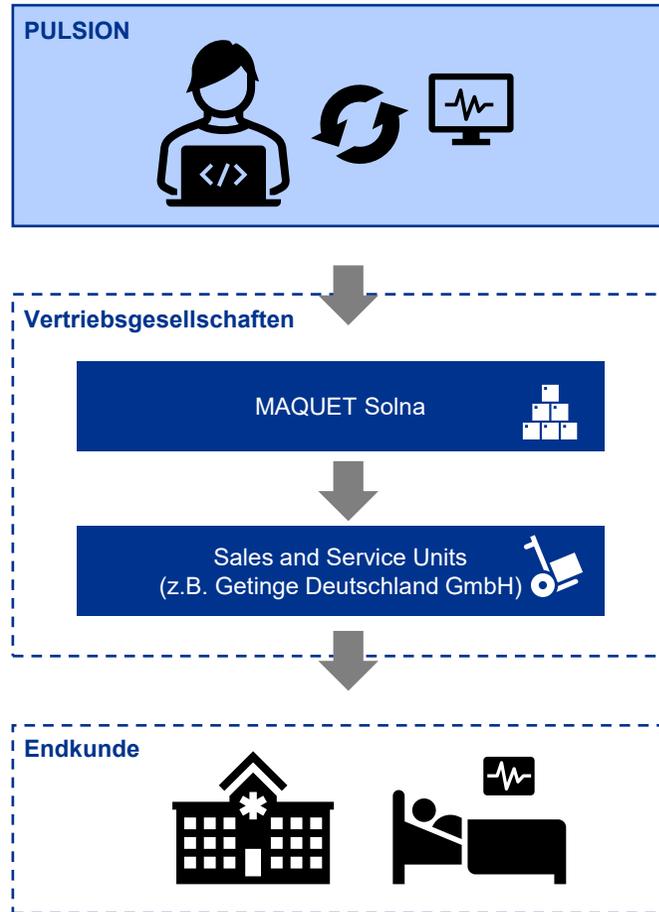
- Das Geschäftsmodell der PULSION ist auf die Erzielung von wiederkehrenden Umsätzen mit Verbrauchsartikeln ausgerichtet. Dies ist ein integraler Bestandteil des nachhaltigen Umsatzwachstums, da der Umsatz zu einem wesentlichen Teil nicht vom Neukundengeschäft abhängig ist, sondern aus der Anwendung, d.h. dem Verbrauch von benötigten Einwegartikeln für die im Markt durch Verkauf platzierten hämodynamischen Monitoringsysteme erzielt wird.
- Die Verbrauchsartikel (disposables), wie Monitoring-Katheter, Messsonden und Sensoren (Katheter und Sonden) sind ausschließlich über die GETINGE Vertriebsgesellschaften zu erwerben. Das Vertriebsziel ist deshalb darauf ausgelegt, eine hohe Anwendung von PULSION Monitoring Geräten im Markt durch Nutzung unterschiedlicher Vertriebskanäle zu erreichen. Neben der eigenen Vermarktung von Monitoringsystemen – wobei hierunter die Vermarktung über die GETINGE Unternehmensgruppe verstanden wird - arbeitet PULSION auch mit großen Medizintechnikern auf dem Gebiet der Monitoring-Hardware zusammen. Auch wenn in solchen Fällen die Geräteausstattung von Drittanbietern stammt, verbleibt das Geschäft mit Verbrauchsmaterialien in der Verantwortung von PULSION.
- PULSION ist ausschließlich im Produktbereich Critical Care tätig, wobei sie Medizinprodukte für Diagnostik und Überwachung von Patienten im kritischen Gesundheitszustand entwickelt und produziert. Die Lösungen werden schwerpunktmäßig auf der Intensivstation und mit der ProAQT-Katheter-Technologie in Verbindung mit der PulsioFlex-Plattform auch im Operationssaal eingesetzt. Den Ärztinnen und Ärzten bieten sie umfangreiche Informationen über den aktuellen Zustand des Herz-Kreislauf-Systems – verantwortlich für die ausreichende Versorgung der Organe mit Sauerstoff – sowie über weitere wichtige Organsysteme.

2. Geschäftsmodell (2/4)

Die PULSION entwickelt und produziert hämodynamische Monitoring-Produkte und verkauft diese innerhalb des GETINGE Konzerns.

Über das internationale Vertriebsnetzwerk des GETINGE Konzerns werden die Produkte an die Endkunden verkauft.

PULSION in der Wertschöpfungskette



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Geschäftsmodell (Fortsetzung)

- PULSION verkauft ihre Produkte fast ausschließlich an die Maquet Critical Care AB, Solna/Schweden, („MAQUET Solna“), die über ein Distributionszentrum in den Niederlanden verfügt. MAQUET Solna wiederum verkauft die Produkte konzernintern weiter an die sog. „Sales and Service Units“. Dabei handelt es sich um die internationalen Vertriebsgesellschaften des GETINGE Konzerns, wie beispielsweise die Getinge Deutschland GmbH, Rastatt. Diese wiederum verkaufen die Produkte an die Endkunden.
- Die Endkunden sind in der Regel Krankenhäuser und Kliniken. Diese beziehen zunächst die Monitore und im Nachgang regelmäßig die Verbrauchsmaterialien. Pro Jahr werden etwa 600 bis 800 Monitore verkauft. Die Nutzungsdauer in den Krankenhäusern und Kliniken variiert sehr und liegt zwischen sieben und 20 Jahren.
- Die Distributions- und Vertriebsgesellschaften erhalten auf Grundlage der Transferpreisregelungen eine Vergütung (Benchmarkmarge auf Basis des externen Umsatzes) für ihre Tätigkeit. PULSION erhält den Marktpreis der Produkte abzüglich der Vergütung der Distributions- und Vertriebsgesellschaften (Market-Minus-Transfer-Pricing) und trägt damit das Risiko etwaiger Marktpreisschwankungen.
- PULSION plant im Frühjahr 2026 einen Umzug von Feldkirchen in neue Büroräume in das nahegelegene Dornach (Aschheim). Das in Feldkirchen befindliche Lager soll zur Vereinfachung der Logistikprozesse an das zur MAQUET Solna gehörende Zentrallager in Eindhoven/Niederlande verlagert werden. Dazu wurde im Geschäftsjahr 2024 bereits ein Teil der Lagerbestände an MAQUET Solna verkauft. Der Abverkauf ist in 2025 fortgesetzt worden. Die noch auf Lager liegenden PulsioFlex Monitore sollen bis Ende des Jahres 2026 verkauft werden. Insgesamt wird dadurch der Working-Capital-Bedarf der PULSION deutlich gesenkt.

2. Geschäftsmodell (3/4)

PULSION bietet derzeit drei Monitoring-Plattformen, denen Katheter und Sonden zugeordnet sind, mit denen bestimmte Parameter in bestimmten Genauigkeitsgraden gemessen werden können, an.

Im Jahr 2024 wurde mit der Pulsiocare-Plattform der Nachfolger der PulsioFlex-Plattform in den Markt gebracht.

Produktübersicht

- PULSION bietet derzeit drei Monitoring-Plattformen an:
 - die traditionelle PiCCO2-Plattform,
 - die 2012 eingeführte PulsioFlex-Plattform und
 - die 2024 eingeführte Pulsiocare-Plattform
- Diesen drei Plattformen sind Katheter und Sonden zugeordnet, mit denen bestimmte Parameter in bestimmten Genauigkeitsgraden gemessen werden können. Die wichtigsten sind
 - PiCCO-Technologie,
 - ProAQT-Technologie,
 - CeVOX-Technologie und
 - LiMON-Technologie
- Der Verkauf der CeVOX- und LiMON-Technologie wurde im Geschäftsjahr 2024 eingestellt, da die Anpassung an die europäischen regulatorischen Anforderungen als unverhältnismäßig hoch und unwirtschaftlich eingeschätzt wurde. Der Umsatz beider Technologien hatte in den letzten Jahren durchschnittlich weniger als 2% des Gesamtumsatzes ausgemacht.

Patente

- Die PiCCO-Technologie war über viele Jahre durch diverse Patente geschützt. Ein großer Teil der PiCCO-Patente ist nach Erreichen der maximal möglichen Gültigkeitsdauer im zweiten Quartal 2025 ausgelaufen. Von zuletzt noch 18 PiCCO-Patenten aus drei Patentfamilien sind nur noch fünf Patente aus einer Patentfamilie in Kraft, die spätestens Ende nächsten bzw. übernächsten Jahres ablaufen werden und voraussichtlich auch nicht verlängerbar sind. Die PiCCO-Patente aus den älteren Patentfamilien hatten ihre maximale Laufzeit bereits zwischen 2013 bis 2020 erreicht.
- Die ProAQT-Sensoren sind als eigene, 17 Schutzrechte umfassende Patentfamilie geschützt. Die maximale Laufzeit der Schutzrechte endet im März 2031.

Monitoring-Plattformen



PiCCO2



PulsioFlex Monitor



Pulsiocare Monitor

Katheter und Sonden



PiCCO-Katheter



ProAQT Sensoren

Quelle: GETINGE Homepage

2. Geschäftsmodell (4/4)

Die PiCCO2-Technologie ist eine invasive Technologie zur Überwachung der Hämodynamik von Intensivpatienten.

Dagegen ist die ProAQT-Technologie eine minimal-invasive Technologie, die insbesondere bei Operationen zur Anwendung kommt.

Produktbeschreibung

- Im Folgenden geben wir einen kurzen Überblick über diese Produkte bzw. Technologien:
 - Monitoring Plattformen
 - Mit der PiCCO2-Plattform verfügt PULSION über ein System, das in der Intensivmedizin bei der Behandlung schwerstkranker Patienten breite Anwendung findet.
 - Die PulsioFlex-Plattform erweitert die Zielmärkte von PULSION durch das Angebot einer Technologie im Bereich der perioperativen Medizin, d.h. außerhalb der Intensivmedizin signifikant.
 - In 2024 wurde mit der PulsioCare-Plattform der Nachfolger der PulsioFlex-Plattform in den Markt gebracht. Mit PulsioCare sind die Technologien PiCCO und ProAQT in einem einzigen Monitor integriert und damit wird die fortschrittliche hämodynamische Überwachung auf der Intensivstation und im Operationssaal ermöglicht.
 - Katheter und Sonden
 - Der PiCCO-Katheter dient zur Überwachung des Herz-Kreislauf-Systems schwer kranker Intensivpatienten und steuert die Therapie. Er ist kalibrierbar und damit gut geeignet für die längerfristige Überwachung von Patientenzuständen. Einsatzbereich ist damit vor allem die Intensivstation.
 - Die ProAQT-Sensoren kommen als vereinfachte Version der PiCCO-Technologie in der Medizin bei Risikopatienten und Risikoeingriffen zum Einsatz – d.h. vor allem im Operationssaal. Die Technologie ist minimal-invasiv und kann auch durch Pflegepersonal an einem Standard-Radialis-Katheter installiert werden.

Monitoring-Plattformen



PiCCO2



PulsioFlex Monitor



PulsioCare Monitor

Katheter und Sonden



PiCCO-Katheter



ProAQT Sensoren

Quelle: GETINGE Homepage.

3. Vermögenslage (1/2)

Das Anlagevermögen der PULSION umfasst im Wesentlichen immaterielle Vermögensgegenstände. Diese beinhalten selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände, insbesondere die aktivierten Entwicklungsleistungen für die Monitoring-Plattform Pulsiocare.

Der Anstieg der Aktiva von 2023 auf 2024 ist auf einen Anstieg der aktivierten Entwicklungsaufwendungen sowie der positiven Entwicklung der operativen Geschäftstätigkeit (Anstieg der Cash Pool Forderungen) zurückzuführen.

PULSION - Aktiva			
T€	Ist		
Zum 31. Dezember	2022	2023	2024
1. selbst geschaffene Schutzrechte	15.628	11.384	12.185
2. entgeltlich erworbene Schutzrechte	11	0	162
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	15.639	11.385	12.347
1. Grundstücke und Gebäude	21	20	19
2. technische Anlagen und Maschinen	1.268	163	596
3. andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	398	271	253
4. geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau	353	397	(0)
II. Sachanlagen	2.041	851	868
Anlagevermögen	17.679	12.236	13.214
1. Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	3.042	2.743	2.571
2. unfertige Erzeugnisse, unfertige Leistungen	378	187	590
3. fertige Erzeugnisse und Waren	2.395	2.133	1.450
4. geleistete Anzahlungen	144	-	15
I. Vorräte	5.960	5.063	4.626
1. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	526	267	325
2. Forderungen gegen verbundene Unternehmen	9.510	15.593	21.416
- davon aus Cash Pool	9.325	13.874	16.393
3. sonstige Vermögensgegenstände	201	401	316
II. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	10.238	16.261	22.057
III. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	0	0	0
Umlaufvermögen	16.198	21.325	26.683
Rechnungsabgrenzungsposten	46	34	30
Aktiva	33.923	33.595	39.928

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Aktiva

- PULSION erstellt ihren Jahresabschluss nach HGB. Nebenstehend sind die Aktiva der PULSION für die Jahre 2022 bis 2024 gemäß den handelsrechtlichen Jahresabschlüssen zum 31. Dezember 2022, 31. Dezember 2023 und 31. Dezember 2024 dargestellt.
- Das Anlagevermögen der PULSION besteht im Wesentlichen aus selbst geschaffenen immateriellen Vermögensgegenständen (T€ 12.185 zum 31. Dezember 2024). Diese beinhalten aktivierte Entwicklungsaufwendungen für die Monitoring-Plattformen. Für die Monitoring-Plattformen wird eine Abschreibungsdauer von fünf bis elf Jahren angesetzt.
- Das Sachanlagevermögen besteht vor allem aus technischen Anlagen und Maschinen (T€ 596 zum 31. Dezember 2024). Diese umfassen bei den Zulieferern befindliche Werkzeuge, die sich im Eigentum der PULSION befinden.
- Das Umlaufvermögen der PULSION beinhaltet hauptsächlich Forderungen gegen verbundene Unternehmen (T€ 21.416 im Jahr 2024). Diese umfassen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, da PULSION ihre Produkte innerhalb des GETINGE Konzern verkauft, sowie Forderungen aus Cash Pool. Alle konzerninternen Forderungen und Verbindlichkeiten werden verzinst.
- Durch den Abverkauf der Lagerbestände waren die Vorräte zum 31. Dezember 2024 leicht rückläufig. Gegenläufig wirkte der Lageraufbau der PulsioFlex Monitore. Der Abverkauf des Lagers wird sich im Geschäftsjahr 2025 fortsetzen, sodass PULSION künftig nur noch die im Verarbeitungsprozess befindlichen Artikel unter den Vorräten bilanzieren wird.
- Aufgrund des konzernweiten Cash Pool verfügt PULSION über keine wesentlichen Kassenbestände.

3. Vermögenslage (2/2)

Aufgrund des bestehenden BGAV entwickelt sich das Eigenkapital der PULSION weitgehend unabhängig vom Jahresüberschuss.

Die Eigenkapitalquote beträgt rund 53%.

PULSION - Passiva			
T€ Zum 31. Dezember	Ist		
	2022	2023	2024
I. Gezeichnetes Kapital	8.245	8.245	8.245
II. Kapitalrücklage	4.371	4.371	4.371
III. andere Gewinnrücklagen	7.985	7.985	7.985
IV. Bilanzgewinn	2.955	0	545
Eigenkapital	23.556	20.601	21.146
1. Steuerrückstellungen	6	0	-
2. sonstige Rückstellungen	1.928	2.069	1.671
Rückstellungen	1.934	2.069	1.671
1. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.725	2.410	1.779
2. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	6.682	8.475	15.298
3. sonstige Verbindlichkeiten	27	39	35
Nicht zinstragende Verbindlichkeiten	8.434	10.925	17.111
Passiva	33.923	33.595	39.928

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Passiva

- In der nebenstehenden Tabelle sind die Passiva der PULSION für die Jahre 2022 bis 2024 dargestellt.
- Das Eigenkapital der PULSION variiert in den Jahren 2022 bis 2024 nur abhängig vom jeweiligen Bilanzgewinn.
- Infolge des BGAV mit MAQUET sind mit Beginn des Geschäftsjahres am 1. Januar 2015 alle ausschüttungsfähigen Gewinne an MAQUET abzuführen. Der ausschüttungsgesperrte Betrag gemäß § 268 Abs. 8 HGB ist durch frei verfügbare Rücklagen in Höhe von T€ 7.985 abgedeckt. Zum 31. Dezember 2024 bestehen ausschüttungsgesperrte Beträge aufgrund aktivierter, selbst geschaffener immaterieller Vermögensgegenstände des Anlagevermögens. Die nach § 268 Abs. 8 Satz 1 HGB abzuziehenden, hierfür gebildeten passiven latenten Steuern werden auf Ebene von MAQUET bilanziert. Durch die leichte Erhöhung der selbst geschaffenen immateriellen Vermögensgegenstände erhöhte sich ebenfalls die Abführungssperre. Der Jahresüberschuss konnte daher nicht vollständig ausgeschüttet werden und es verblieb ein Bilanzgewinn von T€ 545.
- Die sonstigen Rückstellungen bestehen zum 31. Dezember 2024 im wesentlichen aus Personalbezogenen Rückstellungen (T€ 841), Rückstellungen für den Rückbau von Mietereinbauten (T€ 462) und Rückstellungen für Kundenboni (T€ 82).
- Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen beinhalten im Wesentlichen die Verbindlichkeit aus Gewinnabführung. Saldiert betragen die Forderungen gegen und die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen zum 31. Dezember 2024 T€ 6.118.

4. Ertragslage (1/4)

Die Gewinn- und Verlustrechnung von PULSION spiegelt in den Jahren 2022 bis 2024 ein erhebliches Wachstum des Geschäfts wider. Mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 16,1% p.a. konnten die Umsatzerlöse von T€ 29.659 auf T€ 39.988 gesteigert werden.

Die Bruttoergebnismarge konnte im gleichen Zeitraum um insgesamt 9,2% Punkte verbessert werden, nachdem es 2023 aufgrund eines Sondereffektes zu einem deutlichen Rückgang kam.

PULSION - Gewinn- und Verlustrechnung			
T€	Ist		
	2022	2023	2024
Umsatzerlöse	29.659	35.795	39.988
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	20,7%	11,7%
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	14.380	23.394	15.726
Bruttoergebnis vom Umsatz	15.279	12.401	24.262
<i>Bruttoergebnismarge</i>	51,5%	34,6%	60,7%
Vertriebskosten	1.093	1.360	1.080
Allgemeine Verwaltungskosten	4.435	4.850	4.201
Forschungs- und Entwicklungskosten	2.494	1.847	3.843
Sonstige betriebliche Erträge	151	422	48
Sonstige betriebliche Aufwendungen	19	20	14
EBIT	7.389	4.746	15.172
<i>EBIT-Marge</i>	24,9%	13,3%	37,9%
Zinsergebnis	26	269	359
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	227	(16)	51
Ergebnis nach Steuern	7.188	5.031	15.481
Gewinnabführung	6.200	7.986	14.936
Jahresüberschuss	988	(2.955)	545
Gewinnvortrag aus dem Vorjahr	1.967	2.955	0
Bilanzgewinn	2.955	0	545

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Ertragslage

- Nebenstehend ist die Gewinn- und Verlustrechnung nach HGB von PULSION für die Jahre 2022 bis 2024 dargestellt.
- Die Umsatzerlöse der PULSION entwickelten sich im betrachteten Zeitraum positiv. In den Geschäftsjahren 2023 und 2024 konnte ein Wachstum der Umsatzerlöse von 20,7% bzw. 11,7% erzielt werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich im Geschäftsjahr 2024 der Abverkauf der Lagerbestände an die MAQUET Solna als Sondereffekt positiv auf die Umsatzentwicklung auswirkte. Zu der Entwicklung der Umsatzerlöse nach Produktgruppen wird auf Abschnitt V.5 verwiesen.
- Die Bruttoergebnismarge von über 50% in den Geschäftsjahren 2022 und 2024 spiegelt primär die erzielte Marge auf Verbrauchsmaterialien wider. Diese lag mit rund 63,0% im Geschäftsjahr 2024 deutlich höher als bei den verkauften Monitoren mit 28,0%.
- Die im Geschäftsjahr 2023 vergleichsweise niedrige Bruttoergebnismarge ist auf Aufwendungen in Zusammenhang mit der Einstellung der NICCI-Produktlinie zurückzuführen, die sich durch eine außerplanmäßige Abschreibung in Höhe von T€ 9.010 auf die Herstellkosten auswirkten (siehe Abschnitt V.3).
- Die bei der PULSION anfallenden Vertriebskosten beinhalten im Wesentlichen Personalkosten für Mitarbeitende, die im Zusammenhang mit der Erstellung klinischer Schulungen und Schulungen für Mitarbeitende beschäftigt sind.
- Die allgemeinen Verwaltungskosten umfassen neben Personalkosten hauptsächlich die Miete für die Räumlichkeiten in Feldkirchen.

4. Ertragslage (2/4)

Das Ergebnis nach Steuern der PULSION war in den Jahren 2022 bis 2024 von mehreren Sondereffekten beeinflusst. So wurde das Geschäftsjahr 2023 durch eine außerordentliche Abschreibung in Höhe von T€ 9.010 belastet, während im Geschäftsjahr 2024 durch den Abverkauf der Lagerbestände rund T€ 5.471 nicht wiederkehrende Umsatzerlöse erzielt wurden.

Ertragslage (Fortsetzung)

- Die Kosten für Forschung und Entwicklung („F&E-Kosten“) beinhalten insbesondere Kosten für die Entwicklung und Weiterentwicklung der Produkte der PULSION. Die Höhe der in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Kosten ist in erheblichem Maße davon abhängig, ob und in welchem Umfang die Kosten als selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände aktiviert werden (können). Im Jahr 2024 lag der Anteil vergleichsweise niedrig. In diesem Jahr wurde ein Entwicklungsprojekt gestartet, dessen Kosten noch nicht die Aktivierungsvoraussetzungen des § 255 Abs. 2a HGB erfüllten. Ein Teil der F&E-Kosten entfällt auf Entwicklungsleistungen, die für OEM Partner oder Gesellschaften innerhalb des GETINGE Konzerns erbracht und von diesen entsprechend vergütet wurden.
- Die nachfolgende Tabelle zeigt die gesamten F&E-Kosten für die Jahre 2022 bis 2024.

PULSION - Forschungs- und Entwicklungskosten			
T€	Ist		
	2022	2023	2024
F&E-Kosten laut GuV	2.495	1.847	3.843
Aktivierte Entwicklungsleistungen	3.032	4.120	1.716
Gesamte F&E-Kosten vor Aktivierung	5.527	5.967	5.559
davon für Dritte	307	492	1.308
PULSION zuzurechnende gesamte F&E-Kosten	5.220	5.475	4.251

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

- Die Entwicklung der gesamten F&E-Kosten, bestehend aus den in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigten F&E-Kosten und den aktivierten Entwicklungsleistungen, ist deutlich stabiler als die Entwicklung der einzelnen Posten.

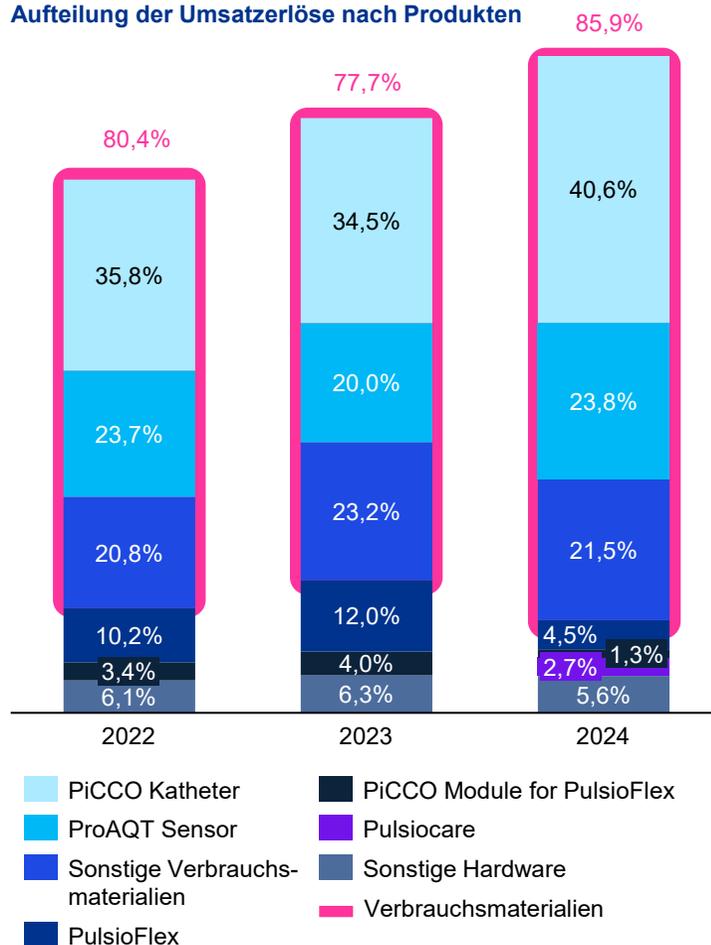
Ertragslage (Fortsetzung)

- Das Zinsergebnis umfasst im Wesentlichen die Zinsen aus dem Cash-Pool im GETINGE Konzern.
- Steuern vom Einkommen und Ertrag beinhalten die Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag auf die Garantiedividende, die an die Minderheitsaktionäre gezahlt wird. Aufgrund der bestehenden steuerlichen Organschaft, enthalten die Steueraufwendungen keine Steuern auf die laufende Geschäftstätigkeit.
- Hinsichtlich des Bilanzgewinns wird auf die Ausführungen zur Vermögenslage verwiesen.

4. Ertragslage (3/4)

Die Umsatzerlöse von PULSION werden hauptsächlich durch den Verkauf von Kathetern und Sonden generiert.

Die Umsätze mit diesen Verbrauchsmaterialien sind von 2022 bis 2024 stetig gewachsen.



Umsatzerlöse nach Produkten

- Die nebenstehende Grafik zeigt die Unterteilung der Umsatzerlöse von PULSION nach Produkten. Umrandet sind die Produkte der Produktkategorie Katheter und Sonden, die auch als Verbrauchsmaterialien oder Disposables bezeichnet werden.
- Der Verkauf von Verbrauchsmaterialien macht den Großteil der Umsatzerlöse aus (zwischen 77,7% in 2023 und 85,9% in 2024). Die Verbrauchsmaterialien unterteilen sich hauptsächlich in die Produkte PiCCO Katheter und ProAQT Sensor. Dabei handelt es sich um Verbrauchsmaterialien zur Messung der Vitalzeichen am Patienten, die jeweils nur einmal verwendet werden können.
- Der hohe Anteil der Katheter und Sonden im Jahr 2024 ist durch die erfolgten Lagerverkäufe an MAQUET Solna begründet.
- Die Hardware umfasst die Plattformprodukte, also Monitore sowie die zugehörige Software. Dazu gehören insbesondere die Plattform PulsioFlex, das bis Ende 2024 vorrangig verkaufte Monitorsystem, sowie der neue Monitor Pulsiocare, der die alte Plattform in den meisten Ländern seit Ende 2024 ersetzt.
- Absolut sind Umsatzerlöse aus Verbrauchsmaterialien von 2022 bis 2024 stetig von € 25,9 Mio. auf € 34,1 Mio. gewachsen. Die Hardwareverkäufe haben sich wechselnd entwickelt. Während im Jahr 2023 Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Monitoren in Höhe von € 8,0 Mio. erzielt werden konnten, wurden im Jahr 2024 nur noch € 5,6 Mio. erreicht. Dies ist primär auf das Auslaufen des PulsioFlex Systems Ende 2024 zurückzuführen.

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

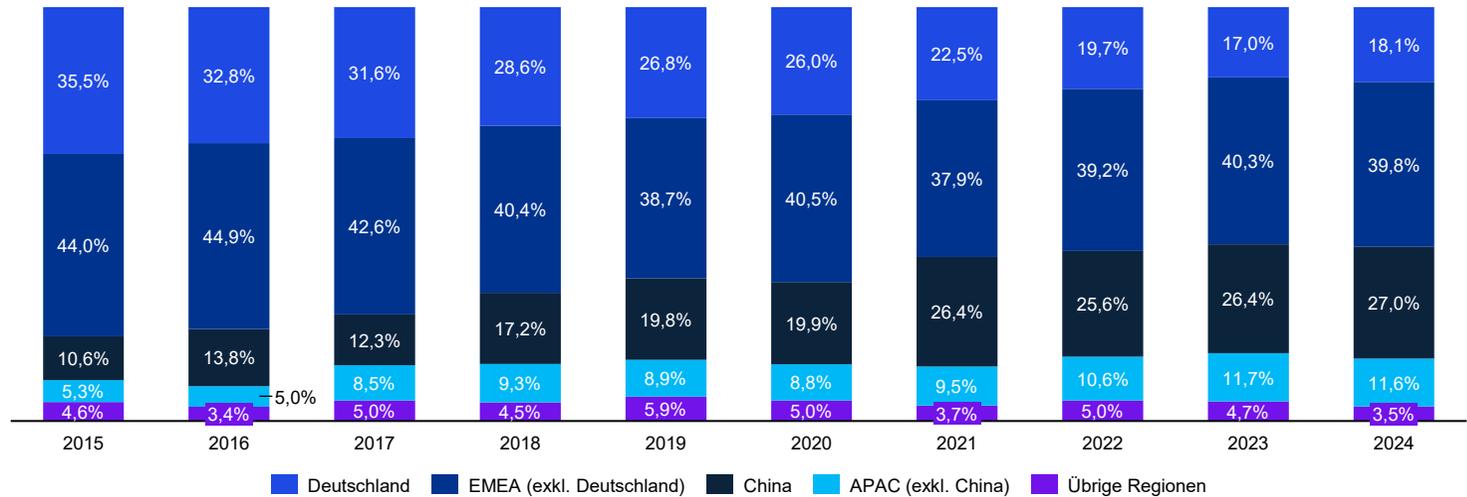
Anm.: Darstellung ohne Sonstige Umsatzerlöse. und vor Berücksichtigung der Transferpreisanpassung. Nach Berücksichtigung der Transferpreisanpassung beträgt der Umsatz im Jahr 2024 für Verbrauchsmaterialien (Katheter und Sonden) € 32,7 Mio. und Monitore € 5,4 Mio. (siehe Abschnitt V.5).

4. Ertragslage (4/4)

In den vergangenen Jahren gab es deutliche Verschiebungen in den regionalen Absatzmärkten. Seit 2021 ist China der größte Absatzmarkt für PULSION Produkte.

Rund 85% der Umsatzerlöse mit PULSION Produkten werden in China, Deutschland und der übrigen EMEA-Region erzielt.

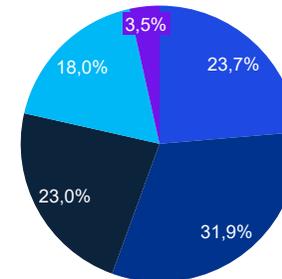
Aufteilung der gesamten Umsatzerlöse nach Regionen



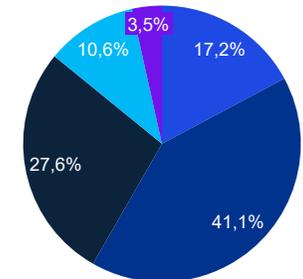
Umsatzerlöse nach Regionen

- Der Anteil der Umsatzerlöse aus Deutschland ist von 35,5% im Jahr 2015 auf 18,1% im Jahr 2024 gesunken. Im Bereich Hardware liegt im Jahr 2024 mit 23,7% ein leicht höherer Umsatzanteil vor als in der Gesamtbetrachtung. Deutschland ist für PULSION der zweitgrößte Absatzmarkt.
- Der Rückgang des Umsatzanteils in der Region Europa, Mittlerer Osten, Afrika („EMEA“) exklusive Deutschland fiel mit rund 4%-Punkten deutlich geringer aus. Besonders bei den Verbrauchsmaterialien ist EMEA (exkl. Deutschland) mit 41,1% führend, während der Hardware-Anteil bei 31,9% liegt.
- In China konnte PULSION ein erhebliches Wachstum mit einem Anstieg des Anteils von 10,6% im Jahr 2015 auf 27,0% im Jahr 2024 erreichen, so dass China nunmehr der größte Absatzmarkt ist.

Umsatzanteile Hardware (2024)



Umsatzanteile Verbrauchsmaterialien (2024)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.
Anm.: Darstellung ohne Sonstige Umsatzerlöse.

III.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

1. Marktübersicht

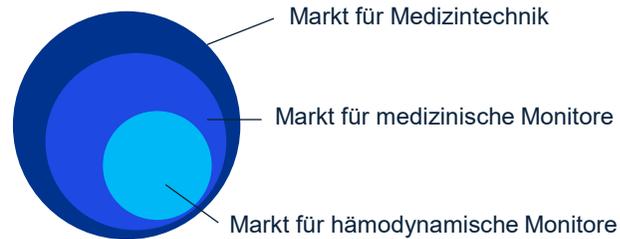
PULSION ist im Markt für Medizintechnik, speziell im Bereich hämodynamischer Monitore tätig.

Das Marktwachstum wird unter anderem durch eine alternde Bevölkerung begünstigt.

Die wichtigsten Absatzmärkte des Unternehmens sind die EMEA-Region – insbesondere Deutschland – sowie die APAC-Region, mit einem besonderen Schwerpunkt auf China.

Das hämodynamische Monitoring umfasst mit (minimal) invasiven und nicht-invasiven Verfahren zwei Anwendungsarten.

Marktübersicht



Marktübersicht

- Die PULSION ist im Markt für Medizintechnik, insbesondere im Bereich medizinische Monitore, tätig. PULSION hat sich auf hämodynamische Monitore und das dafür erforderliche Verbrauchsmaterial fokussiert.
- Der Hauptmarkt für PULSION liegt in der EMEA-Region, mit einem besonderen Schwerpunkt auf Deutschland. Darüber hinaus ist das Unternehmen auch im asiatisch-pazifischen Raum stark vertreten. Insbesondere der Anteil der Umsatzerlöse aus China stieg in den vergangenen Jahren deutlich an (vgl. Seite 25). Nachfolgend wird daher die volkswirtschaftliche Entwicklung und der Markt für hämodynamische Monitore in den Regionen Europa und China dargestellt.
- Ein wesentlicher Treiber des Marktes für medizinische Monitore ist die Entwicklung der Bevölkerungsanzahl in den jeweiligen Absatzregionen in Verbindung mit einer steigenden Lebenserwartung und deren Auswirkung auf die Alterspyramide.

Markt für hämodynamische Monitore

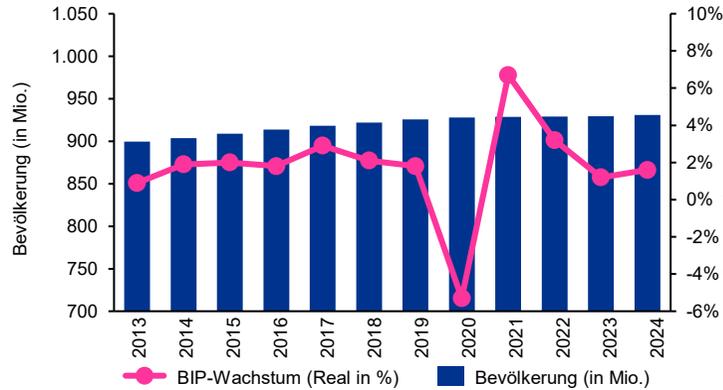
- Der Markt für hämodynamische Monitore umfasst Produkte, die für die Messung bzw. Überwachung der neurologischen, hämodynamischen und kardialen Funktionen eines Patienten eingesetzt werden. Die Geräte sind in fast allen Bereichen von Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen vorhanden und werden auch teilweise in Privathaushalten eingesetzt.
- Medizinische Eingriffe mit Patientenüberwachungsmonitoren bestehen zum größten Teil aus der Anbringung von Sensoren am Patienten, das Anbringen von Oberflächenelektroden und das Anbringen von Oximetriesensoren.
- Hämodynamisches Monitoring umfasst eine Reihe von Methoden zur Überwachung der Herz-Kreislauf-Funktion und des Blutflusses im Körper. Es gibt verschiedene Ansätze, die von einfachen, nicht-invasiven, Methoden bis hin zu komplexeren, invasiven Techniken reichen. Die Auswahl der geeigneten Methode hängt von der klinischen Situation, dem Schweregrad der Erkrankung und den individuellen Bedürfnissen des Patienten ab.
- Zu den nicht-invasiven Verfahren zählen die Blutdruckmessung mit Manschette, Pulsoxymetrie, das Elektrokardiogramm, Kapnometrie und Kapnografie zur Messung des Kohlendioxidgehalts der ausgeatmeten Luft, transthorakale Echokardiographie sowie Puls-Konturanalyse und venöse Oxymetrie.
- Invasives Monitoring umfasst arterielle Blutdruckmessung mittels Katheter, zentralvenöse Katheter oder Pulmonalarterienkatheter sowie Thermodilution, transösophageale Echokardiographie und Nahinfrarotspektroskopie. In den Bereich des invasiven Anwendungen fallen die PULSION Technologien ProAQT (minimal invasiv) und PiCCO (invasiv).

2. Makroökonomische Entwicklung (1/2)

Das reale BIP in Europa zeigte über das letzte Jahrzehnt hinweg eine wechselhafte Entwicklung mit Phasen moderaten Wachstums. Im Jahr 2020 kam es zu einem pandemiebedingten Einbruch, gefolgt von einer im Zeitablauf abflachenden Erholung.

Die alternde Bevölkerung in der EU, verbunden mit einer steigenden Lebenserwartung, führt zu einer strukturellen Verschiebung der Alterspyramide. Dadurch steigt die Nachfrage nach medizinischen Leistungen, insbesondere im Bereich altersbedingter Erkrankungen, signifikant an.

Bevölkerungsentwicklung / Wirtschaftswachstum in Europa



Makroökonomische Entwicklung in Europa

- Zwischen 2013 und 2019 verzeichnete Europa ein überwiegend stabiles, jedoch verhaltenes Wirtschaftswachstum. Dieses wurde durch eine expansive Geldpolitik und historisch niedrige Zinsen gestützt. Strukturbedingte Schwächen, insbesondere in Teilen Südeuropas, begrenzten das Wachstumspotenzial der Region.
- Die COVID-19-Pandemie führte 2020 zu einem wirtschaftlichen Einbruch, der nahezu alle Sektoren betraf. 2021 folgte eine deutliche Erholung, getragen vor allem durch Nachholeffekte und staatliche Stützungsmaßnahmen.
- Ab 2022 verschlechterten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen erneut. Der Krieg in der Ukraine, stark gestiegene Energiepreise und eine deutlich anziehende Inflation belasteten die Konjunktur. Die geldpolitische Straffung durch die EZB verstärkte diese Entwicklung.

Demographische Entwicklung in der EU



Demographische Faktoren in Europa

- Ein wesentlicher Treiber des Marktes für medizinisches Monitoring ist die Entwicklung der Bevölkerungszahl in den jeweiligen Absatzregionen. Besonders relevant sind dabei die steigende Lebenserwartung und die Verschiebung der Alterspyramide.
- In der Europäischen Union ist der Anteil der Bevölkerung über 65 Jahre in den letzten Jahren deutlich gestiegen. Auch die durchschnittliche Lebenserwartung hat in den letzten zehn Jahren weiter zugenommen.
- Dieser demografische Wandel hat erhebliche Auswirkungen auf das Gesundheitswesen. Die Nachfrage nach medizinischen Leistungen und Pflege steigt spürbar – insbesondere bei altersbedingten Erkrankungen wie Demenz und Herz-Kreislauf-Leiden.

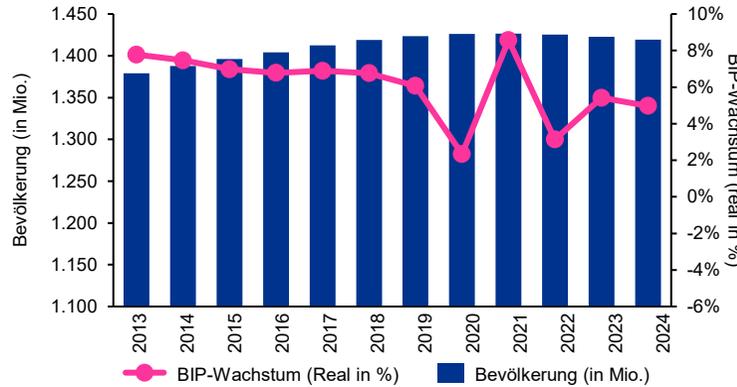
Quelle: Eurostat, EIU, KPMG Analyse.

2. Makroökonomische Entwicklung (2/2)

Das reale BIP in China zeigte in den letzten zehn Jahren zunächst ein nur leicht rückläufiges Wachstum. Im Jahr 2020 sank das Wachstum pandemiebedingt deutlich, erholte sich kurzfristig in 2021 und erreichte in 2023 in etwa das Niveau vor der Pandemie.

Parallel dazu nimmt der Anteil älterer Menschen stetig zu, bei gleichzeitig steigender Lebenserwartung.

Bevölkerungsentwicklung / Wirtschaftswachstum in China



Demographische Entwicklung in China



Quelle: EIU, KPMG Analyse.

Makroökonomische Entwicklung in China

- Zwischen 2013 und 2019 verzeichnete China ein insbesondere im Vergleich zu Europa deutlich höheres Wirtschaftswachstum. Die Dynamik war jedoch schwächer als in den Boomjahren zuvor. Haupttreiber waren staatliche Investitionen, technologischer Fortschritt und eine wachsende Mittelschicht.
- Im Jahr 2020 führte die COVID-19-Pandemie trotz staatlicher Gegenmaßnahmen zu einem deutlichen Einbruch. In 2021 folgte eine kräftige, aber kurzlebige Erholung – getragen von fiskal- und geldpolitischen Stimuli, stabilisierten Lieferketten und Nachholeffekten.
- Seit 2022 schwächte sich das Wachstum erneut ab. Gründe dafür sind strukturelle Probleme wie die Immobilienkrise, geopolitische Spannungen und protektionistisches Verhalten vieler Staaten, die die Unsicherheiten im globalen Handel erhöhten und den Export Chinas bremsen.

Demographische Faktoren in China

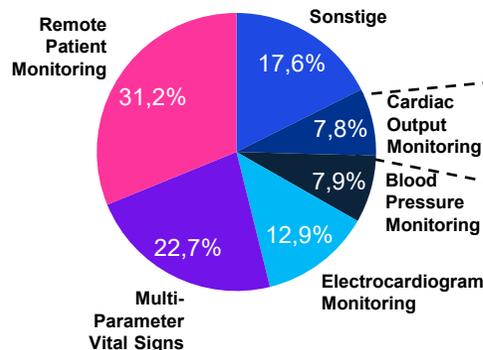
- Auch in China ist eine demografische Alterung erkennbar: Der Anteil über 65-Jähriger nimmt kontinuierlich zu, ebenso wie die durchschnittliche Lebenserwartung.
- Im Vergleich zu Europa liegt das Durchschnittsalter der Bevölkerung etwas niedriger, was auf einen zeitlich leicht versetzten demografischen Wandel hinweist.
- Die zunehmende Alterung der Gesellschaft führt auch in China zu einem steigenden Bedarf an medizinischer Versorgung und Diagnostik, insbesondere im Bereich altersbedingter Erkrankungen.

3. Marktsegmentierung

PULSION bedient zwei Segmente des Marktes für medizinische Monitore, die zusammen rund 30% des Gesamtmarktes ausmachen.

Im Segment Cardiac Output Monitoring ist GETINGE mit den Produkten der PULSION mit einem Marktanteil von 23,3% der Wettbewerber mit dem zweithöchsten Marktanteil. In dem Segment Multi-Parameter Vital Signs ist die PULSION erst seit 2024 aktiv.

Medizinische Monitore nach Segmenten 2023



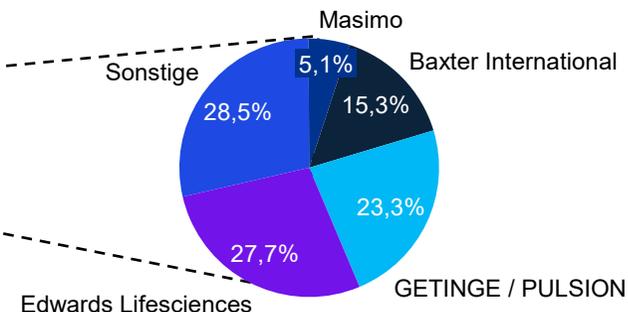
Quelle: 2024 iDATA Europe Patient Monitoring Equipment, KPMG Analyse.

Segmentierung des Marktes

- Die obenstehende Grafik zeigt die Unterteilung des Marktes für medizinische Monitore. Mit einem Anteil von 31,2% ist das Segment Remote Patient Monitoring das Größte, gefolgt von dem Multi-Parameter Vital Signs-Segment mit einem Anteil von 22,7%.
- PULSION ist mit ihren Plattformen „PulsioFlex“ und „Pulsio-care“ und der „PiCCO“-Technologie vor allem in den Segmenten Multi-Parameter Vital Signs und Cardiac Output Monitoring des Marktes für Patientenmonitore tätig.^(a) Somit bedient PULSION mit ihren Produkten 30,5% des Gesamtmarktes.
- Mit der Plattform „PulsioFlex“ ist PULSION bereits seit mehreren Jahren im Markt für Cardiac Output Monitoring aktiv. Die Plattform „Pulsio-care“ wurde erst 2024 eingeführt, weshalb noch keine aktuellen Daten zum Anteil innerhalb des Multi-Parameter-Vital-Signs-Segment verfügbar sind.

Anm.: vgl. Jahresabschluss PULSION, 2024, <https://www.getinge.com/de/produkte/pulsio-care/>.

Cardiac Output Monitoring nach Wettbewerbern 2023



Quelle: 2024 iDATA Europe Patient Monitoring Equipment, KPMG Analyse.

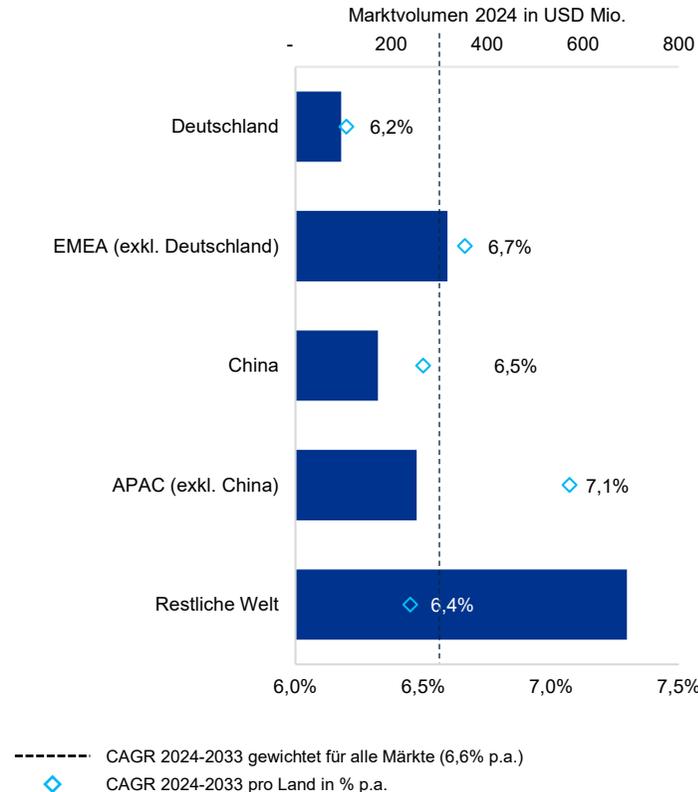
Wettbewerber im Segment

- Im Jahr 2023 erreichte GETINGE im Segment Cardiac Output Monitoring, welches durch Produkte der PULSION bedient wird, einen Marktanteil von 23,3%.
- Der Markt verteilt sich im Wesentlichen auf vier große Wettbewerber, die zusammen einen Marktanteil von 71,4% haben: Edwards Lifesciences Co., Irvine/USA, GETINGE, Baxter International Inc., Deerfield/USA, und Masimo Co., Irvine/USA.

4. Markt für hämodynamische Monitore (1/2)

Innerhalb der EMEA-Region ist Deutschland der volumenstärkste Markt für hämodynamisches Monitoring.
In der APAC-Region hält China den größten Marktanteil.

Marktvolumen und Marktwachstum



Quelle: 2024 Spherical Insights Global Hemodynamic Monitoring Market, KPMG Analyse.

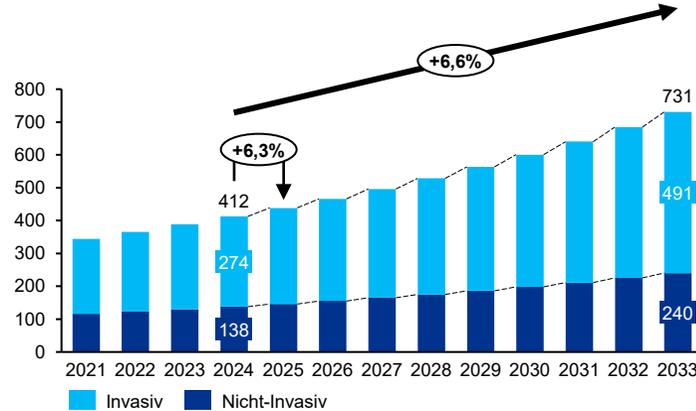
Marktvolumen und Marktwachstum

- Die nebenstehende Grafik zeigt das Marktvolumen nach Ländern bzw. Regionen sowie die Wachstumserwartungen für hämodynamisches Monitoring in diesen Absatzmärkten.
- Der Prognose zufolge bleibt Deutschland mit einem erwarteten Volumen von USD 165 Mio. im Jahr 2033 der größte Markt innerhalb der EMEA-Region. Studien gehen von umfangreichen Investitionen in moderne Monitoring-Technologien in Deutschland aus, weshalb ein Wachstum von 6,2% p.a. erwartet wird.
- Der Markt für hämodynamisches Monitoring in den restlichen Ländern der EMEA-Region wird laut Prognose von USD 317 Mio. im Jahr 2024 auf USD 566 Mio. im Jahr 2033 wachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,7% entspricht.
- Der chinesische Markt bleibt in der APAC-Region der größte Markt für hämodynamisches Monitoring. Laut Prognosen wird das Marktvolumen von USD 172 Mio. im Jahr 2024 auf USD 304 Mio. im Jahr 2033 steigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,5% über den Betrachtungszeitraum.
- Für die APAC-Region (exklusive China) wird im selben Zeitraum ein noch höherer Anstieg des Marktvolumens im Bereich hämodynamisches Monitoring von USD 253 Mio. auf USD 468 Mio. erwartet. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,1% bis 2033.
- Auf globaler Ebene wird für den Gesamtmarkt eine jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 6,6% im Zeitraum 2024 bis 2033 prognostiziert.

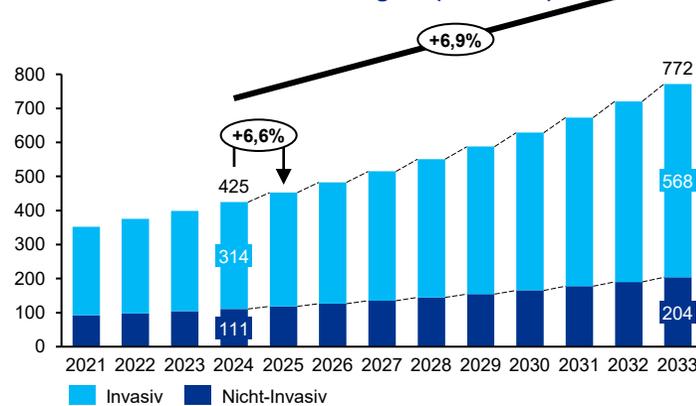
4. Markt für hämodynamische Monitore (2/2)

Alle Anwendungsarten – invasiv, minimal-invasiv und nicht-invasiv – werden voraussichtlich ein stabiles Wachstum von gut 6 % bis zum Jahr 2033 verzeichnen. Dieses Wachstum zeigt sich sowohl in der EMEA- als auch in der APAC-Region.

Marktwachstum EMEA-Region (USD Mio.)



Marktwachstum in der APAC-Region (USD Mio.)



Quelle: 2024 Spherical Insights: Global Hemodynamic Monitoring Market, KPMG Analyse.

Marktvolumen und Marktwachstum (Fortsetzung)

- Das erwartete Wachstum wird durch die hohe Prävalenz chronischer Erkrankungen wie Herz-Kreislauf-Leiden, Diabetes und Adipositas vorangetrieben. Besonders betroffen sind die europäischen Länder der EMEA-Region sowie zunehmend auch China innerhalb der APAC-Region, wo die Krankheitslast vergleichsweise hoch ist und die Nachfrage nach fortschrittlicher Überwachungstechnologie deutlich steigt.^(a)
- Das Marktwachstum wird zusätzlich durch eine gut ausgebaute Gesundheitsinfrastruktur, staatliche Investitionen und die rasche Einführung innovativer Technologien gestützt. Dies gilt sowohl für viele Länder der EMEA-Region als auch für große Teile der APAC-Region – insbesondere China, das gezielt in digitale Gesundheitslösungen investiert.
- In der EMEA-Region (inklusive Deutschland) wird der Markt für hämodynamisches Monitoring im Zeitraum 2024 bis 2033 Prognosen zufolge mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 6,6% wachsen – von USD 412 Mio. auf USD 731 Mio. Dabei verzeichnen invasive und minimal-invasive Technologien ein etwas dynamischeres Wachstum von 6,7% p.a. (CAGR), während der nicht-invasive Bereich mit 6,4% p.a. (CAGR) leicht darunter liegt.
- In der APAC-Region (inklusive China) wird der Markt für hämodynamisches Monitoring Prognosen zufolge von USD 425 Mio. im Jahr 2024 auf USD 772 Mio. im Jahr 2033 wachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 6,9% entspricht. Auch in dieser Region soll das Wachstum invasiver und minimal-invasiver Technologien leicht höher sein als das der nicht-invasiven Technologien.

5. Wettbewerbsvergleich (1/4)

Wir haben zwei Gruppen von Vergleichsunternehmen analysiert: direkte Wettbewerber (Tier 1) sowie Großkonzerne, die Medizintechnikprodukte herstellen (Tier 2).

Zu den Hauptkonkurrenten bei den direkten Wettbewerbern zählen je nach Absatzregion Baxter International Inc., Edwards Lifesciences, ICU Medical, Inc. und Contec Medical Systems Co., Ltd.

Direkte Wettbewerber



Anm.: Copyright/Quelle bei der jeweils gezeigten Gesellschaft.

Wettbewerber

- Als Vergleichsunternehmen wurden die beiden Vergleichsgruppen „Direkte Wettbewerber“ und nachrangig „Große Konzerne / OEM“ herangezogen. Bei den direkten Wettbewerbern sind die wesentlichen Merkmale (zum Beispiel Tätigkeitsfelder oder Zielmärkte) mit denen der PULSION in hohem Maße vergleichbar. Ausschlaggebend für die Auswahl dieser Unternehmen war, dass das Vergleichsunternehmen einen erheblichen Teil seiner Umsatzerlöse mit hämodynamischen Monitoren macht.
- Baxter International Inc., Illinois/USA, fokussiert sich auf verschiedene Medizintechnikprodukte im chirurgischen Bereich, darunter auch hämodynamische Monitore sowie zugehörige Katheter. Die Produkte sind direkte Konkurrenzprodukte zu denen von PULSION. Kernmarkt ist insbesondere die USA.
- Die Edwards Lifesciences, Irvine/USA, hatte sich bis zum Verkauf der Sparte Critical Care im Laufe des Jahres 2024 neben Herz-Kathetern ebenfalls auf hämodynamische Monitore sowie zugehörige Katheter spezialisiert und konkurrierte direkt mit den Produkten von PULSION. Kernmärkte sind die USA und Europa.
- Die Produkte der ICU Medical, Inc., San Clemente/USA, sind unmittelbar mit denen von PULSION vergleichbar. Die Umsatzerlöse dieses Unternehmens werden zu einem großen Teil mit hämodynamischen Monitoren und dazugehörigen Kathetern (Verbrauchsmaterialien) erzielt. Die Zielmärkte sind sowohl die USA und Europa als auch Asien.
- Contec Medical Systems Co., Ltd., Qinhuangdao/China, bietet ein breites Spektrum an medizinischen Überwachungsgeräten, darunter auch hämodynamische Monitore. Die Produkte sind funktional mit denen von PULSION vergleichbar, insbesondere im unteren bis mittleren Preissegment. Der Hauptmarkt befindet sich in China.

5. Wettbewerbsvergleich (2/4)

Nachrangig haben wir Großkonzerne, die Medizintechnikprodukte herstellen, im Rahmen der Wettbewerbsanalyse herangezogen, da diese zwar auch in anderen Geschäftsfeldern aktiv sind, aber deren Entwicklung dennoch von den gleichen übergeordneten Trends beeinflusst wird.

Wettbewerber (Fortsetzung)

- Masimo Corporation, Irvine/USA, ist ein führender Anbieter nicht-invasiver Überwachungstechnologien, darunter auch hämodynamische Monitore. Die Produkte der Gesellschaft konkurrieren direkt mit denen von PULSION, insbesondere im Bereich der Vitalparameterüberwachung. Die Hauptabsatzmärkte sind die USA, Europa und zunehmend auch Asien.
- Medtronic plc, Dublin/Irland, bietet ein breites Portfolio an Medizintechnikprodukten, darunter auch Systeme zur hämodynamischen Überwachung. Die Produkte überschneiden sich funktional mit denen von PULSION, insbesondere im Bereich der kardiovaskulären Patientenüberwachung. Die Kernmärkte sind die USA und Irland.
- MEKICS Co., Ltd., Chuncheon/Südkorea, entwickelt und produziert Beatmungsgeräte und hämodynamische Überwachungssysteme, teilweise in Kooperation mit der Masimo Corporation. Die Produkte stehen in direkter Konkurrenz zu den PULSION-Produkten, vor allem in der Intensiv- und Notfallmedizin. Die Hauptmärkte sind Südkorea und Indien.
- Nihon Kohden Corporation, Tokio/Japan, ist ein global tätiger Anbieter von Medizintechnik mit Fokus auf Patientenmonitoring, einschließlich hämodynamischer Überwachungssysteme. Die Produktpalette weist Überschneidungen mit der von PULSION auf, insbesondere im Bereich der Intensivmedizin. Die Hauptmärkte sind Nordamerika und Japan.

Große Konzerne / OEM

- Die großen Konzerne / OEM dienen nur der Plausibilisierung, da diese Unternehmen auch in anderen Geschäftsfeldern aktiv sind.



Anm.: Copyright/Quelle bei der jeweils gezeigten Gesellschaft.

5. Wettbewerbsvergleich (3/4)

Die Vergleichsunternehmen Baxter International, Inc., Edwards Lifesciences Corp. und ICU Medical, Inc. sind die wichtigsten Wettbewerber für PULSION.

Insgesamt zeigen die Tier 1-Unternehmen eine breite geografische Präsenz, wobei die meisten in den USA ansässig sind und global agieren.

Die Wettbewerber verzeichneten in 2024 überwiegend ein moderates Umsatzwachstum bei jedoch stark unterschiedlichen EBIT-Margen.

Die beiden asiatischen Wettbewerber Contec Medical Systems Co. Ltd. und MEKICS Co., Ltd. befinden sich im Umbruch und verzeichneten im Jahr 2024 einen deutlichen Umsatzrückgang bei stark negativer Profitabilität.

Überblick Vergleichsunternehmen Tier 1							
Unternehmen	Sitzland	Zielmärkte	Umsatz (EUR Mio.) 2024	Umsatzwachstum 2024	EBIT (EUR Mio.) 2024	EBIT-Marge 2024	Klassifizierung
Baxter International, Inc.	USA	USA, Global	10.273	9,6%	858	8,3%	Direkter Wettbewerber
Edwards Lifesciences Corp.	USA	USA, Europa, Global	5.254	15,9%	1.430	27,2%	Direkter Wettbewerber
ICU Medical, Inc.	USA	USA, EMEA, APAC	2.301	12,6%	94	4,1%	Direkter Wettbewerber
Contec Medical Systems Co. Ltd.	China	China, Global	63	-33,4%	-15	-23,3%	Direkter Wettbewerber
Masimo Corp.	USA	USA, EMEA, APAC	2.008	8,4%	27	1,3%	Direkter Wettbewerber
Medtronic plc	Irland	USA, Irland, Global	30.315	7,1%	5.986	19,7%	Direkter Wettbewerber
MEKICS Co., Ltd.	Südkorea	Südkorea, Indien, Global	7	-19,7%	-6	-85,5%	Direkter Wettbewerber
Nihon Kohden Corp.	Japan	Nordamerika, Japan, Europa	1.360	-4,9%	120	8,8%	Direkter Wettbewerber

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.
Anm.: Die Finanzdaten wurden mit dem Stichtagskurs des jeweiligen Geschäftsjahresendes umgerechnet.

Einordnung von PULSION

- Im Vergleich zu den Wettbewerbern ist PULSION (stand-alone betrachtet) mit bereinigten Umsatzerlösen im Jahr 2024 in Höhe von € 35 Mio. deutlich kleiner als die Wettbewerber. Die bereinigte EBIT-Marge lag mit 34,0% jedoch über der Bandbreite der direkten Wettbewerber.
- Sofern bei dem Vergleich mit den direkten Wettbewerbern auf den GETINGE Konzern abgestellt wird, liegen deren Umsatzerlöse im Jahr 2024 in Höhe von € 3.034 Mio. innerhalb der Bandbreite der direkten Wettbewerber von PULSION. Zudem liegt die EBIT-Marge des GETINGE Konzerns mit 10,7% deutlich unter der von PULSION und tendenziell im Mittelfeld der direkten Wettbewerber von PULSION.

5. Wettbewerbsvergleich (4/4)

Die Tier 2-Vergleichsunternehmen sind bedeutende Akteure im globalen Markt für Medizintechnik mit einer starken Präsenz in den USA, Europa und Asien.

Die Umsatzentwicklung und die EBIT-Marge dieser Großkonzerne und OEMs war in 2024 tendenziell heterogen.

Überblick Vergleichsunternehmen Tier 2

Unternehmen	Sitzland	Zielmärkte	Umsatz (EUR Mio.) 2024	Umsatz-wachstum 2024	EBIT (EUR Mio.) 2024	EBIT-Marge 2024	Klassifizierung
Gette AB (publ)	Schweden	USA, EMEA, APAC	3.034	6,0%	323	10,7%	Großkonzern / OEM
Abbott Laboratories	USA	USA, DE, Global	40.520	11,7%	7.240	17,9%	Großkonzern / OEM
Ambu A/S	Dänemark	USA, Europa, Global	723	13,0%	86	12,0%	Großkonzern / OEM
Becton, Dickinson and Company	USA	USA, EMEA, APAC	18.092	-1,2%	2.580	14,3%	Großkonzern / OEM
Boston Scientific Corporation	USA	USA, EMEA, APAC	16.176	25,6%	2.900	17,9%	Großkonzern / OEM
Carl Zeiss Meditec AG	Deutschland	DE, Nordamerika, Europa	2.066	-1,1%	187	9,1%	Großkonzern / OEM
Drägerwerk AG & Co. KGaA	Deutschland	DE, EMEA, Americas	3.371	-0,1%	209	6,2%	Großkonzern / OEM
Eckert & Ziegler SE	Deutschland	Nordamerika, Europa, APAC	296	20,2%	67	22,5%	Großkonzern / OEM
Edan Instruments, Inc.	China	China, Global	243	-1,8%	19	7,6%	Großkonzern / OEM
Green Cross Medical Science Corp.	Südkorea	Südkorea, Global	68	3,5%	1	2,2%	Großkonzern / OEM
Koninklijke Philips NV	Niederlande	USA, NL, China	18.021	-0,8%	939	5,2%	Großkonzern / OEM
MEDIANA Co., Ltd.	Südkorea	Südkorea, Europa, APAC	37	-31,8%	1	2,3%	Großkonzern / OEM
Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics Co., Ltd.	China	China, APAC, Americas	4.860	9,0%	1.637	33,7%	Großkonzern / OEM
Smith & Nephew plc	UK	USA, UK, Global	5.612	11,8%	856	15,2%	Großkonzern / OEM
Zimmer Biomet Holdings, Inc.	USA	USA, Global	7.417	10,9%	1.540	20,8%	Großkonzern / OEM

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Die Finanzdaten wurden mit dem Stichtagskurs des jeweiligen Geschäftsjahresendes umgerechnet.

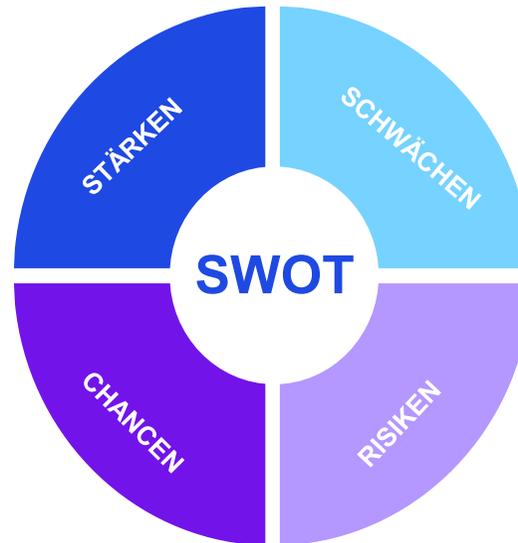
6. SWOT-Analyse

Stärken

- PULSION verfügt über langjährige Erfahrung und eine sehr hohe Reputation. Sie ist bekannt für ihre fortschrittlichen Technologien im Bereich der hämodynamischen Überwachung.
- Die Zugehörigkeit zum GETINGE Konzern und die Nutzung von deren Vertriebskanälen bieten einen Vertriebsvorteil. Dadurch besteht insbesondere die Möglichkeit des Cross-Selling, sodass Kontakt zu Kunden anderer Produkte des GETINGE Konzerns besteht.
- Für Kunden der Plattformen besteht ein sog. Lock-in-Effekt: Solange die Plattform genutzt wird, müssen diese Verbrauchsartikel von PULSION erwerben und können nicht auf Wettbewerbsprodukte ausweichen.

Chancen

- Die Einführung der Multiparameter-Plattform „Pulsio-care“ in 2024 bietet eine sehr gute Ausgangsbasis für zukünftiges Wachstum in dem Markt für hämodynamische Überwachung.
- Die Alterung der Bevölkerung bietet Wachstumschancen für den Gesundheitssektor und medizinische Monitore insgesamt und damit auch für hämodynamische Überwachung.
- Die permanente Forschung an neuen Technologien ermöglicht eine funktionale Weiterentwicklung der Monitorsysteme.
- PULSION unterhält strategische Partnerschaften zu Vertretern aus Wissenschaft, Kliniken, Ärztekammern und Beiräten, wodurch Kundenbedürfnisse erkannt und in die Weiterentwicklung der Plattformen und Technologien integriert werden können.



Schwächen

- Das Produktportfolio von PULSION ist im Vergleich zu den Wettbewerbern weniger diversifiziert.
- PULSION ist mangels Zulassung der Plattformen kaum im nordamerikanischen Markt aktiv. Damit besteht eine größere Abhängigkeit von der Entwicklung des europäischen und asiatischen Marktes als bei anderen Wettbewerbern.
- PULSION konnte bisher kein nicht-invasives System am Markt positionieren. Zuletzt scheiterte das NICCI-Projekt am Zulassungsverfahren.

Risiken

- Eine hohe Wettbewerbsintensität und der Kostendruck im Gesundheitswesen führen zu einem wachsenden Druck auf die Preise.
- Alle Patente, auf denen die PiCCO-Technologie beruht, sind in den vergangenen Jahren ausgelaufen oder laufen kurzfristig aus. Dies erhöht das Risiko von Nachahmerprodukten mit negativen Folgewirkungen auf Umsatz und Margen.
- Für den Markt in China ist davon auszugehen, dass künftig nationale Anbieter bevorzugt werden, um ihnen höhere Marktanteile zu ermöglichen und die Wertschöpfung in China auszubauen. So hat China Anfang Juli 2025 Unternehmen aus der EU von großen Ausschreibungen für Medizintechnik ausgeschlossen.
- Die F&E-Projekte verursachen Kosten und bergen das Risiko einer Nicht-Verwertbarkeit der Ergebnisse, zum Beispiel bei Nicht-Zulassung von Plattformen und/ oder Technologien aufgrund verschärfter Zulassungsanforderungen für Medizintechnikprodukte.

IV.

Bewertungsansatz

1. Allgemeine Bewertungsgrundsätze (1/4)

Die Bewertung eines Unternehmens erfolgt aus einer ökonomischen Perspektive unter Anwendung konzeptioneller Methoden, die in Bewertungstheorie und -praxis anerkannt sind.

In diesem Zusammenhang ist grundlegend zwischen „Werten“ und „Preisen“ zu unterscheiden und deren Zusammenhang zu beachten.

Hieran anschließend sind ggf. etwaig bestehende zusätzliche Vorgaben aus dem konkreten Sachverhalt zu berücksichtigen.

Unternehmensbewertung aus ökonomischer Perspektive

- Betriebswirtschaftslehre, Bewertungs- und Rechnungslegungspraxis sowie die Rechtsprechung verwenden im Rahmen der Bewertung von Unternehmen eine Vielzahl unterschiedlicher Begriffe zur Bezeichnung des jeweiligen gesuchten Bewertungsergebnisses.
- Gemäß IDW S 1 Tz. 4 bestimmt sich der Wert eines Unternehmens unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Für die Beurteilung und Auswahl einer sachgerechten Bewertungsmethode ist vor diesem Hintergrund zunächst eine rein ökonomische Perspektive einzunehmen.
- Hieran anschließend ist - unter Berücksichtigung des jeweiligen Bewertungszweckes - zu überprüfen, ob weitere formale oder materielle Vorgaben (beispielsweise durch Regulatoren, Rechtsprechung oder auch allgemeine Marktüblichkeit) an die im einzelnen Sachverhalt anzuwendende Bewertungsmethode bestehen. So sind im vorliegenden Fall insbesondere Entscheidungen der Rechtsprechung zu berücksichtigen.

Wert- und Preisbegriffe

- Aus einer ökonomischen Perspektive ist grundsätzlich zwischen „Werten“ und „Preisen“ zu unterscheiden. Während ein Preis durch Angebot und Nachfrage auf entsprechenden Märkten entsteht, orientieren sich Werte am Nutzen des Bewertungsobjekts für das Bewertungsobjekt und werden anhand eines (Rechen-)modells, welches wiederum abhängig vom Bewertungszweck, dem zu Grunde liegenden Wertkonzept und den zur Verfügung stehenden Daten ist, abgeleitet.
- Neben die grundlegende Differenzierung tritt zudem eine Unterscheidung zwischen fundamentalen und beobachtbaren Preisen bzw. Werten.

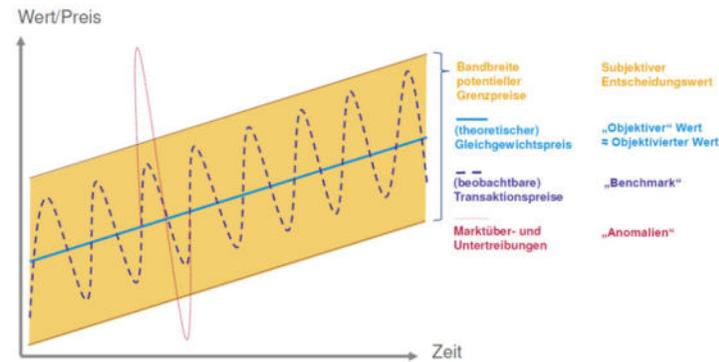
Wert- und Preisbegriffe (Fortsetzung)

- Für die zahlreichen Bewertungsanlässe der Bewertungspraxis kann jedoch kein Wert bzw. Preis alleinig und isoliert betrachtet für sich den Anspruch erheben, die gesuchte Bewertungsgröße sachgerecht zu reflektieren. Beobachtete und berechnete Größen unterliegen regelmäßig unsicheren Einflüssen auf realen Märkten und Ermessensspielräumen in Bewertungsmodellen. Einer hieraus resultierenden Unsicherheit kann jedoch durch eine gebotene parallele Analyse und Anwendung mehrerer Wert- oder Preismaßstäbe sachgerecht begegnet werden. So gibt die Relation von Werten und Preisen regelmäßig notwendige Hinweise bezüglich der wechselseitigen Plausibilisierung berechneter und beobachtbarer Ergebnisse.
- Konzeptionell können drei verschiedene „Preise“ unterschieden werden:
 - subjektiver (theoretischer) Grenzpreis
 - idealisierter (theoretischer) Gleichgewichtspreis
 - realisierter (beobachtbarer) Transaktionspreis.
- Die konzeptionelle Verbindung zu den Wertbegriffen der Bewertungspraxis ergibt sich aus dem in der Bewertungspraxis verfolgten Zwecken der Bewertung, so zum Beispiel beim subjektiven (theoretischen) Grenzpreis und dem subjektiven Entscheidungswert oder dem idealisierten (theoretischen) Gleichgewichtspreis und einem gesuchten „objektiven“ Wert. Da die idealtypischen Annahmen des idealisierten Kapitalmarktmodells – als Voraussetzung eines „objektiven“ Wertes – in der Realität jedoch nicht vollständig zutreffen, kann ein solcher zweckabhängiger „objektiver“ Wert regelmäßig nicht bestimmt werden. Mithilfe des Konzepts des „objektivierte Werts“ erfolgt jedoch eine möglichst weite Annäherung an diesen, wie die nachstehende Abbildung verdeutlicht.

1. Allgemeine Bewertungsgrundsätze (2/4)

Empirisch beobachtbare Transaktionspreise schwanken um Gleichgewichtspreise idealisierter Kapitalmarktmodelle.

Wert- und Preisbegriffe (Fortsetzung)



- Empirisch beobachtbar sind lediglich reale Transaktionspreise, die sich auf Transaktionsmärkten einstellen, beispielsweise Börsenkurse. Neben im Einzelfall gegebenenfalls wesentlichen Einflüssen durch dominierende Marktteilnehmer oder Informationsasymmetrien unterliegen reale Transaktionspreise regelmäßig zyklischen und konjunkturellen Schwankungen, die einerseits in theoretischen Gleichgewichtsmodellen regelmäßig nicht reflektiert sind, andererseits jedoch Einfluss auf die Ausprägung empirisch beobachtbarer Kapitalmarktparameter haben.
- Die empirisch beobachtbaren Transaktionspreise schwanken folglich in Abhängigkeit vom jeweiligen Wirtschaftszyklus sowie systembedingten temporären Über- oder Untertreibungen um die hypothetisch gleichgewichtigen Preise idealisierter Kapitalmarktmodelle bzw. weichen von diesen aufgrund des nicht vollständigen Deckungsgrads des real existierenden Kapitalmarkts zum theoretischen Ideal systematisch ab.

Wert- und Preisbegriffe (Fortsetzung)

- Gleichgewichtspreise theoretischer Modelle sind dagegen empirisch nicht beobachtbar, sie können jedoch als „Wert“ (gelegentlich auch als „innerer Wert“ oder „wahrer Wert“ bezeichnet) entsprechend dem theoretischen Ideal interpretiert werden, auf den sich die realen Märkte durch einen kontinuierlichen Anpassungsmechanismus zubewegen, soweit sich die realen Marktbedingungen den idealisierten Annahmen gleichgewichtiger Kapitalmarktmodelle annähern.
- Ein Vorteil dieses theoretischen Ideals besteht in seiner konzeptionellen Beschreibung eines Preisbildungsprozesses, an dem einerseits alle Marktteilnehmer gleichermaßen partizipieren und auf Basis eines identischen Informationsstandes operieren, andererseits jedoch kein Marktteilnehmer allein signifikanten Einfluss auf den Preis nimmt – mithin kein Marktteilnehmer dominiert und hierdurch kein Marktteilnehmer benachteiligt wird bzw. werden kann.
- Der sich einstellende (Gleichgewichts)Preis spiegelt dann den (theoretisch) wahren Wert wider, ist gleichermaßen gültig für alle Marktteilnehmer, und jeder Marktteilnehmer kann auf dieser Basis eine freie (Des)Investitionsentscheidung treffen.
- Sollen beobachtbare Preise vor dem Hintergrund des jeweiligen Bewertungszweckes dem Ergebnis eines solchen Ideals entsprechen, müssen sich die Bedingungen, unter denen sich beobachtbare Preise gebildet haben, an den jeweiligen Anforderungen theoretischer Modelle messen lassen.
- Die wesentlichen Anforderungen sind hierbei die
 - Beachtung des Stichtagsprinzips
 - vorliegende Anteilseignerstruktur
 - Vermeidung von Informationsasymmetrien
 - effiziente Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt, die nachfolgend beschrieben werden.

1. Allgemeine Bewertungsgrundsätze (3/4)

Empirisch beobachtbare Transaktionspreise und theoretische Gleichgewichtspreise können sich dann annähern, wenn die Anforderungen an die ideale Preisbildung, insbesondere das Vorliegen einer atomistischen Anteilseignerstruktur, das Fehlen von Informationsasymmetrien sowie die Informations-effizienz des Kapitalmarktes erfüllt sind.

Bedingungen idealer Preisbildung

Stichtagsprinzip

- Für die Bewertung relevant sind die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag. Bei der Analyse des Börsenkurses ist zu beachten, dass zwischen dem Festlegungsstichtag für den Börsenkurs und dem relevanten Bewertungsstichtag keine wesentlichen Sachverhalte zu strukturellen Veränderungen des Bewertungsobjekts oder den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aufgetreten sind, denn diese wären im Börsenkurs nicht reflektiert.

Anteilseignerstruktur

- Im theoretischen Marktgleichgewicht sind innerer Wert und Gleichgewichtspreis identisch. Der hierfür notwendige Anpassungsmechanismus basiert auf Angebot und Nachfrage einer Vielzahl von Marktteilnehmern (sog. atomistische Anteilseignerstruktur), die ihren Anreiz zum Handeln aus der bestehenden Differenz zwischen beobachtbaren Transaktionspreisen und ihren subjektiven Grenzpreisen ziehen und eine freie Entscheidung hinsichtlich einer Investition beziehungsweise Desinvestition haben.
- Subjektive Grenzpreise bilden sich hierbei auf der Basis von Bewertungsverfahren sowie den individuellen Annahmen der jeweiligen Marktteilnehmer und sind somit ebenfalls nicht unmittelbar beobachtbar.
- Eine atomistische Anteilseignerstruktur stellt sicher, dass kein einzelner Marktteilnehmer beispielsweise aufgrund einer allein durch hohen Anteilsbesitz vermittelten Preissetzungsmacht mit seiner Einzeltransaktion den Marktpreis beeinflussen kann (dominierte Situation im ökonomischen Sinne), was notwendige Bedingung eines fairen Preisbildungsprozesses ist.

Bedingungen idealer Preisbildung (Fortsetzung)

Fehlende Informationsasymmetrien

- Im Unterschied zum theoretischen Marktmodell, dass die vollständige (identische) Information aller Marktteilnehmer unterstellt, ist bezüglich realer Preisbildungsprozesse zu berücksichtigen, dass den Marktteilnehmern auf realen Kapitalmärkten wichtige wert- bzw. preisrelevante unternehmensinterne Informationen (zum Beispiel mittel- und langfristige Unternehmensplanungen) nicht beziehungsweise nicht vollständig bekannt sind.
- Es bestehen folglich Informationsasymmetrien mit dem Ergebnis, dass nicht alle wichtigen preisrelevanten Informationen in den beobachtbaren Transaktionspreisen reflektiert sind. Somit ist die Nichtexistenz von Informationsasymmetrien notwendige Bedingung eines fairen Preisbildungsprozesses zur Reflektion des „wahren“ Wertes.
- Die Bedeutung der Kenntnis der Unternehmensplanung zur Preisbildung ist dabei abhängig von der Komplexität des Geschäftsmodells, der Transparenz wesentlicher Werttreiber beispielsweise durch Regulierung, Veränderungen im Zeitablauf und Strategieänderungen sowie die Antizipationsfähigkeit des Marktes durch die Berichterstattung des Unternehmens und Begleitung durch Analysten und andere vergleichbare Marktteilnehmer.

Informationseffizienz der Kapitalmärkte

- Als weitere notwendige Bedingung eines fairen Preisbildungsprozesses treten Anforderungen an die Informationsverarbeitung durch die Kapitalmärkte hinzu (Informationseffizienzkriterium) wie beispielsweise eine hinreichende Handelsliquidität und fehlende Kursbeeinflussung.

1. Allgemeine Bewertungsgrundsätze (4/4)

Bei jeder Bewertung ist auf die **Konsistenz von Bewertungszweck, Daten und Modell (Methode)** zu achten.

Das Ergebnis der gewählten Methode ist mittels weiterer Methoden zu plausibilisieren.

Bewertungszweck und relevanter Wert- oder Preismaßstab

- Vor dem Hintergrund der drei zuvor genannten Preise beziehungsweise Werte ist im Rahmen jeder Bewertung kritisch zu hinterfragen, was konkret der Bewertungszweck ist, das heißt, welches Ergebnis (realisierter beobachtbarer Transaktionspreis, erwarteter gleichgewichtiger Marktpreis/objektivierter Wert oder subjektiver Grenzpreis/Entscheidungswert) gesucht wird. Hieraus resultiert, welche Methodik zur Ableitung des gesuchten Ergebnisses sachgerecht ist, welche empirischen Parameter Einfluss finden sollen und inwieweit die Parameter vor dem Hintergrund der verwendeten Methodik und Marktsituation grundsätzlich geeignet sind.^(a)
- Wir wurden vor dem Hintergrund des beabsichtigten Squeeze-outs der Minderheitsaktionäre der PULSION gegen Leistung einer angemessenen Barabfindung beauftragt, einen objektivierte Unternehmenswert zu ermitteln.
- Die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung steht im Einklang mit dem IDW S 1. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts dar.
- Unsere Beauftragung beinhaltet zudem die Beurteilung der Eignung des Börsenkurses der PULSION zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung unter Berücksichtigung der Kriterien des IDW ES 17.
- Aus ökonomischer Sicht ist es geboten, das Ergebnis des gewählten Wert- oder Preismaßstabs – sofern möglich – mittels mindestens eines weiteren Wert- oder Preismaßstabs zu plausibilisieren.^(b)

Anm.: (a) vgl. WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, A 14.

(b) vgl. IDW S 1, Tz. 15, 142 ff.; WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, A 105, 108 f.

2. Bewertung in der Rechtsprechung (1/3)

Die Rechtsprechung greift zur Abfindungsbemessung auf in der Bewertungstheorie und -praxis gebräuchliche Methoden zurück.

Die Ertragswertmethode ist dabei eine zulässige Bewertungsmethode.

Ein vorliegender Börsenkurs ist nach der Rechtsprechung unter bestimmten Voraussetzungen als alleiniger Maßstab zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung geeignet.

Wahl der Methode

- Eine Barabfindung ist gemäß der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („BVerfG“) und BGH sowie mit Blick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz angemessen, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung verschafft (auch: „wahre“ Wert der Unternehmensbeteiligung), wobei sicherzustellen ist, dass die Aktionäre nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätten, somit die Kompensation nicht unter dem Verkehrswert liegen darf.^(a)
- Eine Bewertungsmethode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.^(b)
- Der BGH hat festgestellt, dass es eine Rechtsfrage ist, ob eine angewendete Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht.^(c) Dies hat der BGH sowohl für die Ertragswertmethode als auch den Börsenkurs bejaht.
- Der BGH führt weiterhin aus, dass die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts ist und sich nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis beurteilt.
- Die Bewertungsmethode muss in der Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.^(d)

Anm.: (a)/(b) vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94 BGH, Beschluss vom 15. September 2020, II ZB 6/20 und vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

(c) vgl. BGH, Beschluss vom 15. September 2020, II ZB 6/20.

(d) vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14.

Ertragswertmethode

- Das Ertragswertverfahren ist in der Rechtsprechung des BGH als eine grundsätzlich geeignete Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts für Abfindungszwecke anerkannt.^(e)
- Sowohl in der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung als auch der Bewertungspraxis ist daher allgemein anerkannt, dass der Wert eines Unternehmens nach einem kapitalwertorientierten Verfahren ermittelt werden kann.

Börsenkurs als alleiniger Maßstab

- Der Börsenkurs ist in der Rechtsprechung als eine grundsätzlich geeignete Methode zur Bestimmung von (Bar-) Abfindungen an Minderheitsaktionäre anerkannt. So hat der BGH mit Beschlüssen vom 21. Februar 2023^(f) und 31. Januar 2024^(g) den Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich bei einem Beherrschungsvertrag gebilligt.
- Gemäß BGH kann der Anteilswert nur dann nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden, wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann.
- Der BGH hält es für rechtsfehlerfrei, eine effektive Informationsbewertung anzunehmen, wenn auffällige Kurssprünge, Kursmanipulationen oder Informationsdefizite durch die Nichteinhaltung von kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten ausgeschlossen sind. Einer hohen Liquidität des Kurses könne bei der Beurteilung des Vorliegens einer effektiven Informationsbewertung besondere Bedeutung beigemessen werden.

Anm.: (e) vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

(f) vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

(g) vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

2. Bewertung in der Rechtsprechung (2/3)

Ist ein vorliegender Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab geeignet, kann er aber grundsätzlich als Untergrenze bei der Abfindungsbemessung zu beachten sein, es sei denn, er spiegelt ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie wider.

Börsenkurs als alleiniger Maßstab (Fortsetzung)

- Der alleinige Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet auch dann aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist und daher die vorgenannten Kriterien nicht erfüllt sind, zum Beispiel weil über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat oder eine Marktengelage vorliegt.
- Das OLG Frankfurt am Main hat in einem jüngeren Beschluss^(a) festgehalten, dass der Börsenkurs auch bei einem (verschmelzungsrechtlichen) Squeeze-out eine geeignete Schätzgrundlage für die Barabfindung sein kann. Beim Squeeze-out eignet sich der Börsenkurs tendenziell weniger als alleinige Schätzgrundlage aufgrund des geringen Free Floats und der damit häufig verbundenen Marktengelage. In dem entschiedenen Fall bestand jedoch keine Marktengelage. Bei Restzweifeln an der Eignung des Börsenkurses im jeweiligen Fall ist laut OLG Frankfurt am Main zu Kontrollzwecken der Ertragswert in die Betrachtung einzubeziehen. Das OLG Frankfurt am Main betont in seinem Beschluss zudem die Bedeutung der Liquidität des Handels mit der entsprechenden Aktie für die Frage der Belastbarkeit des Börsenkurses.

Anm.: (a) vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9. Februar 2024, 21 W 129/22.
(b) vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.
(c) vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00.

Börsenkurs als Untergrenze

- Das BVerfG hat mehrfach entschieden, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (zum Beispiel Abfindung und Ausgleich nach § 304 AktG, § 305 AktG oder § 320b AktG) der Börsenkurs bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre als Mindestwert zu berücksichtigen ist. Dies gilt auch bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre gemäß § 327b AktG.
- Im Hinblick auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999^(b) ist der Börsenkurs der Aktien der zu bewertenden Gesellschaft dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen.
- Nach dem Beschluss des BVerfG darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben. Dementsprechend bildet der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der angemessenen (Bar-)Abfindung.
- Eine Unterschreitung kommt jedoch in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde durch den Beschluss des BGH vom 12. März 2001^(c) konkretisiert. Dort wird erneut deutlich gemacht, dass der Börsenkurs dann nicht als Untergrenze der angemessenen Abfindung in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Dies kann nach dem Beschluss des BGH dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer besonderen Marktengelage der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

2. Bewertung in der Rechtsprechung (3/3)

Sofern die Aktie eines Unternehmens ausschließlich im Freiverkehr gehandelt wird, ist zu analysieren, ob die Vorgaben der Rechtsprechung zum Ansatz des Börsenkurses als Untergrenze erfüllt sind.

Relevanz von Börsenkursen im Freiverkehr

- Wenn Aktien, wie im vorliegenden Fall, nach einem Downlisting ausschließlich im Freiverkehr gehandelt werden, stellt sich die Frage, ob infolge der dann nicht (mehr) bestehenden kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten die vorgenannte Rechtsprechung insbesondere zum Börsenkurs als Untergrenze für eine Barabfindung Anwendung findet.
- In der Rechtsprechung werden hierzu durchaus unterschiedliche Positionen vertreten:
 - Dem OLG Hamburg genügte eine Desinvestitionsmöglichkeit im Freiverkehr zur Bestimmung der Untergrenze der Barabfindung.^(a) Auch das LG Hamburg befürwortet die Verwendung von Freiverkehrskursen für die Ermittlung des Börsenkurses.^(b)
 - Für das OLG Stuttgart spricht der Handel im einfachen Freiverkehr nicht gegen die Heranziehung des Börsenkurses.^(c)
 - Ferner hat das OLG Stuttgart festgestellt, dass es im Falle der Festlegung der Barabfindung in Höhe der Börsenkurses im Falle eines niedrigeren Unternehmenswerts je Aktie dahingestellt bleiben kann, ob der durchschnittliche umsatzgewichtete Börsenkurs wegen vorliegender Marktmenge überhaupt den Verkehrswert der ausschließlich im Freiverkehr gehandelten Aktie im Referenzzeitraum als Mindestwert der Barabfindung widerzuspiegeln vermag, was das Landgericht angesichts des marginalen Handels verneint habe.^(d)
 - Nach Ansicht des OLG München kann bei nur im Freiverkehr gehandelten Aktien der Börsenkurs jedenfalls dann nicht als Untergrenze der Abfindung herangezogen werden, wenn bei der Preisfindung wesentliche wertrelevante Informationen nicht berücksichtigt werden.^(e)

Relevanz von Börsenkursen im Freiverkehr (Fortsetzung)

- Das OLG Düsseldorf entschied, dass gerade bei Aktien, die lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, es des besonderen Augenmerks darauf bedarf, ob bei ihnen ein so liquider Börsenhandel stattfindet, dass die dabei erzielten Börsenpreise auch den Verkehrswert widerspiegeln.^(f)
- Zudem erachtet es das OLG Düsseldorf als sachgerecht, den durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs unter Berücksichtigung des Freiverkehrs zugrunde zu legen, wenn der Handel mit den betreffenden Aktien im Referenzzeitraum überwiegend im Freiverkehr stattfand.^(g)
- Ferner hat das OLG Düsseldorf entschieden, dass der Umstand, dass Aktien der zu bewertenden Gesellschaft nur im Freiverkehr gehandelt wurden, der Heranziehung des Börsenkurses nicht entgegenstehen, wenn die Aktien auf einem besonderen Teilsegment des Freiverkehrs mit einem den gesetzlichen Publizitäts- und Transparenzvorschriften vergleichbaren Informationsregime gehandelt wurden und konkrete Informationsdefizite nicht geltend gemacht sind.^(h)
- Die Mehrheit der obergerichtlichen Rechtsprechung befürwortet demzufolge die Berücksichtigung des Börsenkurses als Wertuntergrenze bei der Festlegung der Barabfindung, definiert aber bestimmte Voraussetzungen für die Liquidität der Aktie und/oder hinsichtlich dessen Aussagekraft.

- Anm.:
- (a) vgl. OLG Hamburg, Beschluss vom 7. September 2020, 13 W 122/20.
 - (b) vgl. LG Hamburg, Beschluss vom 17. Februar 2020, 403 HKO 144/18.
 - (c) vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 26. Juni 2019, 20 W 27/18.
 - (d) vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 31. März 2021, 20 W 8/2.
 - (e) vgl. OLG München, Beschluss vom 12. Mai 2020, 31 Wx361/18.
 - (f) vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13. März 2008, 26 W 8/07.
 - (g) vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 11. Mai 2015, I-26 W 2/13.
 - (h) vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, 26 W 4/21.

3. Synthese von Betriebswirtschaft und Rechtsprechung

Zur Ermittlung der Barabfindung werden Ertragswert und Börsenkurs der PULSION untersucht.

Betrachtung des Börsenkurses und des Ertragswerts

- Während der BGH die rechtliche Zulässigkeit der Ermittlung der Abfindung allein anhand des Börsenkurses für den Regelfall eindeutig anerkannt hat, wird dies in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis jedoch nur vereinzelt anerkannt, da – wie vorstehend dargelegt – neben dem von der Rechtsprechung genannten Kriterium der effektiven Informationsbewertung durch den Kapitalmarkt (Informationseffizienz) für die Beurteilung von Börsenkursen aus einer ökonomischen Perspektive weitere Kriterien wie Anforderungen an die Anteilseignerstruktur und das Fehlen von Informationsasymmetrien erfüllt sein müssen.
- Hintergrund hierfür ist, dass die preisbildenden Bedingungen realer Kapitalmärkte oft von diesen notwendigen Anforderungen an Preisbildungsprozesse in zahlreichen Bewertungsanlässen abweicht. Dies betrifft insbesondere Bewertungsanlässe, in denen das ökonomisch begründete Schutzbedürfnis von Marktteilnehmern im Sinne einer möglichen Verschlechterung ihrer bestehenden Vermögensposition aufgrund einer nicht freien Desinvestition im Vordergrund steht. Ökonomisch dominierte Situationen können dazu führen, dass Marktteilnehmer in vereinzelt Fällen einerseits nicht am Wertbeziehungswise Preisbildungsprozess beteiligt, jedoch andererseits vom Ergebnis des selbigen betroffen sind.
- Vor diesem Hintergrund bestehen aus ökonomischer Perspektive Zweifel, dass dem ökonomisch geforderten Schutzbedürfnis für diese Marktteilnehmer in jedem Fall durch das alleinige Abstellen auf beobachtbare Transaktionspreise in Form von Börsenkursen in angebrachter Weise Rechnung getragen werden kann.

Betrachtung des Börsenkurses und des Ertragswerts (Fortsetzung)

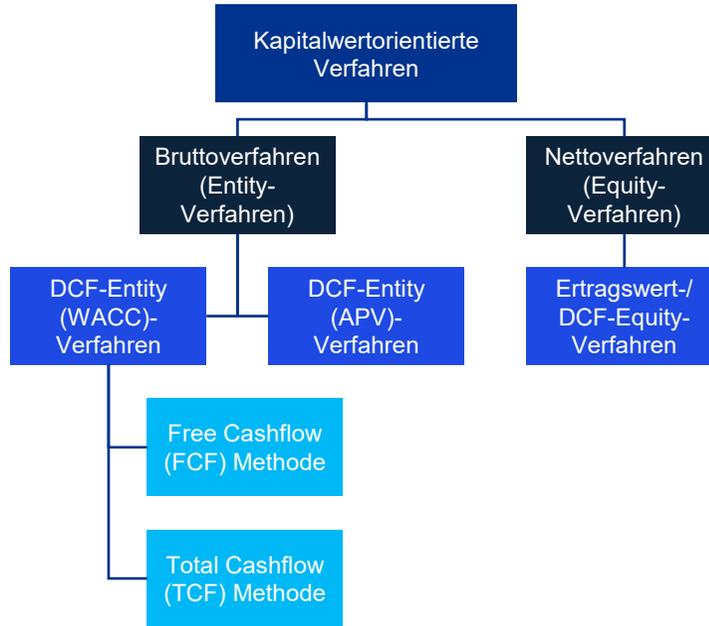
- Der IDW ES 17 enthält Mindestkriterien zur Überprüfung der Eignung eines Börsenkurses zur Abbildung eines „wahren“ Werts im Falle der Beurteilung der Angemessenheit von börsenkursbasierten Kompensationen aus ökonomischer Perspektive. Diese Kriterien können auch zur Beurteilung der Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage zur Bestimmung einer Barabfindung zugrunde gelegt werden. Wir verweisen hierzu auf die Abschnitte VIII.2 und VIII.3.
- Abhängig vom Ergebnis dieser Überprüfung kann es vor dem Hintergrund der Bewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung im konkreten Einzelfall sachgerecht erscheinen, für die Bestimmung der Barabfindung den Ertragswert neben dem Börsenkurs zu ermitteln und heranzuziehen. Nachgelagert können weitere Plausibilisierungsmaßstäbe in Frage kommen.
- Vor dem Hintergrund unserer Beauftragung haben wir unabhängig vom Ergebnis der Analysen zur Eignung des Börsenkurses als alleinigem Maßstab einen objektivierten Unternehmenswert der PULSION ermittelt.

4. Ertragswertverfahren (1/4)

Die durchgeführte Bewertung erfolgte mittels Ertragswertverfahren gemäß IDW S 1.

Basis der Unternehmenswertableitung sind hierbei die Nettoeinnahmen der Anteilseigner.

Übersicht Kapitalwertverfahren



Quelle: KPMG Darstellung.

Kapitalwertverfahren

- Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere im IDW S 1, gefunden.

Kapitalwertverfahren (Fortsetzung)

- Nebenstehende Übersicht gibt einen systematischen Überblick zu den wesentlichen kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren.
- Sämtliche kapitalwertorientierte Verfahren führen bei konsistenter Anwendung zum selben Unternehmenswert.

Ertragswert

- Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert von PULSION nach dem von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt.
- Der Ertragswert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner.
- Im Rahmen der Nettoverfahren (Equity-Verfahren) wird der Ertragswert unmittelbar aus den Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner abgeleitet. Die zur Ermittlung des Ertragswertes abzuzinsenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aus den Ausschüttungen der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Dabei sind die Nebenbedingungen der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit und der Finanzierung der Ausschüttungen zu beachten.
- Bei der Ermittlung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoeinnahmen ist auch die Verwendung der zu Wertsteigerungen führenden Ergebnishesaurierungen, zum Beispiel zur Finanzierung von Investitionen, des Bilanzwachstums oder zur Tilgung von Fremdkapital, sachgerecht zu berücksichtigen.

4. Ertragswertverfahren (2/4)

Die Ableitung der bewertungsrelevanten Nettoeinnahmen erfolgt aus dem geplanten Jahresergebnis.

Ertragswert

- Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts zur Ausschüttung zur Verfügung stehen.
- Soweit die Planung drei Phasen unterscheidet, sind für die erste Phase der Planung (Detailplanungsphase) die Aufteilung der Nettoeinnahmen auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen.
- Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitions- oder Finanzplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Zur Vereinfachung des Bewertungskalküls bietet sich hierzu eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner an.
- Im Rahmen der zweiten und dritten Phase (sog. Überleitungsphase sowie Fortführungsphase oder ewige Rente) ist grundsätzlich anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten einer Alternativenanlage ist. Auch in diesen Phasen können die thesaurierten Beträge fiktiv unmittelbar den Anteilseignern zugerechnet werden, soweit die Thesaurierungen nicht zur Finanzierung des mittels der angesetzten Wachstumsrate abgebildeten künftigen Bilanzwachstums erforderlich sind.

Ertragswert (Fortsetzung)

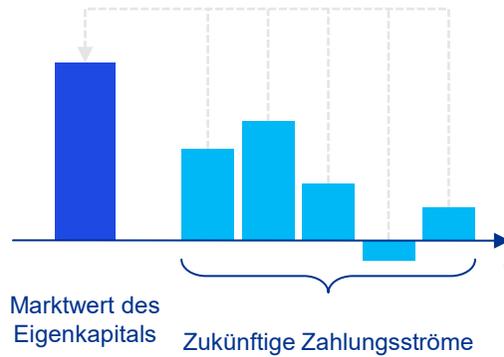
- Unterliegen die thesaurierungsbedingten – und den Anteilseignern im Rahmen der Bewertung unmittelbar zugerechneten – Wertzuwächse (Kursgewinne) einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.^(a) Aus diesem Grund umfassen im Folgenden die Nettoeinnahmen der Anteilseigner sowohl die ihnen zufließenden Dividenden als auch die unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge.
- Wegen der grundsätzlichen Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen im Sinne des IDW S 1 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt (sog. unmittelbare Typisierung).
- Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte und Ausschüttungen einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des einzelnen Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen. Gleiches gilt für realisierte Kursgewinne für Erwerbe ab dem 1. Januar 2009.
- Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmensigner ermittelt wird, ist die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (zugerechnete Thesaurierungsbeträge und inflationsbedingte Kursgewinne) zu berücksichtigen.

Anm: (a) vgl. IDW S 1, Abschnitt 4.4.2.3.

4. Ertragswertverfahren (3/4)

Die Nettoeinnahmen sind mit risikoäquivalenten Kapitalkosten zu diskontieren.

Diskontierung mit den risikoäquivalenten Kapitalkosten



Quelle: KPMG Darstellung.

Ertragswert (Fortsetzung)

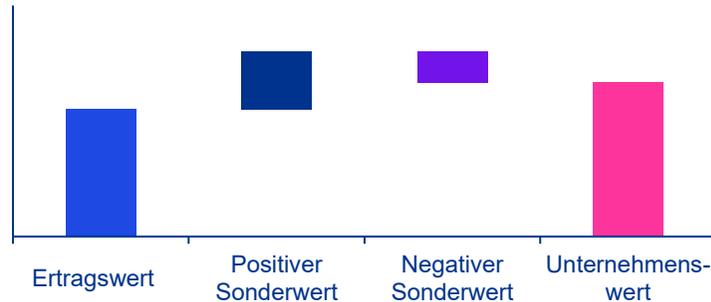
- Die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden entspricht regelmäßig der nominellen Steuerbelastung. Die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden The-saurierungen hängt dagegen vom Zeitpunkt der Realisierung der Wertsteigerung ab. Sie reduziert sich mit der zunehmenden Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Anteilseigner werden deshalb bestrebt sein, die effektive Steuerlast auf Kursgewinne durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern und des damit verbundenen Abzinsungseffektes bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne, den wir typisierend mit dem hälftigen nominellen Steuersatz zuzüglich Solidaritätszu-schlag angesetzt haben.
- Für die Bewertung des Unternehmens sind die so ermittelten Nettoeinnahmen an die Unternehmenseigner mit einem geeig-neten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

4. Ertragswertverfahren (4/4)

Der Unternehmenswert ergibt sich als Summe aus Ertragswert und Sonderwerten.

Synergien sind grundsätzlich bewertungsrelevant. Im vorliegenden Fall bestanden jedoch keine bewertungsrelevanten Synergien.

Ermittlung des Unternehmenswerts



Quelle: KPMG Darstellung.

Synergien

- Die Bewertung von PULSION wurde außerdem entsprechend der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung und der Betriebswirtschaftslehre auf „stand-alone-Basis“ vorgenommen, das heißt, alle positiven und negativen Synergien, die erst durch den Squeeze-out erzielt werden können, wurden außer Betracht gelassen. Gleiches gilt für solche Investitionen und Desinvestitionen und sonstigen Maßnahmen, die nur unter der Bedingung des Squeeze-outs durchgeführt werden können.
- Etwaige Synergien zwischen MAQUET und PULSION, welche auch ohne den Squeeze-out auf Basis des bestehenden BGAV realisierbar sind, sind hingegen zu berücksichtigen.

Sonderwerte

- Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre.

5. Weitere Wert- und Preismaßstäbe

Aufgrund der geplanten Fortführung der wesentlichen Geschäftsaktivitäten von PULSION war die Darstellung eines Liquidationswerts entbehrlich.

Gemäß der Rechtsprechung des BGH stellt aufgrund des BGAV zwischen MAQUET und PULSION der Barwert der Ausgleichszahlung die Wertuntergrenze für die Barabfindung dar.

Liquidationswert und Substanzwert

- Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebssteile gesondert zu veräußern, käme als Unternehmenswert auch der Liquidationswert als Summe der durch Liquidation erzielbaren Nettoerlöse in Betracht.
- Da im vorliegenden Fall PULSION unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würden, wurde auf die Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen dieses Berichts verzichtet.
- Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung. Ein Substanzwert wurde deshalb nicht ermittelt.

Barwerte der Ausgleichszahlung

- Der BGH hat entschieden^(a), dass die angemessene Barabfindung nach dem Barwert der aufgrund eines BGAV den Minderheitsgesellschaftern zustehenden Ausgleichszahlungen festgelegt werden kann, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsgesellschafter entfallende Anteil des Unternehmenswerts und der BGAV zu dem Zeitpunkt, zu dem über den Squeeze-out Beschluss gefasst werden soll, besteht und von seinem Fortbestand auszugehen ist.
- Aufgrund des zwischen MAQUET und PULSION bestehenden BGAV ist somit der Barwert der Ausgleichszahlung bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung zu beachten.
- Zur Relevanz und Ermittlung verweisen wir auf Abschnitt VIII.

Anm.: (a) vgl. BGH, Beschluss vom 15. September 2020, II ZB 6/20.

6. Börsenkurs (1/2)

Für die Ermittlung des Werts der Anteile an der PULSION kommen grundsätzlich Ertragswertmethode und Börsenkurs in Betracht.

Börsenkurs

- Die Aktien der PULSION werden seit dem Downlisting Ende 2014 nicht mehr im Regulierten Markt einer Börse sondern im Freiverkehr einer Börse gehandelt. PULSION hat am 25. Juni 2014 einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der PULSION-Aktien zum Handel im Regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gestellt (Downlisting). Mit Ablauf des 30. Dezember 2014 wurde der Handel mit PULSION-Aktien im Regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse (ISIN DE0005487904) eingestellt. Die Aktie wird seitdem ohne Antrag oder Zustimmung von PULSION im Freiverkehr der Börse München gehandelt. Somit liegen trotz des Downlisting im Jahr 2014 beobachtbare Börsenkurse der PULSION vor.
- Entsprechend der Rechtsprechung des BGH^(a) wäre es somit grundsätzlich möglich, bei Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung, die Barabfindung allein anhand der beobachtbaren Aktienkurse der PULSION zu bestimmen.
- In Betriebswirtschaftslehre, Bewertungs- und Rechnungslegungspraxis sowie teilweise der Rechtsprechung wurden eine Reihe von Kriterien entwickelt, denen der Preisbildungsprozess genügen muss, um im Ergebnis zu einem Transaktionspreis zu führen, der dem vollen Wert entspricht:
 - Beachtung des Stichtagsprinzips
 - Anteilseignerstruktur (beziehungsweise Free Float)
 - Fehlen von Informationsasymmetrien
 - Informationseffizienz

Anm.: (a) vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

Börsenkurs (Fortsetzung)

- Der IDW ES 17 leitet die aus einer ökonomischen Sicht hinreichenden Kriterien für die Eignung des Börsenkurses als „wahren“ Wert ab. In diesen Kriterien finden sich die in der Rechtsprechung formulierten Kriterien wieder. Der IDW ES 17 enthält dabei konkrete Anforderungen an die Beurteilungskriterien und -handlungen (siehe Folgeseite).
- Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die von der Rechtsprechung entwickelten Kriterien aus ökonomischer Sicht grundsätzlich zwar notwendige jedoch nicht hinreichende Kriterien zur Beurteilung sind, ob ein Börsenkurs den „wahren“ Wert reflektieren kann. Betriebswirtschaftslehre, Bewertungs- und Rechnungslegungspraxis haben weitere Kriterien entwickelt, da nach ihrer Auffassung nicht auszuschließen ist, dass Börsenkurse – trotz Erfüllung der Kriterien der Rechtsprechung – aufgrund von fehlenden wert- beziehungsweise preisrelevanten Informationen oder der möglichen Preisbeeinflussung in ökonomisch dominierten Situationen gerade nicht den vollen Wert reflektieren.
- Wir haben daher in Abschnitt VIII.3 die Eignung des Börsenkurses der PULSION für die Ableitung einer angemessenen Barabfindung anhand der Kriterien des IDW ES 17 untersucht.
- Die Voraussetzungen für die Ableitung der Barabfindung unter alleiniger Berücksichtigung des Börsenkurses liegen im Hinblick auf die Kriterien des IDW ES 17 allein schon aufgrund der Anteilseignerstruktur im Fall eines Squeeze-out offensichtlich nicht vor, weswegen aus einer ökonomischen Perspektive eine Ertragswertermittlung notwendig ist.

6. Börsenkurs (2/2)

Der IDW ES 17 bietet einen Rahmen zur Operationalisierung der Überprüfung der Eignung des Börsenkurses aus ökonomischer Perspektive.

Kriterien des IDW ES 17

Anteilseignerstruktur	
Liquidität	
Marktabdeckung	
Umfang Berichterstattung	
Stichtagsprinzip	
Kursbeeinflussung	
Gesamtbeurteilung	

Kriterien des IDW ES 17 (Fortsetzung)

- Der IDW ES 17 hat die zuvor erläuterten Kriterien zum Preisbildungsprozess in konkret zu überprüfende Mindestkriterien zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen überführt.
- Diese sind:
 - (atomistische) Anteilseignerstruktur (Tz. 40)
 - Liquidität (Tz. 41)
 - Marktabdeckung (Tz. 42)
 - Umfang der Berichterstattung (Tz. 43)
 - Stichtagsprinzip (Tz. 44)
 - Kursbeeinflussung (Tz. 45)
- Jedes dieser Kriterien ist mit einer
 - zum Ausschluss des Börsenkurses führenden („roten“)
 - kritischen („gelben“) oder
 - unkritischen („grünen“)
 Ausprägung zu belegen (Tz. 36), wobei IDW ES 17 hierfür jeweils (Tz. 40 bis 45) einen Orientierungsrahmen bietet.
- Die Einschätzung zur Eignung des Börsenkurses ist abschließend in einer Gesamtbeurteilung zu treffen (Tz. 35).
- Liegt bei mindestens einem Kriterium eine rote Ausprägung vor, darf gemäß IDW ES 17 (Tz. 37) der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. Bei gelber Ausprägung bei mindestens einem Beurteilungskriterium ist die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 erforderlich (Tz. 38). Werden die Ausprägungen aller Kriterien als grün beurteilt, kann der Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage für den „wahren“ Wert herangezogen werden (Tz. 39).

V.

Planungsrechnung

1. Struktur und Abgrenzung

Grundlage der Bewertung der PULSION ist die Planungsrechnung der Gesellschaft für die Jahre 2025 bis 2027.

Der Unternehmenswert der PULSION ergibt sich aus dem Ertragswert zuzüglich des Sonderwerts für das steuerliche Einlagekonto.

Plananpassungen betreffen das Finanzergebnis und das Steuerergebnis.

Bewertungsstichtag ist der 17. Oktober 2025.

Bei der Analyse der Ertragskraft haben wir den IDW Praxishinweis „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ (IDW Praxishinweis 2/2017) beachtet.

Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

- Das Bewertungsobjekt ist die PULSION. Der Ertragswert der PULSION wurde auf Basis der Planungsrechnung für die Jahre 2025 bis 2027, die entsprechend dem Jahresabschluss nach den Grundsätzen des HGB erstellt wurde, ermittelt.
- Der Unternehmenswert der PULSION ergibt sich aus dem Ertragswert zuzüglich des Sonderwerts für das steuerliche Einlagekonto.

Bewertungsstichtag

- Für die Ermittlung des Unternehmenswerts wurde der voraussichtliche Tag der Hauptversammlung als Bewertungsstichtag zugrunde gelegt, auf der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre Beschluss gefasst werden soll – mithin der 17. Oktober 2025.
- Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 31. Dezember 2024 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag abgezinst. Der sich zum 31. Dezember 2024 ergebende Barwert wurde dann auf den Bewertungsstichtag aufgezinst und ergibt den Ertragswert der PULSION.

Analyse der Ertragskraft und Ableitung der Zukunftserfolge

- Bei der Schätzung der künftigen Erträge ist die Unsicherheit der Zukunftserwartungen zu berücksichtigen. Hierbei sind im Sinne von Erwartungswerten Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit können hierfür eine erste Orientierung geben.
- Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können.

Analyse der Ertragskraft und Ableitung der Zukunftserfolge (Fortsetzung)

- Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf den Prognosen für die zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Informations- und Plausibilisierungszwecken dienen.
- Wir haben daher beurteilt, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel sind, das heißt nachvollziehbar, konsistent und widerspruchsfrei, sich die Planung für den konkreten Anlass eignet, das Bewertungsobjekt vollständig abbildet und auf den Bewertungsstichtag bezogen aktuell ist. Dabei haben wir den Planungsprozess analysiert sowie die rechnerische und formelle sowie materielle interne und externe Plausibilität der Unternehmensplanung überprüft.
- Das nachhaltige Ergebnis (auch ewige Rente genannt) stellt keine unreflektierte Übernahme des letzten Planjahres der Detailplanung dar, sondern wurde entsprechend dem IDW Praxishinweis 2/2017 unter Berücksichtigung einer Grobplanung für die Jahre 2028 bis 2033 und eines Übergangsjahres selbstständig hergeleitet. Die Annahmen zur Grobplanungsphase und zum nachhaltigen Ergebnis wurden mit PULSION diskutiert und die Gesellschaft hat uns gegenüber explizit bestätigt, dass die Annahmen nachvollziehbar sind und innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen.

2. Planungsprozess (1/2)

Für die PULSION wird im Rahmen des üblichen Berichterstattungsprozesses Plangrößen nur für ausgewählte Kennziffern und nur für das kommende bzw. laufende Jahr erstellt.

Die der Bewertung zugrunde liegende Planung wurde daher anlassbezogen für den für Zwecke der Ermittlung der Barabfindung im Rahmen des Squeeze-out vorgenommen.

Die Planung umfasst den Zeitraum vom 1. Januar 2025 bis zum 31. Dezember 2027 und wurde gemäß HGB erstellt.

Planungsprozess

- Auf Ebene der PULSION wird im Rahmen des üblichen Berichterstattungs- und Budgetprozesses keine vollständige Planung erstellt. Es werden lediglich Budgets für Forschungs- und Entwicklungskosten und für operative Kosten (sog. OPEX-Kosten, wie beispielsweise Kosten für Produktmanagement und Verwaltung) für das kommende Geschäftsjahr erstellt. Die Führung, Steuerung und Kontrolle der PULSION erfolgt auf der Basis dieser auch als „finanzielle Leistungsindikatoren“ bezeichneten Kosten, da PULSION aufgrund der ausgelagerten Vertriebsfunktion an die sog. Sales and Service Units des GETINGE Konzerns nur wenig Einfluss auf die Entwicklung der Umsatzerlöse und der Ergebnisse hat. Dies auch vor dem Hintergrund, dass PULSION einen BGAV mit MAQUET abgeschlossen hat.
- Die nachfolgend beschriebene Planungsrechnung wurde daher für Zwecke der Ableitung des Unternehmenswerts der PULSION und der Barabfindung im Rahmen des geplanten Squeeze-out erstellt.
- Die anlassbezogen erstellte Planungsrechnung der PULSION besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen bis zum EBIT, einer Investitionsplanung sowie der Planung ausgewählter Bilanzposten. Eine vollständig integrierte Planungsrechnung bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung wurde uns nicht vorgelegt.
- Die Detailplanungsphase umfasst den Zeitraum vom 1. Januar 2025 bis zum 31. Dezember 2027, die Grobplanungsphase den Zeitraum vom 1. Januar 2028 bis zum 31. Dezember 2033.
- Die Planungsrechnung der PULSION ist nach HGB erstellt worden.

Planungsprozess (Fortsetzung)

- Die Annahmen zur Planung des Umsatzwachstums und der Bruttoergebnismarge orientieren sich an einer Planung für den Produktbereich Critical Care des GETINGE Konzerns unter Berücksichtigung der Produkte und Absatzregionen der PULSION sowie der spezifischen Einschätzungen des PULSION Managements.
- Grundlage der Planung der Umsatzerlöse sind die erwarteten regionsspezifischen Marktentwicklungen im Bereich der hämodynamischen Überwachung. Darüber hinaus fanden PULSION spezifische Entwicklungen in einzelnen Regionen und Sondereffekte, wie der Abverkauf der Lagerbestände an MAQUET Solna, der Auslauf der Patente und das erwartete Eintreten eines neuen Wettbewerbers in China Berücksichtigung.
- Die Bruttoergebnismarge basiert auf den erwarteten Umsatzerlösen und den erforderlichen Herstellungskosten.
- Die operativen Kosten wurden auf der Basis der für 2025 budgetierten Kosten für die finanziellen Leistungsindikatoren und unter Berücksichtigung der zukünftig erwarteten Entwicklungen geplant. Zudem wurden bilanzielle Aspekte wie beispielsweise die erwartete Aktivierungsquote der F&E-Aufwendungen berücksichtigt.
- Zudem wurden wesentliche Posten der Bilanz anhand der Umsatzentwicklung sowie der geplanten Investitionen in das Anlagevermögen fortentwickelt.
- Die so erstellte Planung wurde im Frühjahr 2025 erstellt und vom geschäftsführenden Direktor der PULSION am 28. Juli 2025 verabschiedet und vom Verwaltungsrat der PULSION am selben Tag genehmigt.

2. Planungsprozess (2/2)

Wir haben auf Basis der Planung von PULSION eine vollständig integrierte Planungsrechnung bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung erstellt.

Eine Anpassung der Planung durch die im August erstellte Hochrechnung für das laufende Jahr ist nicht erforderlich.

Überführung in eine vollständig integrierte Planung

- Da die Planung ausschließlich eine Gewinn- und Verlustrechnung bis zum EBIT und eine Investitionsplanung sowie eine Planung ausgewählter Bilanzposten umfasst, haben wir die Planung in eine vollständig integrierte Planungsrechnung bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung überführt.
- Die Planung bis zum EBIT wurde dabei unverändert übernommen.
- Das Finanzergebnis wurde von uns auf Basis der sich aus der Planung von Bilanz und Kapitalflussrechnung ergebenden Finanzbedarfe ermittelt.
- Die geplanten Steueraufwendungen basieren auf der steuerlichen Bemessungsgrundlage, die unter Berücksichtigung von erwarteten Abweichungen zwischen dem handelsrechtlichen Ergebnis und dem steuerlichen Ergebnis ermittelt wurde, und den maßgeblichen Steuersätzen. Hierbei wurde von dem bestehenden BGAV abstrahiert.

Hochrechnung für das laufende Jahr

- Mitte August 2025 hat die Gesellschaft auf Basis des Monatsabschlusses Juli 2025 eine Hochrechnung für das laufende Jahr erstellt. In dem Monatsabschluss werden höhere Umsatzerlöse und ein höheres EBIT ausgewiesen, als sich bei einer zeitanteiligen Verrechnung der Plangrößen für das gesamte Jahr ergeben würden. Hintergrund ist ein Sondereffekt aus Warenverkäufen an die MAQUET Solna, die dort zu einem Lageraufbau geführt haben. Unter der Annahme, dass der Lageraufbau in den kommenden Monaten des Jahres 2025 bzw. zu Beginn des Jahres 2026 wieder zurückgeführt wird, hebt sich der Sondereffekt kurzfristig wieder auf, so dass auf Basis der Hochrechnung keine Anpassung der Planung für das Jahr 2025 für Bewertungszwecke erforderlich war.

3. Vergangenheitsanalyse und Bereinigungen

Bei der Schätzung der künftigen Erträge sind Unsicherheiten der Zukunftserwartungen sowie Risiken und Chancen gleichermaßen zu berücksichtigen, wobei die bereinigten historischen Ergebnisse als Orientierung dienen können.

Insbesondere die Jahre 2023 und 2024 waren durch wesentliche einmalige bzw. außerordentliche Erträge und Aufwendungen geprägt.

Das Ergebnis des Jahres 2023 war durch einen einmaligen Aufwand in Höhe von T€ 9.010 aus der Einstellung des NICCI-Projekts gemindert.

Die im Jahr 2024 begonnene Verlagerung des Vorratslagers erhöhte das EBIT um T€ 3.547.

PULSION - Gewinn- und Verlustrechnung			
T€	Ist		
	2022	2023	2024
Umsatzerlöse lt. Jahresabschluss (HGB)	29.659	35.795	39.988
Umsatzerlöse nach Bereinigungen	-	-	(5.471)
Umsatzerlöse bereinigt	29.659	35.795	34.517
EBIT lt. Jahresabschluss (HGB)	7.389	4.746	15.172
<i>EBIT-Marge lt. Jahresabschluss</i>	<i>24,9%</i>	<i>13,3%</i>	<i>37,9%</i>
Außerplanmäßige Abschreibungen aus Einstellung des NICCI Projektes	-	9.010	-
Lagerverlegung zur Vertriebsgesellschaft	-	-	(3.547)
Verschrottung und Wertberichtigung (ohne NICCI)	321	510	178
Aufwendungen für Rückrufe von Produkten	327	159	37
Erträge aus Auflösung von Rückstellungen und Ausbuchung von Verbindlichkeiten	(7)	(402)	(110)
EBIT bereinigt	8.030	14.023	11.730
<i>EBIT-Marge bereinigt</i>	<i>27,1%</i>	<i>39,2%</i>	<i>34,0%</i>

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Bereinigung historischer Ergebnisse

- Bei der Schätzung der künftigen Erträge ist die Unsicherheit der Zukunftserwartungen zu berücksichtigen. Hierbei sind im Sinne von Erwartungswerten Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit können hierfür eine erste Orientierung geben. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können.
- Ausgangspunkt für die Orientierung stellen dabei die Erträge und Aufwendungen dar, die wiederkehrend zu erwarten sind. Zur Ermittlung bereinigter Umsatzerlöse und bereinigter EBIT

Bereinigung historischer Ergebnisse (Fortsetzung)

für die drei zurückliegenden Jahre haben wir (in ihrer Höhe) einmalige bzw. außerordentliche Erträge und Aufwendungen bereinigt.

- Das Jahr 2023 war insbesondere durch die Abschreibung der mit dem NICCI-Projekt verbundenen aktivierten Entwicklungsleistungen geprägt. Da das NICCI-Projekt, ein Entwicklungsprojekt im Bereich des nichtinvasiven hämodynamischen Monitorings, in klinischen Studien keine ausreichenden Ergebnisse für eine Zulassung (zum Beispiel in der EU nach der Medizinprodukteverordnung) erzielen konnte, wurde es eingestellt. Infolge der Einstellung wurden selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände (T€ 7.342), technische Anlagen und Maschinen (T€ 825), Vorräte (T€ 764) sowie sonstige Betriebs- und Geschäftsausstattung (T€ 79) abgeschrieben. In Summe resultiert aus der Einstellung des NICCI-Projekts ein außerordentlicher Aufwand von T€ 9.010.
- Im Jahr 2024 wurde begonnen, das Vorratslager zu einer Schwestergesellschaft innerhalb des GETINGE Konzerns zu verlegen. Die Verlagerung erfolgte durch Teilverkauf der Lagerbestände und erhöhte in diesem Jahr die Umsatzerlöse um T€ 5.471 bei zugehörigen Herstellungskosten von insgesamt T€ 1.923 führte dies zu einem EBIT-Anstieg von T€ 3.547.
- Verschrottungen und Anpassungen der Pauschalwertberichtigung im Vorratsvermögen, Aufwendungen für Rückrufe von Produkten sowie Erträge aus Auflösungen von Rückstellungen und der Ausbuchung von Verbindlichkeiten fallen zwar grundsätzlich in jedem Jahr an, wurden jedoch aufgrund ihres Charakters und der schwankenden Höhe ebenfalls bereinigt.

4. Planungstreue

Eine Analyse der historischen Planungstreue durch Soll-Ist-Vergleiche ist für die PULSION nicht möglich, da geschäftsmodellbedingt im Rahmen des üblichen Berichterstattungsprozesses keine Unternehmensplanungen erstellt werden.

Planungstreue

- Für die PULSION wurden seit Abschluss des BGAV mit MAQUET im Jahr 2014 keine Unternehmensplanungen erstellt. Aufgrund des Geschäftsmodells und der Einbindung in den GETINGE Konzerns erscheint dies aus Steuerungsgründen auch nicht erforderlich.
- Es werden lediglich – wie im Rahmen des Planungsprozesses beschrieben – Budgets für einzelne finanzielle Leistungsindikatoren (F&E-Kosten und OPEX-Kosten) für das Folgejahr erstellt. Deren Einhaltung wird jährlich im Lagebericht der PULSION kritisch gewürdigt.
- Vollständige Mehrjahresplanungen oder Mehrjahresplanungen für diese Budgetposten sind somit nicht verfügbar.
- Eine Analyse der Planungstreue auf Basis von Soll-Ist-Vergleichen war daher nicht möglich.

5. Planungsrechnung: Überblick (1/2)

Die erwartete Umsatzentwicklung im Planungszeitraum ist sehr heterogen und vor allem durch folgende Sondereffekte bzw. Entwicklungen geprägt:

- Abschluss der Verlegung des Vorratslagers in 2025
- Einführung der neuen Pulsicare-Plattform
- Verlust von Umsätzen mit Kathetern der PiCCO-Technologie in China aufgrund eines neuen Wettbewerbers in China und des Auslaufens von Patenten

In Summe resultiert jedoch für die Jahre 2025 bis 2027 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 0,5%. Wesentlicher Treiber ist die in 2024 neu eingeführte Pulsicare-Plattform.

PULSION - Plan-Gewinn- und Verlustrechnung						
T€	Ist			Detailplanung		
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Umsatzerlöse	29.659	35.795	39.988	42.997	39.506	40.594
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>20,7%</i>	<i>11,7%</i>	<i>7,5%</i>	<i>-8,1%</i>	<i>2,8%</i>
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	14.380	23.394	15.787	18.043	17.292	16.752
Bruttoergebnis vom Umsatz	15.279	12.401	24.200	24.954	22.214	23.842
<i>Bruttoergebnismarge</i>	<i>51,5%</i>	<i>34,6%</i>	<i>60,5%</i>	<i>58,0%</i>	<i>56,2%</i>	<i>58,7%</i>
Vertriebskosten	1.093	1.360	1.080	1.255	1.345	1.378
Allgemeine Verwaltungskosten	4.435	4.850	4.201	4.549	4.750	4.836
Forschungs- und Entwicklungskosten	2.494	1.847	3.843	5.890	5.985	6.098
Sonstiges betriebliches Ergebnis	132	402	96	38	38	38
EBIT	7.389	4.746	15.172	13.297	10.171	11.568
<i>EBIT-Marge</i>	<i>24,9%</i>	<i>13,3%</i>	<i>37,9%</i>	<i>30,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>28,5%</i>

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Übersicht der Planung und Erläuterung wesentlicher Werttreiber

- Die Planung der PULSION umfasst die Gewinn- und Verlustrechnung der Jahre 2025 bis 2027. In der vorstehenden Übersicht wurden der Planung die Istzahlen für die Jahre 2022 bis 2024 gegenübergestellt.
- Die Planung der PULSION für die Jahre 2025 bis 2027 reflektiert ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 0,5%. Wesentlicher Wachstumstreiber im Bereich der Monitoring Plattformen ist vor allem die im Jahr 2024 neu eingeführte Pulsicare-Plattform.
- Der starke Anstieg der Umsatzerlöse im Jahr 2024 und der Rückgang im Jahr 2026 sind auf die Verlegung des Vorratslagers in den Jahren 2024 und 2025 zu der Schwestergesellschaft MAQUET Solna zurückzuführen. Ohne diesen Sondereffekt würden die Umsatzerlöse T€ 34.517 im Jahr 2024 und T€ 38.647 im Jahr 2025 betragen. Das bereinigte Umsatzwachstum würde bei -3,6% (2024), 12,0% (2025) bzw. 2,2% (2026) liegen. Auf Basis der bereinigten Umsatzerlöse im Jahr 2024 ergibt sich für die Jahre 2025 bis 2027 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 5,6%.
- Ab 2026 wird ein sukzessiver Wegfall von Umsätzen mit Kathetern der PiCCO-Technologie aufgrund des Auslaufens von Patenten und eines neuen Wettbewerbers, Shenzhen Prunus Medical Co., Ltd., Shenzhen/China, („Prunus Medical“) erwartet. Dieser Wettbewerber soll kurzfristig in China – dem Hauptabsatzmarkt von PULSION – die Marktzulassung für mit den PiCCO-Technologien vergleichbaren Kathetern erhalten, der Markteintritt wird für Ende des Jahres 2025 erwartet.

5. Planungsrechnung: Überblick (2/2)

Sowohl die geplante Bruttoergebnismarge als auch die geplante EBIT-Marge der Planjahre 2025 bis 2027 liegen unterhalb der bereinigten und unbereinigten Vergleichsgrößen für 2024.

Ursächlich hierfür sind:

- Verschiebungen im Produktmix durch den Wegfall von Umsätzen mit Kathetern der PiCCO-Technologie in China
- Abschreibungen auf Lagerbestände in 2025 und 2026
- Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen für die neue Plattform PulsioCare
- Reduzierte Aktivierung von Forschungs- und Entwicklungsleistungen

Übersicht der Planung und Erläuterung wesentlicher Werttreiber (Fortsetzung)

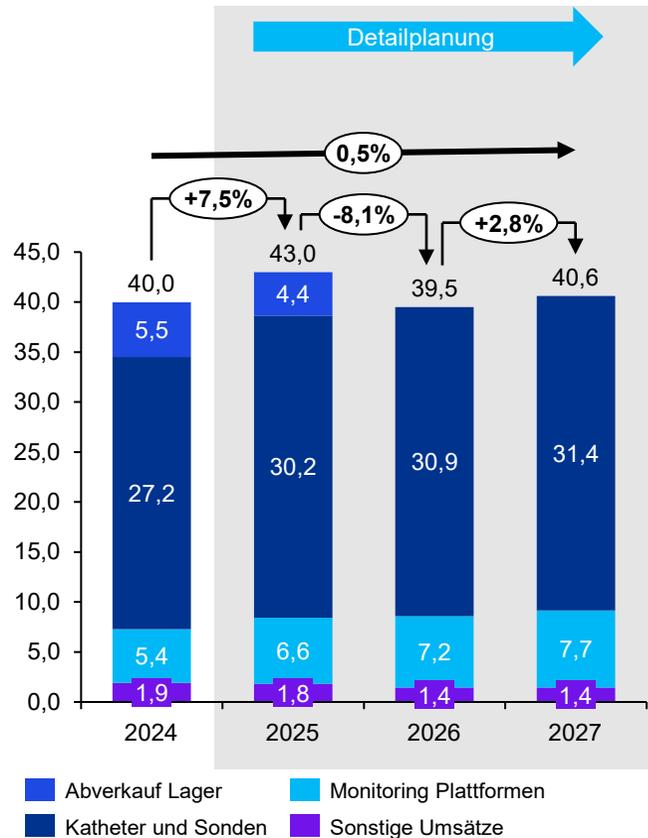
- Der Rückgang der Bruttoergebnismarge in den Jahren 2025 und 2026 ist vor allem auf Abschreibungen auf Lagerbestände des alten PulsioFlex-Monitors zurückzuführen. Der Verkauf des Lagerbestands wird nach der Einführung der neuen PulsioCare-Plattform voraussichtlich nur noch unter Gewährung von erheblichen Preisnachlässen möglich sein, was zu einer vollständigen Wertberichtigung der Bestände führt.
- Zudem beinhalten die Herstellungskosten mit Einführung der neuen PulsioCare-Plattform Mitte 2024 Abschreibungen auf dessen aktivierte Entwicklungsleistungen, während die aktivierten Entwicklungsleistungen für das Vorgängermodell in den Vorjahren bereits vollständig abgeschrieben waren. Dies führt ab 2024 c.p. zu einer Erhöhung der Herstellungskosten und zu einer Reduzierung der Bruttoergebnismarge.
- Zudem wirkt sich die Verschiebung des Produktmix infolge des sukzessiven Wegfalls von Umsätzen aufgrund des neuen Wettbewerbers in China belastend auf die Bruttoergebnismarge aus, da der erwartete Umsatzwegfall insbesondere die margenträchtigeren Produkte Katheter und Sonden betrifft.
- Darüber hinaus beeinflussen die im Vergleich zur Historie reduzierten Möglichkeiten zur Aktivierung von F&E-Kosten die Ergebnis-margen. Es sinken zwar sukzessive die in der Bruttoergebnismarge enthaltenen Abschreibungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände, gleichzeitig erhöhen sich aber die in den OPEX-Kosten enthaltenen nicht aktivierbaren F&E-Kosten. Hier kommt es zudem zu einem Zeitversatz, da bei aktivierten Entwicklungsleistungen die Ergebnisbelastungen verteilt über die Abschreibungsdauer das Ergebnis belasteten, bei nicht aktivierten Kosten die Ergebnisbelastung jedoch unmittelbar eintritt.
- Aufgrund der vorstehend erläuterten Sachverhalte resultiert in der Detailplanung eine EBIT-Marge, die leicht unter der durchschnittlichen bereinigten Istmarge der Jahre 2022 bis 2024 liegt (vgl. Abschnitt V.3).
- Auf den folgenden Seiten wird die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung der PULSION detailliert erläutert.

5. Planungsrechnung: Umsatz nach Produktkategorien (1/2)

Die Umsatzentwicklung in den Jahren 2025 bis 2027 ist im Wesentlichen durch die nachfolgenden Effekte geprägt:

- Abverkauf der Lagerbestände an MAQUET Solna
- Einführung der neuen Pulsiocare-Plattform
- Teilweiser Wegfall von Umsätzen mit Kathetern der PiCCO-Technologie in China durch einen neuen Wettbewerber und das Auslaufen von Patenten

Umsatzerlöse nach Produktkategorien (EUR Mio.)^(a)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Anm.: (a) Darstellung der Umsatzerlöse unter Berücksichtigung der jeweiligen Transferpreisanpassungen

Umsatzerlöse nach Produktkategorien

- Die geplanten Umsatzerlöse der PULSION umfassen im Wesentlichen Umsätze mit den beiden Produktkategorien Monitoring Plattformen (Hardware) sowie Katheter und Sonden (Verbrauchsmaterialien) aus Verkäufen an die Distributionsgesellschaft MAQUET Solna. PULSION erhält den Marktpreis der Produkte abzüglich der Vergütungen der Distributions- und Vertriebsgesellschaften (sog. „Market-Minus-Transfer-Pricing“).
- Nur in einem sehr geringen Umfang verkauft PULSION ihre Produkte direkt an den Endkunden.
- Darüber hinaus sind in den Umsatzerlösen Lizenzeinnahmen und weiterbelastete Entwicklungskosten (sog. „sonstige Umsätze“) enthalten. Die Erträge aus Lizenzeinnahmen wurden auf dem Niveau der Vergangenheit fortgeschrieben, während die Erträge aus weiterbelasteten Entwicklungskosten projektspezifisch geplant wurden.
- In den Jahren 2024 und 2025 sind die Umsatzerlöse der PULSION mit Kathetern und Sonden von der Verlegung des Vorratslagers zu ihrer Schwestergesellschaft MAQUET Solna geprägt. Dieser Effekt trägt mit € 5,5 Mio. und € 4,4 Mio. wesentlich zu den Umsätzen in diesen Jahren bei. Das durchschnittliche Umsatzwachstum in der Detailplanung würde ohne die Verlegung des Vorratslagers bei 5,6% p.a. (gegenüber von 0,5% ohne Bereinigung dieses Sondereffektes) liegen.
- Im Bereich der Monitoring Plattformen steigen die Umsätze im Jahr 2025 voraussichtlich mit einer Wachstumsrate von 22,6% durch die Einführung der neuen Pulsiocare-Plattform überproportional stark an. Auch in den beiden folgenden Jahren sollen die Umsätze im Bereich der Monitoring Plattformen mit Wachstumsraten von 8,5% und 8,0% überproportional ansteigen.

5. Planungsrechnung: Umsatz nach Produktkategorien (2/2)

Die geplanten Umsatzerlöse für Katheter und Sonden in den Jahren 2026 und 2027 berücksichtigen den teilweisen Wegfall von Umsätzen mit Kathetern mit PiCCO-Technologien durch den neuen Wettbewerber Prunus Medical.

Insgesamt verringert sich durch die unterschiedlichen Entwicklungen in den Produktkategorien der Umsatzanteil mit den margenstärkeren Kathetern zu den margenschwächeren Monitor Plattformen.

Umsatzerlöse nach Produktkategorien (Fortsetzung)

- Die geplanten Umsatzerlöse für Katheter und Sonden in den Jahren 2026 und 2027 reflektieren den erwarteten sukzessiven Wegfall von Umsätzen mit Kathetern der PiCCO-Technologie aufgrund des Auslaufens von Patenten und eines neuen Wettbewerbers Prunus Medical.
- Dieser chinesische Wettbewerber soll kurzfristig die Marktzulassung für Verbrauchsmaterial erhalten, der Markteintritt mit Kathetern vergleichbar zu den PiCCO-Technologien wird für Ende des Jahres 2025 erwartet.
- Zudem wurden leitende Mitarbeiter von GETINGE abgeworben, die den chinesischen und europäischen Markt sowie die PULSION-Produkte gut kennen.
- Auch aufgrund der tendenziell protektionistischen Politik in China – China hat Anfang Juli Unternehmen aus der Europäischen Union („EU“) von größeren Ausschreibungen für Medizintechnikprodukte oder Bündel von Produkten als Reaktion auf einen analogen Beschluss der EU ausgeschlossen und bevorzugt auch im Übrigen zunehmend einheimische gegenüber ausländischen Lieferanten – und des Auslaufens der verbliebenen Patente der PiCCO-Technologie ist davon auszugehen, dass ein Teil der auf diese Technologie entfallenden Umsätze ab 2026 sukzessive in China wegfallen wird. Gemäß der Einschätzung des PULSION Managements werden voraussichtlich im Jahr 2026 15% der Umsätze (Halbjahreseffekt) auf dem chinesischen Markt mit dem Katheter PiCCO entfallen. Für das Jahr 2027 ist von einem weiteren Wegfall in dieser Größenordnung (Ganzjahreseffekt) auszugehen.
- Für den europäischen Markt hat PULSION keinen Markteintritt des Wettbewerbers und damit keinen Verlust von Marktanteilen geplant, auch wenn PULSION den Wettbewerber auch für diesen Markt als (weiteren) relevanten Konkurrenten ansieht.

Quelle: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/china-firmen-medizin-100.html>

Umsatzerlöse nach Produktkategorien (Fortsetzung)

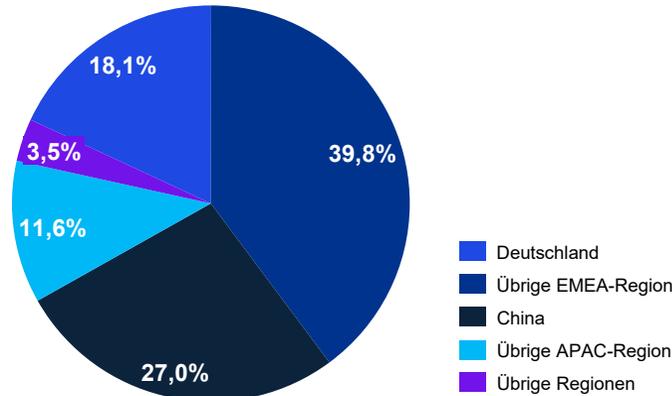
- Insgesamt geht durch die unterschiedlichen Entwicklungen in den Produktkategorien der Umsatzanteil mit Kathetern und Sonden von 78,9% im Jahr 2024 (ohne Abverkauf Lager) auf 77,4% im Jahr 2027 zurück.
- Zur Umsatzaufteilung nach Regionen verweisen wir auf die folgende Seite.

5. Planungsrechnung: Umsatz nach Regionen

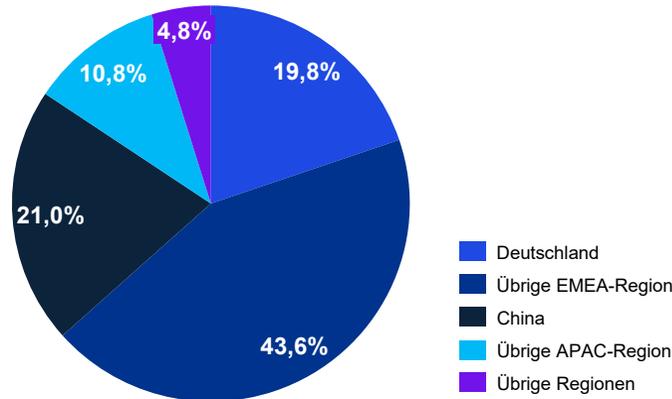
Die Umsatzentwicklung in den Jahren 2026 und 2027 wurde auf der Basis einer Analyse der regionspezifischen Entwicklung in den letzten Jahren geplant.

Daneben ist die erwartete Umsatzentwicklung in China durch den erwarteten Markteintritt von Prunus Medical geprägt.

Umsatzerlöse nach Regionen 2024



Umsatzerlöse nach Regionen 2027



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Umsatzerlöse nach Regionen

- Eine Analyse des Wachstums von PULSION nach Regionen für die Jahre 2015 bis 2024 (siehe Abschnitt II.4) zeigt, dass der Absatz von PULSION Produkten in Deutschland und den übrigen Ländern der EMEA-Region deutlich geringer gewachsen ist als auf ihrem seit 2020 größten Markt China und den übrigen Ländern der Region APAC. So betrug das Wachstum (CAGR) in der Region EMEA zwischen 2015 und 2024 0,0% p.a. bzw. zwischen 2019 und 2024 3,1% und war in Deutschland (bis 2020 größter Markt) in beiden Perioden sogar negativ. Ursächlich hierfür ist insbesondere die Marktsättigung in Deutschland und der Kostendruck im Gesundheitswesen. In China betrug das Wachstum (CAGR) dagegen in den Zeiträumen 14,9% p.a. bzw. 12,4% - unter anderem aufgrund des Ausbaus der medizinischen Versorgung in China.
- Die Planung für das Jahr 2025 beruht auf Wachstumsannahmen für den Bereich „Critical Care“ des GETINGE Konzerns für Monitoring Plattformen sowie Katheter und Sonden unter Berücksichtigung PULSION-spezifischer Besonderheiten. Die Entwicklung im ersten Halbjahr 2025 bestätigt die Planung für 2025. Die Umsatzentwicklung nach Regionen wurde auf Basis einer Hochrechnung der tatsächlichen Umsatzentwicklung der Monate Januar bis Mai 2025 fortgeschrieben.
- Das Wachstum für 2026 und 2027 wurde regionspezifisch ermittelt und beträgt rund 3,0% für die Region EMEA und 6,0% für APAC (vor Berücksichtigung des Wegfalls eines Umsatzanteils durch den Markteintritt von Prunus Medical in China). Für den amerikanischen Markt wurde eine stabile Entwicklung angenommen, da der US-amerikanische Markt für PULSION eine untergeordnete Rolle spielt.

Anm.: Umsatzaufteilung in 2024 auf Basis der Umsätze der GETINGE Vertriebsgesellschaften mit dem Endkunden; Umsatzaufteilung in 2027 wurde auf dieser Basis anhand der geplanten Wachstumsraten fortentwickelt. Sonstige Umsätze sind in dieser Darstellung nicht enthalten.

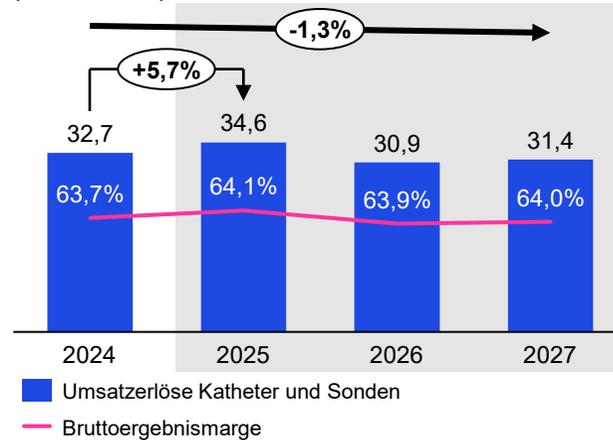
5. Planungsrechnung: Umsätze und Bruttoergebnismargen

Die geplanten Bruttoergebnismargen für Katheter und Sonden übersteigen die erwarteten Margen mit Monitoring Plattformen deutlich.

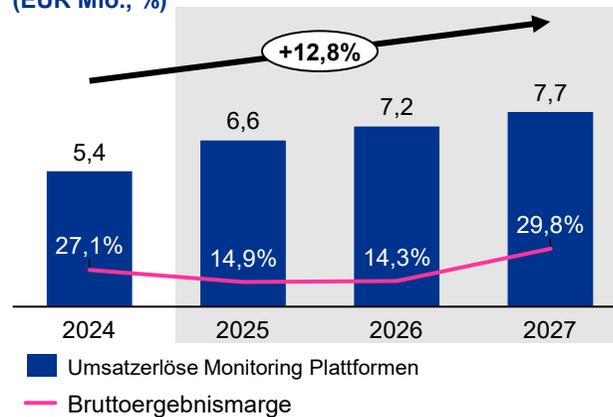
Abwertungen von Lagerbeständen an PulsioFlex Monitoren führen in 2025 und 2026 zu einem Rückgang der Bruttoergebnismargen im Bereich der Monitoring Plattformen.

Das insgesamt schwächere Wachstum im Bereich der margenstärkeren Katheter und Sonden führt insgesamt c.p. zu einem Rückgang der Bruttoergebnismarge im Planungszeitraum.

Umsatzerlöse^(a) & Rohertragsmarge – Katheter und Sonden (EUR Mio., %)



Umsatzerlöse & Rohertragsmarge – Monitoring Plattformen (EUR Mio., %)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.
 Anm.: (a) Darstellung der Umsatzerlöse unter Berücksichtigung der jeweiligen Transferpreisanpassungen

Umsatzerlöse und Rohertragsmarge nach Produktgruppen

- In den Jahren 2025 bis 2027 liegt das durchschnittliche Umsatzwachstum in der Produktkategorie der Monitoring Plattformen mit 12,8% p.a. deutlich über dem der Katheter und Sonden von 4,9% p.a. (bereinigt um Lagerverkäufe).
- Die wesentlichen Gründe hierfür sind – wie zuvor erläutert – die Einführung der neuen PulsioCare Plattform und der erwartete Markteintritt des neuen Wettbewerbers Prunus Medical in China verbunden mit dem Auslaufen der Patente.
- Im Bereich der Katheter und Sonden steigt die Bruttoergebnismarge im Jahr 2025 aufgrund der Marge bei den geplanten Lagerverkäufen an. In den beiden folgenden Jahren bleibt die Bruttoergebnismarge stabil.
- Die geplante Bruttoergebnismarge im Bereich der Monitoring Plattformen ist in den Jahren 2025 und 2026 durch die Abwertungen von auf Lager liegenden PulsioFlex Monitoren gemindert, da diese voraussichtlich nur noch mit Preisnachlässen veräußert werden können. Im Jahr 2027, dem ersten Planjahr ohne den Sondereffekt aus dieser Lagerabwertung, wird eine über dem letzten Istjahr 2024 liegende Bruttoergebnismarge von 29,8% erwartet.
- Insgesamt ist die Bruttoergebnismarge im Bereich der Katheter und Sonden mit rund 64% deutlich höher als im Bereich der Monitoring Plattformen mit rund 28%. Dennoch ist der Verkauf der Monitoring Plattformen ein wesentlicher Baustein des Geschäftsmodells der PULSION, da diese die Basis für das sich anschließende Geschäft mit den Kathetern und Sonden bilden.
- Aufgrund der unterschiedlichen Wachstumserwartungen in beiden Produktbereichen kommt es im Planungszeitraum zu einer Verschiebung der Umsatzanteile zu Lasten des margenstärkeren Geschäfts mit Kathetern und Sonden. Daraus resultiert c.p. ein Rückgang der gesamten Bruttoergebnismarge von PULSION.

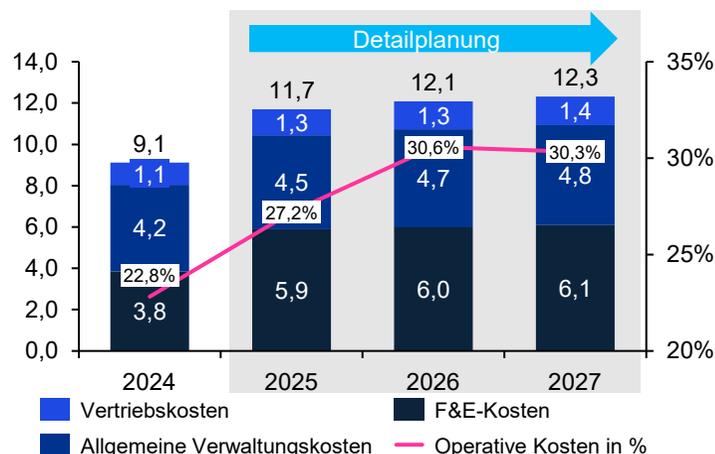
5. Planungsrechnung: Operative Kosten

Der geplante Anstieg der operativen Kosten im Jahr 2025 ist durch die Erhöhung der F&E-Kosten bedingt.

In den Planjahren 2026 und 2027 entwickeln sich die operativen Kosten im Wesentlichen durch geplante Gehaltssteigerungen durch zusätzliche Mitarbeitende und aufgrund von Inflationserwartungen.

Die (bereinigte) Quote der operativen Kosten bleibt nahezu stabil.

Zusammensetzung der operativen Kosten (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Operative Kosten

- Die operativen Kosten setzen sich im Wesentlichen aus den Vertriebskosten, den allgemeinen Verwaltungskosten und den F&E-Kosten zusammen.

Vertriebskosten

- Durch die Integration des Vertriebs der PULSION Produkte in den GETINGE-Konzern fallen auf der Ebene von PULSION Vertriebskosten nur in geringem Umfang an. Bei den Kosten handelt es sich im Wesentlichen um Personalkosten, die im Zusammenhang mit der Erstellung klinischer Schulungen und mit Schulungen für die Vertriebsorganisation befasst sind.

Operativen Kosten (Fortsetzung)

Allgemeine Verwaltungskosten

- Die allgemeinen Verwaltungskosten umfassen neben Personalkosten im Wesentlichen die Miete für die angemieteten Räumlichkeiten in Feldkirchen. Die Mietaufwendungen werden jedoch auf Kostenstellen verteilt und fließen dadurch überwiegend in die Herstellungskosten. Durch den Umzug im Frühjahr 2026 nach Dornach (Aschheim) wirken sich die Abschreibungen auf Mietereinbauten in dem neuen Objekt erhöhend aus.

F&E-Kosten

- F&E-Kosten sind für die PULSION als „Center of Competence for Advanced Monitoring“ von zentraler Bedeutung.
- Die F&E-Kosten umfassen neben Personalkosten auch Entwicklungsleistungen Dritter.
- Ein Teil der F&E Kosten fällt für Entwicklungsleistungen an, die für OEM Partner oder MAQUET Solna erbracht und von diesen entsprechend vergütet werden.

Operative Kosten gesamt

- Insgesamt ist der erwartete Anstieg der operativen Kosten von € 9,1 Mio. im Jahr 2024 auf € 11,7 Mio. im Jahr 2025 durch den Anstieg der F&E-Kosten bedingt (vgl. Folgeseite).
- In den Planjahren 2026 und 2027 entwickeln sich die operativen Kosten im Wesentlichen durch geplante Gehaltssteigerungen durch zusätzliche Mitarbeitende und/oder aufgrund von Inflationserwartungen.
- Die Quote der operativen Kosten (bezogen auf die Umsatzerlöse) im Planungszeitraum durch den Anstieg der F&E-Kosten im Jahr 2025 und die von Sondereinflüssen geprägte Entwicklung der Umsatzerlöse beeinflusst. Ohne den Sondereffekt in den Umsatzerlösen aus dem Abverkauf der Lagerbestände läge die Kostenquote im Jahr 2025 mit 30,3% auf dem Niveau der beiden folgenden Planjahre.

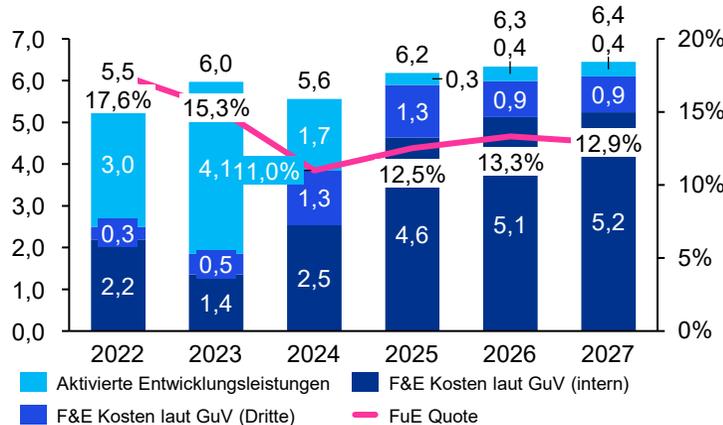
5. Planungsrechnung: Forschungs- und Entwicklungskosten

Die PULSION investiert erheblich in Forschung und Entwicklung, wobei die Aktivierungsfähigkeit der Kosten je nach Projekt in Abhängigkeit von den handelsrechtlichen Vorschriften variiert.

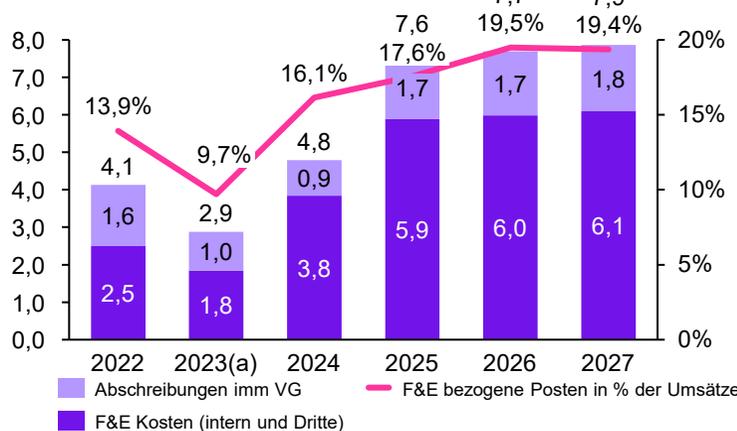
Die durchschnittliche Quote der F&E-Kosten (vor Aktivierung) liegt historisch bei 15% und ist mit 13% für den Detailplanungszeitraum auf einem etwas niedrigeren Niveau geplant.

Die Quote aus den F&E-bezogenen Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung in Relation zu den Umsatzerlösen steigt von 13,9% im Jahr 2022 auf 19,4% im Jahr 2027.

F&E-Kosten (EUR Mio., % vom Umsatz)



Abschreibungen und F&E-Kosten (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.
Anm.: (a) Bereinigt um den NICCI Effekt in 2023

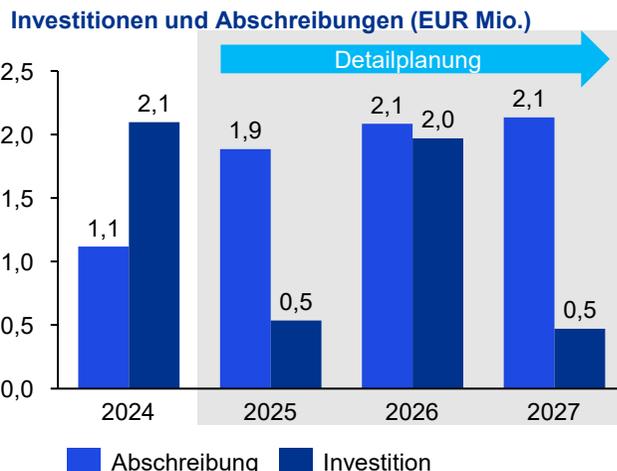
Forschungs- und Entwicklungskosten

- Forschungs- und Entwicklungsleistungen sind für die PULSION von zentraler Bedeutung. Die PULSION entwickelt eigenverantwortlich neue Produkte oder entwickelt bestehende Produkte weiter. Zuletzt wurden die im Jahr 2024 eingeführte neue Multiparameter-Plattform Pulsiocare sowie das eingestellte „NICCI“ Projekt entwickelt. Infolge der Einstellung des „NICCI“ Projekts und der Fertigstellung von Pulsiocare in den Jahren 2023 bzw. 2024 vermindern sich die aktivierten Entwicklungsleistungen, da die Kosten im Rahmen der fortlaufenden Weiterentwicklung der Produkte nach Handelsrecht nicht aktivierungsfähig sind. Folglich steigt der Anteil der unmittelbar ergebniswirksamen F&E-Kosten korrespondierend.
- Zur Beurteilung der geplanten F&E-Kosten haben wir deshalb die Kosten für F&E-Kosten vor Aktivierung betrachtet.
- Der Mittelwert der F&E-Kosten vor Aktivierung im Verhältnis zu den Umsatzerlösen in den Geschäftsjahren 2022 bis 2024 liegt mit 15% auf einem etwas höheren Niveau als die geplante Quote von durchschnittlich 13% in den Jahren 2025 bis 2027.
- Im Detailplanungszeitraum sind die Weiterentwicklung der neuen Pulsiocare Plattform sowie weitere kleinere Entwicklungsprojekte geplant. Darüber hinaus fallen Entwicklungskosten für Kooperationspartner und die Schwestergesellschaft MAQUET Solna („Dritte“) an. Diese Kosten werden der PULSION zuzüglich eines Aufschlags erstattet.
- Die Quote aus den F&E-bezogenen Kosten (Abschreibungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände und F&E-Kosten) in Relation zu den Umsatzerlösen entwickelt sich von 13,9% im Jahr 2022 auf 19,4% im Jahr 2027. Ein Grund für diesen Anstieg stellt der Anstieg der Entwicklungsprojekte für Dritte dar.

5. Planungsrechnung: Investitionen und Abschreibungen

Die Investitionen und die in den jeweiligen Funktionskosten ausgewiesenen Abschreibungen betreffen insbesondere aktivierte Entwicklungsleistungen, vor allem für die neue Monitorplattform Pulsiocare.

Zudem beinhalten die Investitionen im Jahr 2026 die Mietereinbauten in die neuen Büroräume.



Investitionen und Abschreibungen

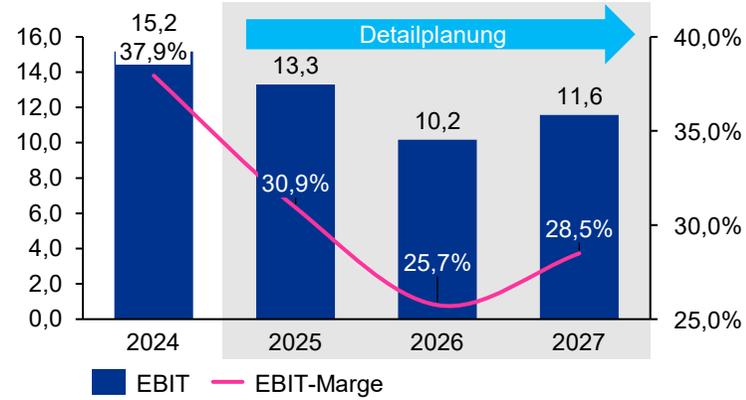
- Die Abschreibungen werden in den entsprechenden Funktionskosten (Herstellungskosten usw.) ausgewiesen.
- Bei den Abschreibungen betreffen im Wesentlichen die selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände – insbesondere die aktivierten Entwicklungsleistungen für die neue Monitorplattform Pulsiocare, die entsprechend der erwarteten Nutzungsdauer bis Ende 2032 vollständig abgeschrieben werden wird.
- Die Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände lagen im Jahr 2024 bereits deutlich unter dem Vorjahresniveau, da die Entwicklung der Monitorplattform Pulsiocare zu diesem Zeitpunkt bereits überwiegend abgeschlossen war. Im Planungszeitraum werden die (aktivierungsfähigen) Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände deutlich unterhalb des Niveaus in den Istjahren 2022 bis 2024 erwartet, da lediglich Investitionen in Weiterentwicklungen der Monitorplattform Pulsiocare sowie in kleinere Entwicklungsprojekte geplant sind.
- Des weiteren sind Investitionen in Werkzeuge, die PULSION seinen Zulieferern zur Verfügung stellt und die im Eigentum der PULSION verbleiben, geplant.
- Die Investitionen im Jahr 2026 entfallen vor allem auf das Sachanlagevermögen und betreffen die Mietereinbauten in den neuen Büroräumen der PULSION. Aus diesen resultiert auch der Anstieg der Abschreibungen im Jahr 2026.

5. Planungsrechnung: Ergebnis vor Zinsen und Steuern

Aufgrund der Sondereffekte und Entwicklungen in der Detailplanung wird eine etwas niedrigere Entwicklung der EBIT-Marge prognostiziert.

Im Jahr 2027 wird jedoch wieder eine teilweise Erholung der EBIT-Marge erwartet, so dass diese nur leicht unter der durchschnittlichen bereinigten Istmenge der Jahre 2022 bis 2024 liegt.

EBIT und EBIT-Marge (EUR Mio., % vom Umsatz)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

EBIT und EBIT-Marge

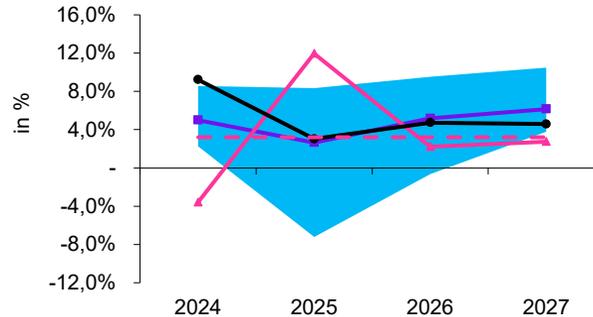
- Die EBIT-Marge spiegelt zum einen die Entwicklung der Bruttoergebnismarge mit den dort enthaltenen Sondereffekten, wie den Lagerabwertungen, und die Verschiebung des Produktmix wider. Zum anderen reflektiert die EBIT-Marge den höheren Anteil nicht aktivierbarer und damit unmittelbar ergebniswirksamer F&E-Kosten.
- Nach Abschluss der geplanten Lagerabwertungen im Jahr 2026 soll die EBIT-Marge wieder ansteigen, aufgrund der Veränderungen des Produktmix und der erhöhten F&E-Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung erreicht sie jedoch nicht den Durchschnitt der (bereinigten) Istjahre (vgl. Abschnitt V.3).

5. Planungsrechnung: Benchmarking

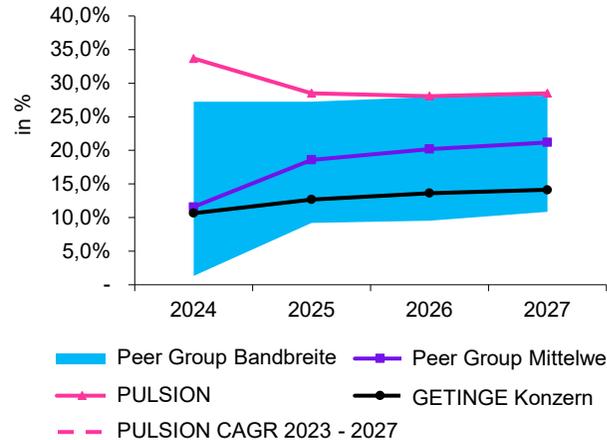
Im mittelfristigen Trend zeigt sich, dass die Umsatzplanung der PULSION sich innerhalb bzw. um die Bandbreite der prognostizierten Wachstumsraten der Tier 1 Peer Group bewegt.

Die geplante EBIT-Marge liegt am oberen Ende der Bandbreite der Vergleichsunternehmen.

Wachstum der Umsatzerlöse



EBIT-Marge



Quelle: KPMG Analyse.

Benchmarking

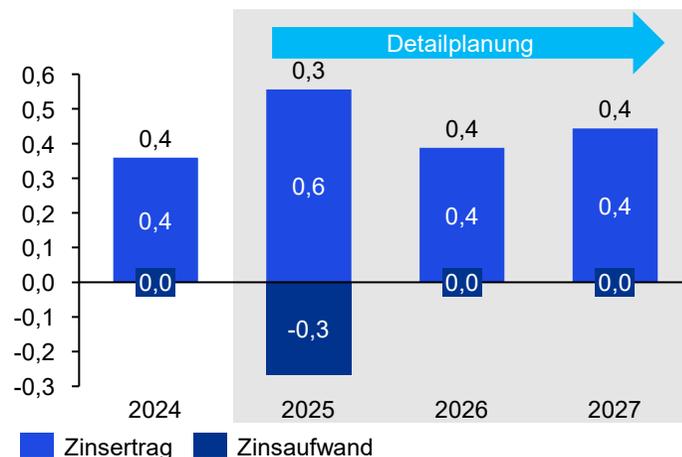
- Wir haben die Umsatz- und EBIT-Planung von PULSION anhand von Analystenschätzungen für das zukünftige Umsatzwachstum und die zukünftige EBIT-Marge börsennotierter vergleichbarer Unternehmen kritisch gewürdigt. Aufgrund der hohen Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle haben wir dieser Analyse ausschließlich die direkten Vergleichsunternehmen (Tier 1) sowie GETINGE zugrunde gelegt (siehe Abschnitt VI.7).
- Für einen besseren Vergleich des Umsatzwachstums und der EBIT-Marge haben wir im Rahmen des Benchmarkings die betrachteten Umsätze um Sondereffekte und die Umsatzerlöse aus dem Lagerverkauf in den Jahren 2024 und 2025 bereinigt. Ferner haben wir zur Glättung neben den Umsatzwachstumsraten die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der PULSION im Zeitraum 2023 bis 2027 (CAGR) ergänzt.
- Es zeigt sich, dass das geplante Umsatzwachstum der PULSION im Mehrjahresdurchschnitt innerhalb der Bandbreite der Peer Group und in etwa auf Höhe des Durchschnitts der Vergleichsunternehmen liegt.
- Hinsichtlich des EBIT wurden neben den Ergebniseffekten des Lagerabverkaufs auch die Abwertung der Hardware eliminiert.
- Hinsichtlich der EBIT-Marge zeigt sich, dass PULSION in allen Planjahren eine Marge erwartet, die sowohl oberhalb der Peer Group Bandbreite und somit deutlich oberhalb des Durchschnitts der Peer Group als auch deutlich oberhalb des GETINGE Konzerns liegt.
- Auf Basis des Benchmarkings mit dem erwarteten Umsatzwachstum und den erwarteten EBIT-Margen für PULSION und für die Vergleichsunternehmen ergeben sich keine Anhaltspunkte, die darauf hindeuten, dass die Unternehmensplanung von PULSION keine geeignete Grundlage zur Ermittlung des Unternehmenswerts darstellt.

5. Planungsrechnung: Zinsergebnis und Nettofinanzposition

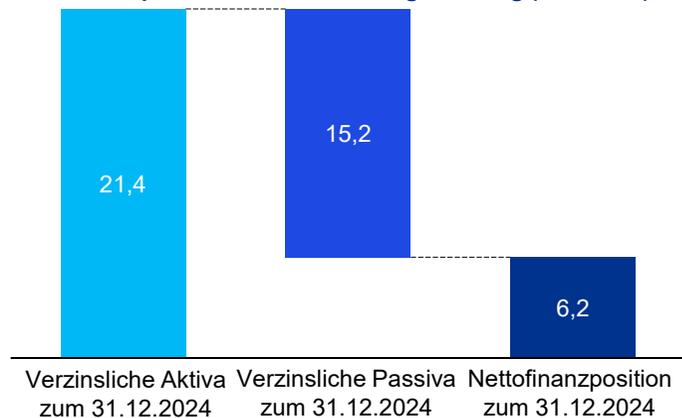
Forderungen gegen und Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen werden innerhalb des GETINGE Konzerns verzinst. Dies ist unabhängig davon, ob diese aus dem Cash Pooling resultieren oder ob es sich dabei um Forderungen bzw. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen handelt.

Über den Planungszeitraum steigt die Nettofinanzposition (Kassenüberhang) und damit auch das Zinsergebnis leicht an.

Zinsergebnis (EUR Mio.)



Nettofinanzposition zum Bewertungsstichtag (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Zinsergebnis

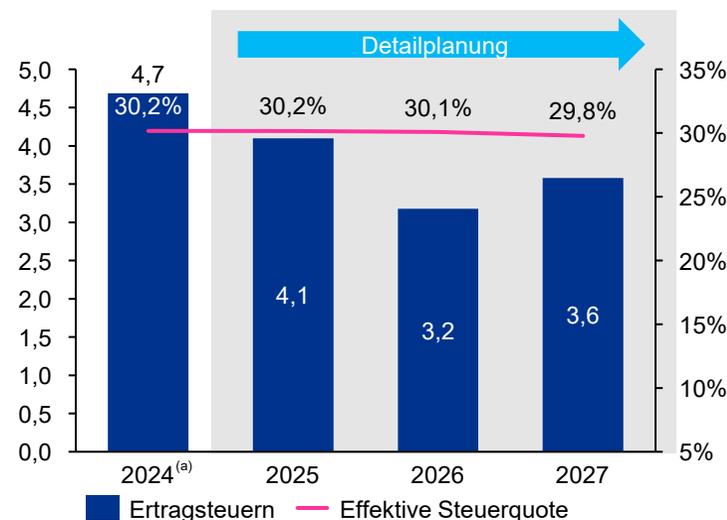
- Das Zinsergebnis wurde von uns im Rahmen eines integrierten Planungsmodells unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen ermittelt.
- Die Nettofinanzposition zum 31. Dezember 2024 setzt sich aus verzinslichen konzerninternen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (€ 5,0 Mio.), Forderungen aus Cash Pooling (€ 16,4 Mio.), einer Verbindlichkeit gegenüber MAQUET aus der Abführung des Ergebnisses gemäß dem BGAV (€ 14,9 Mio.) sowie in geringem Umfang aus verzinslichen konzerninternen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (€ 0,4) zusammen.
- Für deren Verzinsung haben wir den risikolosen Basiszinssatz von 3,0% zuzüglich eines Aufschlags (Spread) von 0,5%-Punkten angenommen.
- Durch den Anstieg der verzinslichen Forderungen verbessert sich das Zinsergebnis von T€ 359 im Jahr 2024 auf T€ 444 im letzten Jahr der Detailplanung.

5. Planungsrechnung: Steuern vom Einkommen und Ertrag

Im ersten Planjahr 2025 wird ein nominaler Steuersatz von 27,4% zugrunde gelegt, der in den Jahren 2026 und 2027 aufgrund des Umzugs nach Dornach (Aschheim) und des dort geltenden Gewerbesteuerhebesatzes mit 26,7% angenommen wurde.

Aufgrund der Abweichungen zwischen dem handels- und steuerrechtlichen Ergebnis (vor allem aus der Nicht-Aktivierung von Entwicklungsleistungen in der Steuerbilanz) ergibt sich im Planungszeitraum eine höhere effektive Steuerquote von durchschnittlich 30,0%.

Steuern vom Einkommen und vom Ertrag (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Anm.: (a) Im Jahr 2024 Berücksichtigung von (fiktiven) Steuern vom Einkommen und vom Ertrag.

Steuern vom Einkommen und vom Ertrag

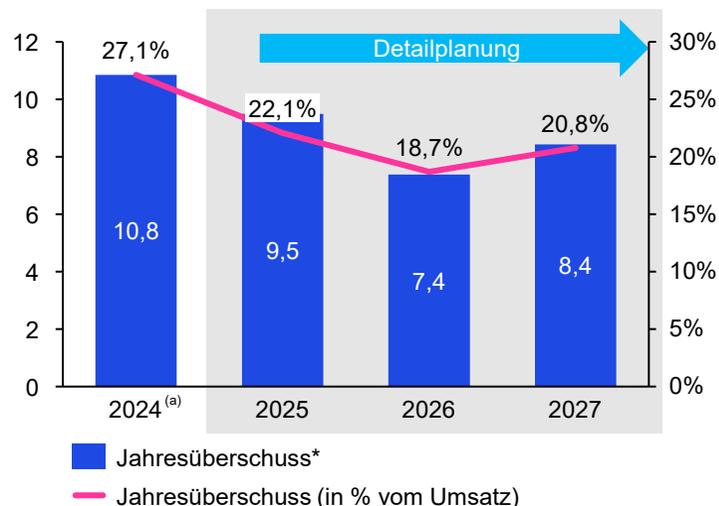
- Für die Planung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag wurde von dem mit MAQUET bestehenden BGAV abstrahiert.
- Das Steuerergebnis wurde von uns im Rahmen eines integrierten Planungsmodells unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der PULSION (ohne den BGAV) abgeleitet.
- Die Steuerplanung berücksichtigt die nationale Geschäftstätigkeit und Gewinnerzielung der Gesellschaft sowie die in den jeweiligen Jahren maßgeblichen Steuersätzen nebst dem für die Ermittlung der Gewerbesteuer relevanten Gewerbesteuerhebesatz in Feldkirchen bzw. nach dem Umzug für Dornach (Aschheim).
- Im Rahmen der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage wurden die wesentlichen Abweichungen zum Vorsteuerergebnis nach Handelsrecht berücksichtigt. Dies betrifft vor allem den Umstand, dass in der Steuerbilanz keine Aktivierung von Entwicklungsleistungen erfolgt, was zu abweichenden Abschreibungen und F&E-Kosten in den einzelnen Planjahren führt und die unterschiedlichen effektiven Steuerquoten – bezogen auf das handelsrechtliche Vorsteuerergebnis – erklärt.
- Die Regelungen des Gesetzes für ein steuerliches Investitions-s Sofortprogramm (StInvSofortPG) zur Wiedereinführung und Aufstockung der degressiven Abschreibungen für bewegliche Wirtschaftsgüter hat für PULSION keine wesentliche Bedeutung, da PULSION nur in geringem Umfang in Maschinen, Betriebsvorrichtungen oder ähnliches investiert.
- Steuerliche Verlustvorträge waren nicht zu berücksichtigen.

5. Planungsrechnung: Jahresergebnis

Die Entwicklung des Jahresergebnisses spiegelt die Entwicklung der Bruttoergebnismarge bzw. der EBIT-Marge mit den dort enthaltenen Sondereffekten, wie den Lagerabwertungen, und der Verschiebung des Produktmix infolge des Verlusts von Marktanteilen in China wider.

Wir erachten die Planungsrechnung von PULSION trotz in Teilen ambitionierter Annahmen als geeignete Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts.

Jahresüberschuss (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Anm.: (a) Im Jahr 2024 vor Gewinnabführung und nach Berücksichtigung (fiktiver) Steuern vom Einkommen und vom Ertrag.

Planung der Jahresüberschuss

- Das aus den beschriebenen Plannahmen resultierende Jahresergebnis als Basis für die bewertungsrelevanten Nettoeinnahmen der Anteilseigner von PULSION wird in den Jahren 2025 bis 2027 voraussichtlich unter dem bereinigten Überschuss des Jahres 2024 liegen.
- Die Entwicklung des Jahresergebnisses spiegelt die Entwicklung der Bruttoergebnismarge bzw. der EBIT-Marge mit den dort enthaltenen Sondereffekten, wie den Lagerabwertungen, und der Verschiebung des Produktmix infolge des Verlusts von Marktanteilen in China wider.

Würdigung der Planung der PULSION

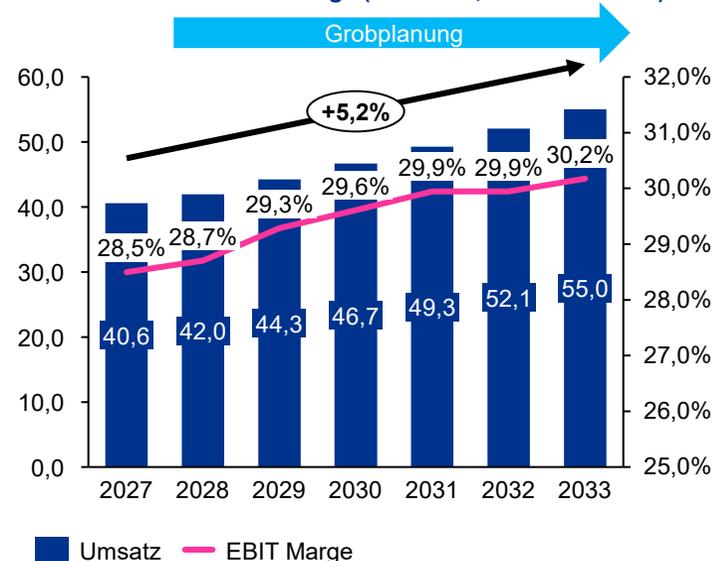
- Auf Basis unserer Markt- und SWOT-Analyse, der Analyse der historischen Entwicklung und der formellen und materiellen Planungsanalyse einschließlich des Benchmarkings erachten wir die Planungsrechnung der PULSION als nachvollziehbar und plausibel.
- Sie reflektiert die zukünftigen Chancen und Risiken der PULSION angemessen, auch wenn folgende ambitionierte Elemente enthalten sind. Aufgrund des Auslaufens der Patente und des Markteintritts des chinesischen Wettbewerbers sehen wir das Risiko, dass sich die Wettbewerbssituation sowohl in China als auch in den übrigen Regionen über den geplanten Umfang hinaus verschärft. Dies kann mittelfristig zu weiteren Umsatz- und Ergebnismrückgängen in den relevanten Produktbereichen führen.
- Dennoch erachten wir die Planungsrechnung von PULSION vor dem Hintergrund des Bewertungsanlasses als geeignete Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswerts.

6. Grobplanung (1/4)

Zur Überführung der Planung in einen sog. eingeschwungenen Zustand haben wir eine Grobplanungsphase für die Jahre 2027 bis 2033 ergänzt.

In der Grobplanungsphase wurde auf Basis von Marktstudien und Einschätzungen des Managements von PULSION von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 5,2% und einem Anstieg der EBIT-Marge von 28,5% im Jahr 2027 auf 30,2% im Jahr 2033 aus.

Umsatzerlöse und EBIT-Marge (EUR Mio., % vom Umsatz)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Grobplanungsphase

- Vor dem Hintergrund der Sondereffekte im Detailplanungszeitraum und der auch im Anschluss an die Detailplanungsphase unterschiedlichen hohen Wachstumserwartungen in den einzelnen Absatzregionen haben wir zur Überführung der Planung in einen sog. eingeschwungenen Zustand eine Grobplanungsphase für die Jahre 2028 bis 2033 ergänzt.
- Darüber hinaus dient die Grobplanungsphase zur Abbildung der geplanten Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes gemäß dem StInvSofortPG.

Grobplanungsphase (Fortsetzung)

- Bei der Länge der Grobplanungsphase haben wir neben den verfügbaren Marktstudien auch den Produktlebenszyklus der neuen PulsioCare Plattform berücksichtigt.

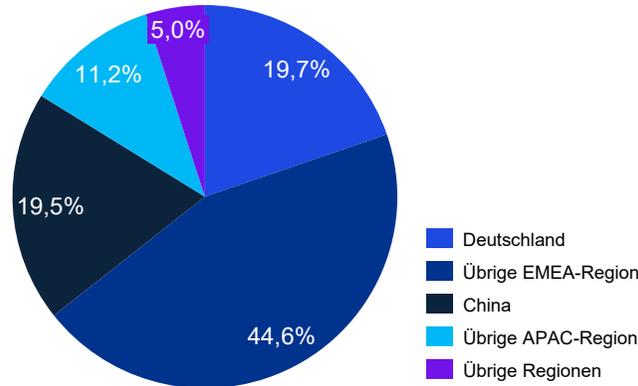
Umsatzerlöse und EBIT

- In der Grobplanungsphase gehen wir auf Basis von Marktstudien und Einschätzungen des Managements von PULSION von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 5,2% aus. Dieser Annahme liegen regions- bzw. länderspezifische Wachstumsraten aus Marktstudien bis längstens 2033 zugrunde (siehe Folgeseite).
- Zudem wurde im ersten Jahr der Grobplanung gemäß den Erwartungen des Managements von PULSION von einem weiteren Umsatzentfall durch den Wettbewerber Prunus Medical und die protektionistischen Maßnahmen in China in Höhe von 15%-Punkten der Umsätze in China mit dem Katheter PiCCO angenommen. Dies führt im Jahr 2028 im Vergleich zu den nachfolgenden Perioden der Grobplanungsphase zu einem geringeren Wachstum (3,4% im Jahr 2028 versus durchschnittlich 5,6% p.a. in den Jahren 2029 bis 2033).
- Die EBIT-Marge soll während der gesamten Grobplanungsphase kontinuierlich von 28,5% im Jahr 2027 auf 30,2% im Jahr 2033 ansteigen. Diese Margenverbesserung soll durch eine unterproportionale Erhöhung der Allgemeinen Verwaltungskosten in Relation zu den Umsatzerlösen und der F&E bezogenen Posten (Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen und F&E-Kosten) erreicht werden.

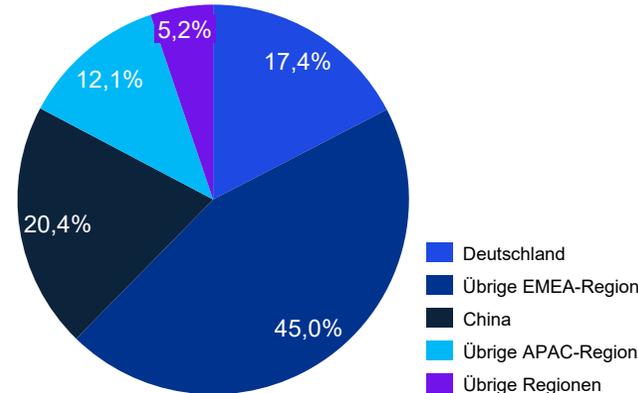
6. Grobplanung (2/4)

Die prognostizierten Wachstumsraten in dem Grobplanungszeitraum liegen zwischen 3,0% für Deutschland und 7,3% für den Asien-Pazifik Raum (ohne China).

Umsatzerlöse nach Regionen 2028



Umsatzerlöse nach Regionen 2033



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Anm.: Umsatzaufteilung auf Basis der Umsätze der GETINGE Vertriebsgesellschaften mit dem Endkunden; in 2024 auf Basis der geplanten Wachstumsraten fortentwickelt; Sonstige Umsätze sind in dieser Darstellung nicht enthalten.

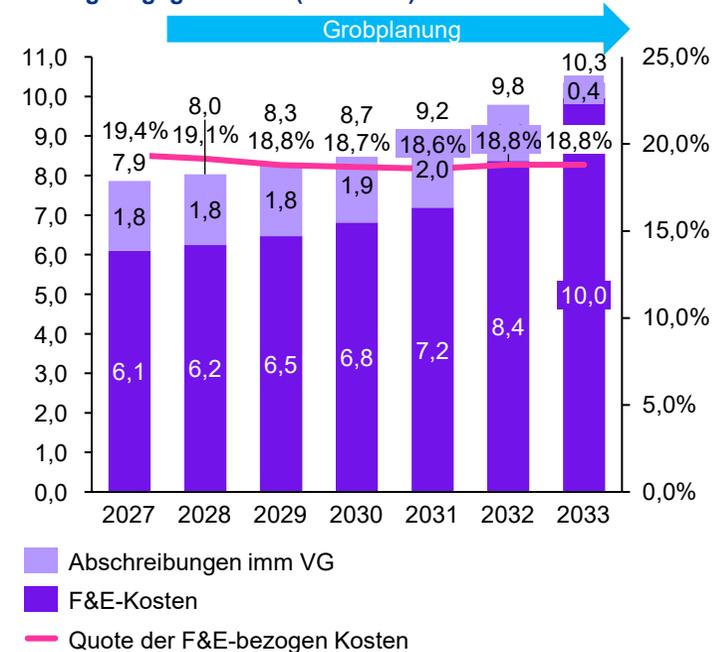
Umsatzerlöse

- Die Fortschreibung der Umsatzentwicklung haben wir anhand der in Abschnitt III.4 dargestellten Marktstudien im Bereich des hämodynamischen Monitorings und unter Berücksichtigung der Erwartungen des Managements von PULSION vorgenommen.
- Die Umsatzentwicklung wurde dabei unterteilt nach den folgenden Regionen geplant: Deutschland, Übrige EMEA-Region, China, Übrige APAC-Region und Übrige Regionen.
- Das Wachstum in Deutschland wurde vor dem Hintergrund der Marktsättigung analog zur Detailplanung mit 3,0% p.a. fortgeschrieben.
- Der geplanten Umsatzentwicklung in China liegen Marktwachstumsraten zwischen 6,5% und 6,8% zugrunde. Im Jahr 2028 saldiert sich dieses Wachstum mit dem erwarteten Umsatzentfall durch den Wettbewerber Prunus Medical auf einen Umsatzrückgang von rund 4,0%.
- Die prognostizierten Wachstumsraten in den übrigen Ländern/Regionen liegen zwischen 5,7% für die Länder der EMEA-Region (ohne Deutschland) und 7,3% für die Länder in der APAC-Region (ohne China).
- Die sonstigen Umsätze (Lizeneinnahmen und weiterbelastete Entwicklungskosten) wurden ebenfalls mit 3,0% fortentwickelt. Dieser Posten ist in der nebenstehenden Darstellung nach Regionen nicht enthalten.

6. Grobplanung (3/4)

Die Verbesserung der EBIT-Marge um 1,7%-Punkte auf 30,2% in 2033 ist durch die unterproportionale Entwicklung der Allgemeinen Verwaltungskosten und die Entwicklung der F&E bezogenen Posten (Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen und F&E-Kosten) bedingt.

F&E-Kosten und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Herstellungskosten und operative Kosten

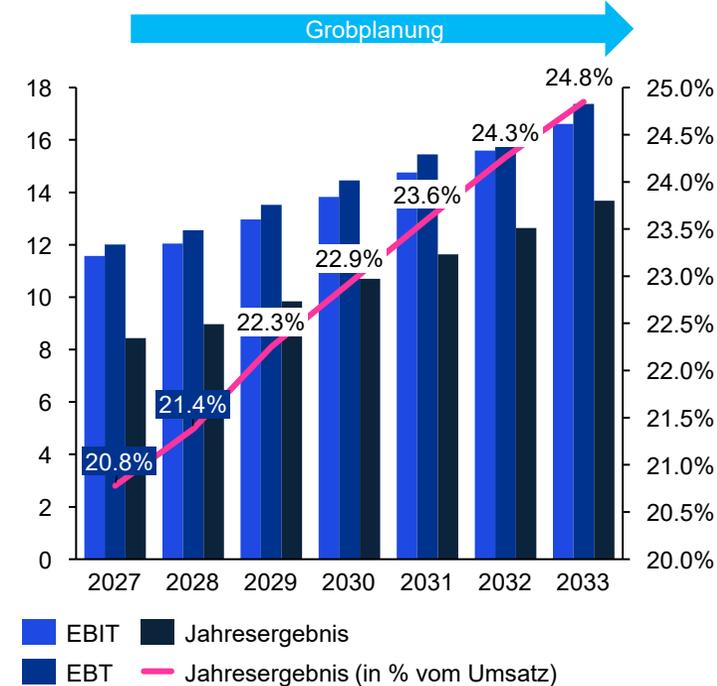
- Die Herstellungskosten wurden mit Ausnahme der darin enthaltenen Abschreibungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände proportional zur Umsatzentwicklung geplant.
- Der Rückgang der Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen führt in den Jahren 2032 und 2033 zu einer Erhöhung der Bruttoergebnismarge und spiegelt das Auslaufen der Abschreibungen auf die Plattform Pulsiocare wider.
- An deren Stelle treten jedoch höhere F&E-Kosten ab dem Jahr 2032 – auch für die Entwicklung einer neuen Plattform nach Auslaufen des Produktlebenszyklus der Plattform Pulsiocare.
- Daher sind mit Blick auf die Entwicklung der EBIT-Marge beide gegenläufigen Entwicklungen gemeinsam zu betrachten. Die Quote aus den F&E-bezogenen Kosten (Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen und F&E-Kosten) in Relation zu den Umsatzerlösen entwickelt sich von 19,4% im Jahr 2027 auf 18,7% im Jahr 2030 leicht rückläufig und wird ab dem Jahr 2032 mit 18,8% angenommen.
- Die Vertriebskosten beinhalten im Wesentlichen umsatzabhängige Posten und wurden daher in Prozent der Umsatzerlöse auf dem Niveau des letzten Jahres der Detailplanung mit 3,4% der Umsatzerlöse konstant geplant.
- Bei der Fortschreibung der Verwaltungskosten wurde berücksichtigt, dass ein Teil dieser Kosten nicht umsatz-, sondern inflationsabhängig ist, so dass unterproportionale Wachstumsraten von insgesamt 3,5% p.a. angesetzt wurden.
- Die Verbesserung der EBIT-Marge um 1,7%-Punkte auf 30,2% im Jahr 2033 ist somit in der unterproportionalen Steigerung der Allgemeinen Verwaltungskosten und in der Entwicklung der F&E-bezogenen Posten (Abschreibungen auf aktivierte Entwicklungsleistungen und F&E-Kosten) begründet.

6. Grobplanung (4/4)

Die Grobplanungsphase zeigt insgesamt eine positive Entwicklung. Neben Umsatzwachstumsraten zwischen 3,0% und 7,3% tragen dazu auch erwartete Margenverbesserungen bei.

Zudem erhöht die Senkung des Körperschaftsteuersatzes durch das sog. „Investitionsboostergesetz“ den geplanten Jahresüberschuss.

EBIT, EBT und Jahresüberschuss (EUR Mio.)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

EBIT, EBT und Jahresüberschuss

- Die kontinuierlich positive EBIT-Entwicklung von € 11,6 Mio. im Jahr 2027 auf € 16,6 Mio. zum Ende der Grobplanungsphase ist durch das Umsatzwachstum und die Verbesserung der EBIT-Marge um insgesamt 1,7%-Punkte bedingt.
- Aufgrund des im Planungszeitraum positiven Zinsergebnisses übersteigt das EBT in allen Jahren das geplante EBIT.
- Bei der Planung der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag wurde hinsichtlich der Körperschaftsteuersätze das StInvSofortPG berücksichtigt, das einen sukzessiven Rückgang des Körperschaftsteuersatzes ab dem Jahr 2028 von 15% auf 10% ab dem Jahr 2032 vorsieht. Dies trägt zu einem weiteren Anstieg des Jahresüberschusses in Prozent der Umsätze bei.

7. Nachhaltiges Ergebnis: Übergangsjahr und ewige Rente

Das nachhaltige Ergebnis baut unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate in Höhe von 1,0% auf dem letzten Jahr der Grobplanungsphase auf.

Nachhaltiges Ergebnis

- Zur Ableitung der ewigen Rente für die Jahre 2035 ff. wurde zunächst die Grobplanung der Jahre 2028 bis 2033 um ein Übergangsjahr 2034 ergänzt. Demzufolge setzt sich die – das nachhaltige Ergebnis abbildende – Fortführungsphase aus dem Übergangsjahr und der ewigen Rente zusammen.
- Basierend auf den beschriebenen Erwartungen haben wir im Übergangsjahr bzw. in der ewigen Rente ein Umsatzniveau von € 55,6 Mio. bzw. € 56,2 Mio. und eine nachhaltige EBIT-Marge in Höhe von 30,2% angesetzt.
- Unter der Annahme, dass das Übergangsjahr 2034 einen eingeschwungenen Zustand reflektiert, haben wir zur Ableitung der ewigen Rente die relevanten Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% p.a. fortgeschrieben. Zur Ableitung dieser Wachstumsrate verweisen wir auf Abschnitt VI.8.
- Mit dem Vorgehen einschließlich der Berücksichtigung einer Grobplanungsphase haben wir dem IDW Praxishinweis 2/2017 Rechnung getragen und berücksichtigt, dass das nachhaltige Ergebnis keine unreflektierte Übernahme des letzten (Detail-) Planungsjahres darstellen, sondern unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig hergeleitet werden soll.

7. Nachhaltiges Ergebnis: Sensitivitätsanalyse (1/2)

Zur Plausibilisierung des nachhaltigen Ergebnisses wurde bezogen auf das EBIT im Übergangsjahr eine Sensitivitätsanalyse anhand ausgewählter Umsatz- und Kostentreiber von PULSION durchgeführt.

Sensitivitätsanalyse

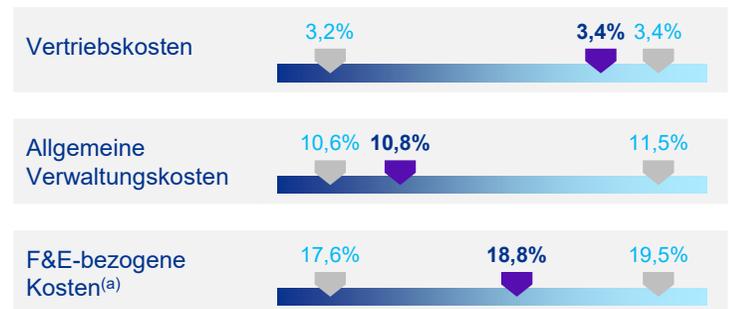
- Ausgehend vom Übergangsjahr haben wir insgesamt fünf Werttreiber identifiziert und für diese potenzielle Bandbreiten abgeleitet. Auf Basis dieser Bandbreiten wurde mittels einer Simulationsanalyse der Erwartungswert des EBIT von PULSION im Übergangsjahr ermittelt und mit der in der Planung angesetzten Größe verglichen.
- Bei den Bandbreiten der Umsatzerlöse haben wir zum einen berücksichtigt, dass das geplante Umsatzwachstum in der EMEA-Region (inklusive Deutschland) nicht in dem geplanten Umfang erreicht wird. Zum anderen haben wir bei der Herleitung der Bandbreite für die Umsatzentwicklung in China unterschiedliche Szenarien für die Auswirkungen des Markteintritts von Prunus Medical in China abgebildet.
- Die Bandbreiten der Kostenarten (Vertriebskosten, Allgemeine Verwaltungskosten, F&E-bezogene Kosten) basieren im Wesentlichen auf möglichen Fortschreibungen der geplanten Entwicklungen aus der Detail- bzw. Grobplanung.
- Die nebenstehende Graphik zeigt die Bandbreiten der einzelnen Werttreiber im Detail sowie die in das EBIT im Übergangsjahr eingeflossenen Größen.

Bandbreite der Werttreiber

Umsatztreiber (EUR Mio.)



Kostentreiber (in % vom Umsatz)



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

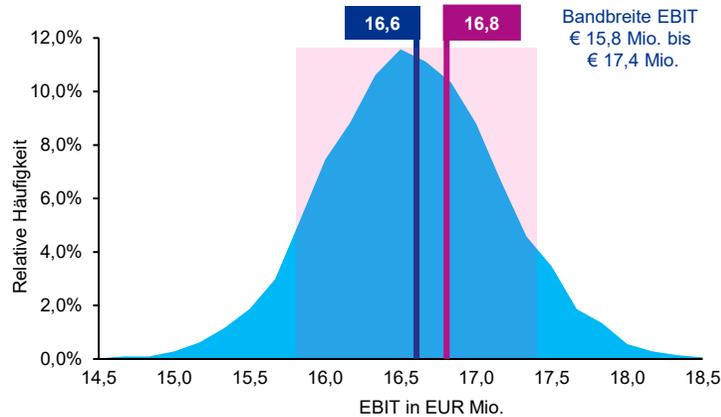
Anm.: (a) Enthält Abschreibungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände und F&E-Kosten.

7. Nachhaltiges Ergebnis: Sensitivitätsanalyse (2/2)

Auf Basis einer Monte Carlo Simulation der dargelegten Werttreiber haben wir ein EBIT für PULSION im Übergangsjahr in Höhe von € 16,6 Mio. ermittelt.

Die Simulation bestätigt das aus den Erträgen und Aufwendungen abgeleitete EBIT in Höhe von € 16,8 Mio., das der Bewertung zugrunde gelegt wurde.

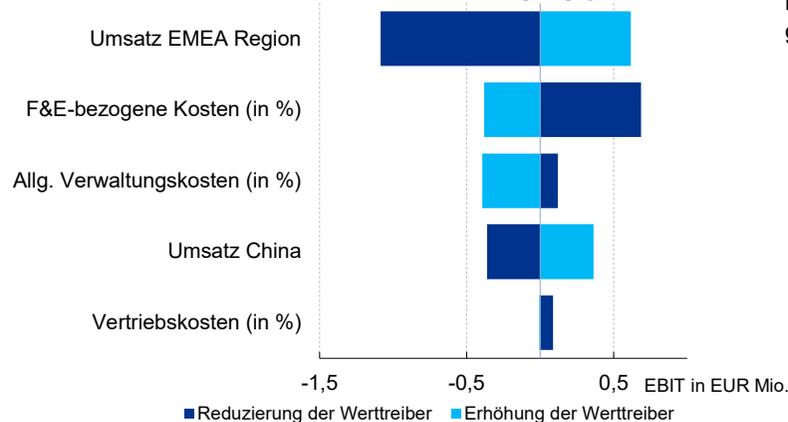
Wahrscheinlichkeitsverteilung des EBIT im Übergangsjahr



Ergebnis der Sensitivitätsanalyse

- Basierend auf den ausgewählten Bandbreiten der Werttreiber liegt das erwartete EBIT im Übergangsjahr bei € 16,6 Mio. Dieser Erwartungswert liegt leicht unterhalb des im Übergangsjahr angesetzten EBIT in Höhe von € 16,8 Mio.
- Die Kernbandbreite des EBIT im Übergangsjahr liegt zwischen € 15,8 Mio. und € 17,4 Mio. Diese Bandbreite deckt rund 87% aller Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse ab.
- Das Ergebnis der Sensitivitätsanalyse zeigt, dass das EBIT im Übergangsjahr maßgeblich durch die gewählten Werttreiber beeinflusst wird. Den größten Einfluss auf das EBIT im Übergangsjahr haben demnach der Umsatz in der EMEA-Region sowie die F&E-bezogenen Kosten.
- Das Ergebnis der Simulation zeigt zudem, dass das EBIT im Übergangsjahr einem Erwartungswert weitgehend entspricht.
- Da die Simulation auf einen nur geringfügig niedrigeren Erwartungswert für das nachhaltige EBIT hindeutet, wurde das abgeleitete EBIT in Höhe von € 16,8 Mio. der Bewertung zugrunde gelegt.

Einfluss der Werttreiber auf das EBIT im Übergangsjahr



Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

8. Planungsrechnung für Bewertungszwecke

In Anbetracht der Ergebnisse unserer Planungsanalyse, der Marktanalysen sowie des Benchmarkings erachten wir die Planung insgesamt als nachvollziehbar und plausibel, wengleich diese sowohl mit Blick auf die Umsatzerlöse als auch das EBIT ambitionierte Elemente enthält. Dies bestätigen auch die Ergebnisse der Benchmarkinganalyse.

Die Planung stellt nach unserer Einschätzung eine geeignete Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswertes dar.

Planungsrechnung für Bewertungszwecke

PULSION - GuV für Bewertungszwecke											
T€	Detailplanung			Grobplanung					ÜJ	TV	
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Umsatzerlöse	42.997	39.506	40.594	41.957	44.252	46.692	49.298	52.075	55.047	55.598	56.154
<i>Umsatzwachstum</i>	7,5%	-8,1%	2,8%	3,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	1,0%	1,0%
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	18.043	17.292	16.752	17.282	18.186	19.146	20.171	20.650	20.719	20.941	21.151
Bruttoergebnis vom Umsatz	24.954	22.214	23.842	24.675	26.066	27.546	29.127	31.425	34.328	34.656	35.003
<i>Bruttoergebnismarge</i>	58,0%	56,2%	58,7%	58,8%	58,9%	59,0%	59,1%	60,3%	62,4%	62,3%	62,3%
Vertriebskosten	1.255	1.345	1.378	1.424	1.502	1.585	1.674	1.768	1.869	1.888	1.906
Allgemeine Verwaltungskosten	4.549	4.750	4.836	5.005	5.180	5.361	5.549	5.743	5.944	6.004	6.064
Forschungs- und Entwicklungskosten	5.890	5.985	6.098	6.242	6.465	6.816	7.188	8.368	9.955	10.040	10.140
Sonstiges betriebliches Ergebnis	38	38	38	39	41	43	46	48	51	52	52
EBIT	13.297	10.171	11.568	12.042	12.960	13.826	14.763	15.595	16.611	16.777	16.945
<i>EBIT-Marge</i>	30,9%	25,7%	28,5%	28,7%	29,3%	29,6%	29,9%	29,9%	30,2%	30,2%	30,2%
Zinsergebnis	289	388	444	506	565	626	687	740	764	773	781
Ergebnis vor Steuern	13.586	10.559	12.012	12.548	13.525	14.452	15.450	16.334	17.375	17.550	17.726
<i>Ergebnis vor Steuern (% vom Umsatz)</i>	31,6%	26,7%	29,6%	29,9%	30,6%	31,0%	31,3%	31,4%	31,6%	31,6%	31,6%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	4.098	3.176	3.577	3.577	3.678	3.747	3.812	3.700	3.697	3.738	3.776
Ergebnis nach Steuern	9.488	7.383	8.435	8.971	9.847	10.705	11.638	12.634	13.678	13.812	13.951
<i>Ergebnis nach Steuern (% vom Umsatz)</i>	22,1%	18,7%	20,8%	21,4%	22,3%	22,9%	23,6%	24,3%	24,8%	24,8%	24,8%
Jahresüberschuss	9.488	7.383	8.435	8.971	9.847	10.705	11.638	12.634	13.678	13.812	13.951

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

VI.

**Kapitalisierungs-
zinssatz**

1. Übersicht

Die Ableitung der verschuldeten Eigenkapitalkosten erfolgte auf Basis von in der Rechtsprechung und Bewertungspraxis anerkannten Methoden.

Neben den einzelnen Parametern der Kapitalkosten sind auch immer die Kapitalkosten in Summe zu würdigen.

Die Abfolge von Krisen, die sich derzeit in kurzen Abständen ereignen und negative gesamtwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen, führen an den Kapitalmärkten zu erheblichen Unsicherheiten und dynamischen Entwicklungen. Dies hat auch Auswirkungen auf die Kapitalkostenparameter.

Ungeachtet dessen wurde die Marktrisikoprämie im unteren Bereich der vom FAUB empfohlenen Bandbreite angesetzt.

Eigenkapitalkosten		
Parameter	Quelle	Parameterwert
Basiszinssatz	<ul style="list-style-type: none"> Zinsstrukturdaten der Deutsche Bundesbank für den Zeitraum 23. Mai bis 22. August 2025 (nach persönlichen Steuern) 	<ul style="list-style-type: none"> 2,21%
Unverschuldeter Betafaktor	<ul style="list-style-type: none"> Analysen zu Betafaktoren der Peer Group Unternehmen 	<ul style="list-style-type: none"> 0,90
Marktrisikoprämie	<ul style="list-style-type: none"> Empfehlung des IDW/Empirische Studien (Tax-CAPM nach persönlichen Steuern) 	<ul style="list-style-type: none"> 5,25%
Unverschuldete Eigenkapitalkosten	<ul style="list-style-type: none"> Unverschuldete Eigenkapitalkosten im Planungszeitraum 2025 bis 2034 (nach persönlichen Ertragsteuern) 	<ul style="list-style-type: none"> 6,93%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	<ul style="list-style-type: none"> Bandbreite verschuldeter Eigenkapitalkosten im Planungszeitraum Verschuldete Eigenkapitalkosten in der ewigen Rente 2035 ff. (nach Wachstumsabschlag) 	<ul style="list-style-type: none"> 6,54% bis 6,85% 5,54%
Nachhaltige Wachstumsrate	<ul style="list-style-type: none"> Die nachhaltige Wachstumsrate bildet zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen ab. 	<ul style="list-style-type: none"> 1,00%

Quelle: Deutsche Bundesbank, S&P Capital IQ, Analyse KPMG.

- Bei der Bestimmung der einzelnen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes bestehen teilweise Ermessensspielräume bei der Festlegung von Analyseparametern. Dabei ist zu beachten, dass jeweils für sich noch vertretbare Werte für einen Einzelparameter zu einem in Summe nicht angemessenen Kapitalisierungszinssatz führen können. Daher ist im Wertermittlungsprozess und bei der Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes immer eine Gesamtschau vorzunehmen.^(a)

- Die Gesamtschau des Kapitalisierungszinssatzes steht zudem im Einklang mit der geforderten Ableitung einer Rendite einer Alternativinvestition.
- Vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells sowie dem aktuellen (Kapital-)Marktumfeld haben wir für PULSION unverschuldete Eigenkapitalkosten in Höhe von 6,93% abgeleitet.
- Wir erachten den angesetzten Kapitalisierungszinssatz in Summe für angemessen. Wir verweisen zur vorzunehmenden Gesamtschau bei der Wertermittlung auch auf unsere Ausführungen in Abschnitt IX.

Anm.: (a) vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, AktZ. 21 W 7/11; WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 109).

2. Eigenkapitalkosten (1/2)

Maßstab für den Kapitalisierungszinssatz ist die Rendite einer vergleichbaren Alternativanlage.

Für diese wird regelmäßig auf Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

Eigenkapitalkosten

- Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen zur Ableitung der Eigenkapitalkosten sind insbesondere empirisch beobachtbare Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) maßgeblich. Diese Renditen vergüten insgesamt den momentanen Konsumverzicht der Anteilseigner und die zukünftige Geldentwertung sowie die Übernahme unternehmerischer Risiken, da eine Investition in Unternehmen und Unternehmensanteile von Unsicherheiten geprägt ist. Die gesamte Rendite kann daher grundsätzlich in einen Renditeanteil für die Vergütung der zeitlichen Überlassung von Kapital – den sog. Basiszinssatz – und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegt werden. Die Risikoprämie selbst wird durch allgemeine Marktrisiken und unternehmensspezifische Risiken geprägt. Sollen diese unternehmensspezifischen Risiken sachgerecht berücksichtigt werden, wird die modellhafte Zerlegung der empirisch beobachtbaren Gesamrenditen in ihre Einzelbestandteile notwendig.

Eigenkapitalkosten (Fortsetzung)

- Die nachfolgende Ermittlung der Eigenkapitalkosten basiert hierfür auf Modellüberlegungen, die insbesondere auf kapitalmarkttheoretische Modelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM, Tax-CAPM) zurückgreifen. Diese Modelle treffen einerseits vereinfachende Annahmen und abstrahieren insoweit von der Komplexität der realen Kapitalmärkte. Andererseits bieten sie den Vorteil, geeignete intersubjektiv nachvollziehbare Grundüberlegungen, Ausgangsgrößen und Maßstäbe für die Bestimmung der benötigten Kapitalkosten zu liefern. Ungeachtet der heute in der Praxis grundsätzlich unstrittigen Akzeptanz und Verwendung theoretischer Kapitalmarktmodelle zur Ableitung der Kapitalkosten ist zu berücksichtigen, dass theoretische Modelle empirisch beobachtbare Sachverhalte erklären und nicht einfach ersetzen sollen. Die Ergebnisse theoretischer Modelle müssen sich daher an den empirischen Beobachtungen und Renditeerwartungen der Marktteilnehmer (Gesamrenditen) messen lassen.

2. Eigenkapitalkosten (2/2)

Die modellhaft ermittelten Daten sind regelmäßig anhand empirischer Daten zu überprüfen.

Eigenkapitalkosten (Fortsetzung)

- Hierfür sind die Vereinbarkeit der Prämissen des verwendeten (theoretischen) Bewertungsmodells mit den (empirischen) Rahmenbedingungen des Kapitalmarkts zum Erhebungszeitpunkt der zu beurteilenden Kapitalmarktparameter ebenso kritisch zu hinterfragen, wie zyklusbedingte Marktüber- oder -untertreibungen, die jeweils den größten Abstand zwischen empirisch beobachtbaren Preisen und langfristig erzielbaren inneren Werten markieren.^(a)
- Eine unreflektierte Übernahme empirischer Daten in theoretische Modelle, die die Existenz solcher Daten grundsätzlich ausschließen, ist jedoch zu vermeiden. Theoretische Modelle und die von ihnen aus unterschiedlichen empirischen Erhebungsmethoden verwendeten Eingangsgrößen liefern in einem ersten Schritt ein bloßes Rechenergebnis für die gesuchten Renditeerwartungen der Anteilseigner. Dieses ist einerseits den zum Stichtag empirisch beobachtbaren Renditeerwartungen (Gesamtrenditen) gegenüberzustellen und andererseits mit den für langfristige Investitionsentscheidungen maßgeblichen nachhaltigen Alternativrenditen, zum Beispiel auf der Basis langfristig durchschnittlich erzielter Renditen, zu vergleichen. Laufen die Ergebnisse von theoretischen Modellen und historischen sowie zukunftsorientierten Analysen auseinander, ist kritisch zu würdigen, inwieweit die einzelnen modellhaften Renditebestandteile untereinander konsistent und modellkonform zum jeweiligen Bewertungsstichtag abgeleitet wurden. Eine eingeschränkte oder fehlende Kompatibilität zwischen (empirischen) Kapitalmarktdaten und (theoretischem) Modell ist unter Berücksichtigung einer wirtschaftlich sinnvollen Gesamtschau auf die gesamte Renditeerwartung zu vermeiden.

Eigenkapitalkosten (Fortsetzung)

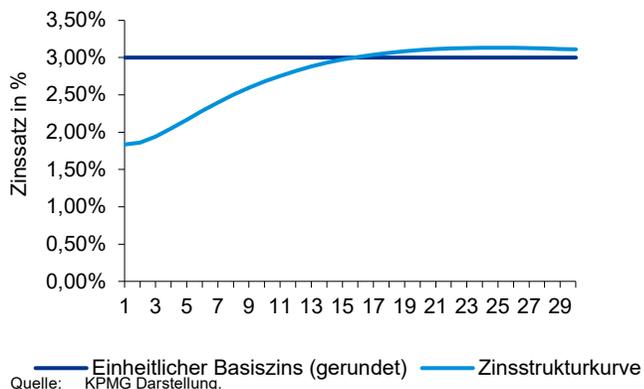
- Im Rahmen dieser Gesamtschau zeigen empirische Analysen, dass sich – trotz zyklusbedingter Extrempunkte, die in der Vergangenheit regelmäßig zu beobachten waren – die langfristigen Durchschnitte von Kapitalmarktrenditen für Unternehmensanteile in einem relativ stabilen Korridor bewegen.

Anm.: (a) vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise, CFB 2012, Seiten 70 ff.

3. Eigenkapitalkosten – Basiszinssatz

Der Basiszinssatz reflektiert die Rendite einer risikofreien Anlage mit unendlicher Laufzeit. Er wurde mit 2,21% p.a. nach persönlichen Ertragsteuern angesetzt.

Zinsstrukturkurve zum 22. August 2025 (Dreimonatsdurchschnitt)



Basiszinssatz

- Gemäß (Tax-)CAPM repräsentiert der Basiszinssatz eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Zur Einhaltung der Laufzeitäquivalenz ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren.
- Für die Bestimmung des Basiszinssatzes kann von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ausgegangen werden. Zur objektivierte Schätzung der Zinsstrukturkurve kann auf die veröffentlichten Regressionsparameter und -ergebnisse der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen werden. Diese lassen eine auf empirischen Daten basierende Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum zu.

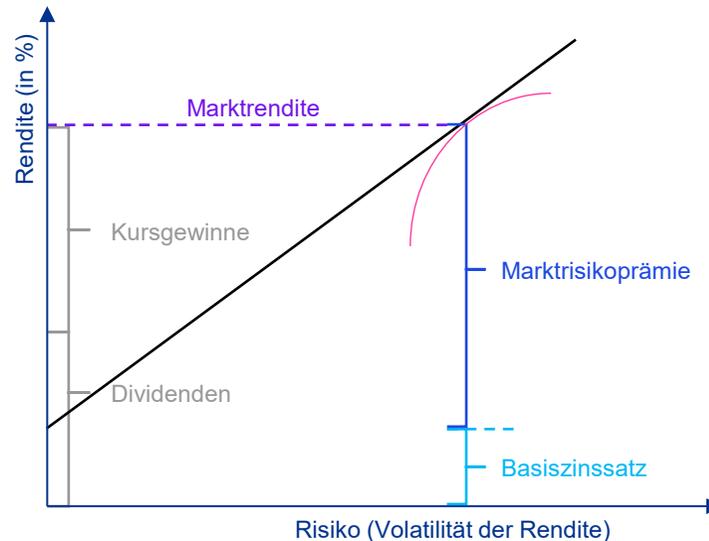
Basiszinssatz (Fortsetzung)

- Zur Abbildung einer Zinsstrukturkurve mit einer unendlichen Laufzeit kann der ermittelte Zero-Bond-Zinssatz für eine Restlaufzeit von dreißig Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden. Aus Praktikabilitätsgründen kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, das heißt beginnend mit dem ersten Planjahr, berechnet und verwendet werden.
- Der auf diese Weise unter Beachtung der „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2008“, Frage 4.2^(a) abgeleitete einheitliche Basiszinssatz wurde unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum 23. Mai bis 22. August 2025 in Höhe von 3,0668% ermittelt. Zur Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei langfristigen Renditen wurde dieser Wert auf einen Viertelprozentpunkt abgerundet und ein Basiszinssatz in einer Höhe von 3,00% abgeleitet.
- Zinseinkünfte werden mit einer nominellen Steuerbelastung in Höhe von 25,00% zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet (Abgeltungsteuer). Hieraus resultiert ein Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,21%.

Anm.: (a) vgl. IDW Life 3/2022, Seiten 322 ff.

4. Eigenkapitalkosten – Risikozuschlag

Der Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag für die Übernahme von unternehmerischen Risiken zu erhöhen.



Quelle: KPMG Darstellung.

Risikozuschlag

- Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts ist zur Ableitung des Risikozuschlags nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren gegenüber einer Investition in risikolose Anlagen ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen. Der Risikozuschlag ist ein Renditebestandteil der mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) erklärten Gesamttrendite und kann aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen (historisch und zukunftsgerichtet) abgeleitet werden.

Risikozuschlag (Fortsetzung)

- Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikozuschläge ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Gemäß dem CAPM setzt sich der Risikozuschlag aus der allgemeinen Marktisikoprämie und dem unternehmensspezifischen Betafaktor zusammen.
- Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Marktisikoprämie kann durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in ein repräsentatives Marktportfolio bestehend aus Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen erfolgen, wie nebenstehende Grafik illustriert. Die Berechnung kann dabei sowohl auf der Basis historischer Daten als auch zukunftsorientiert vorgenommen werden.
- Da Aktienrenditen und Risikozuschläge grundsätzlich durch persönliche Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der unterschiedlichen Wirkungen persönlicher Ertragsteuern in Deutschland auf Zinseinkünfte und Dividenden einerseits sowie Kursgewinne andererseits erweitert.
- Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die persönlichen Ertragsteuern gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen. Der Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern ist analog zum CAPM das Produkt aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern.

5. Eigenkapitalkosten – Marktrisikoprämie

Wir haben eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,25% angesetzt.

Die Marktrisikoprämie wurde damit – unabhängig von der Abfolge von Krisen, die sich derzeit in kurzen Abständen ereignen und negative gesamtwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen und an den Kapitalmärkten zu erheblichen Unsicherheiten und dynamischen Entwicklungen führen – im unteren Bereich der vom FAUB empfohlenen Bandbreite angesetzt.

Marktrisikoprämie

- Der FAUB des IDW hat auf seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 eine neue Kapitalkostenempfehlung beschlossen. Im Rahmen dieser empfiehlt er, sich bei der nach persönlichen Ertragsteuern an einer Bandbreite von 5,0% bis 6,5% und vor persönlichen Ertragsteuern an einer Bandbreite von bis 6,0% bis 8,0% zu orientieren.
- Wir haben zur Plausibilisierung der vom FAUB empfohlenen Bandbreite vor persönlichen Ertragsteuern eigene Analysen vorgenommen und hierauf basierend einen konkreten Wert für die Marktrisikoprämie innerhalb dieser empfohlenen Bandbreite abgeleitet. Dabei haben wir für die Schätzung der Marktrisikoprämie sowohl in der Vergangenheit realisierte historische (Gesamt-)Renditen und daraus abgeleitete Risikoprämien als auch aus Börsenkursen und Ergebnisschätzungen von Finanzanalysten abgeleitete zukunftsorientierte (Gesamt-)Renditeerwartungen und Risikoprämien (implizite Renditen und Risikoprämien) berücksichtigt. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich drei bis sieben Prozentpunkte höhere Renditen erzielten als Investitionen in (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlagen.^(a)

Anm.: (a) Eine langfristig höhere Rendite unsicherer Anlagen gegenüber sicheren Anlagen ist plausibel und begründet zudem die grundsätzliche Nachfrage nach unsicheren Anlagen, denn kein rational handelnder Anteilseigner würde eine unsichere Anlage einer sicheren Anlage vorziehen, wenn er hierfür nicht im langfristigen Durchschnitt eine risiko-äquivalente Vergütung als Komponente der Gesamtrendite erhalten würde.

Marktrisikoprämie (Fortsetzung)

- In der Vergangenheit erzielte Renditen und Risikoprämien bieten damit eine Basis für die Abschätzung einer wirtschaftlich sinnvollen Bandbreite von auch zukünftig zu erwartenden Renditen und Risikoprämien unter der Annahme, dass die durchschnittlich in der Vergangenheit beobachtbaren konjunkturellen Verhältnisse unter Berücksichtigung langfristiger Trendentwicklungen und Inflationseffekte in die Zukunft übertragbar sind. Zum Bewertungsstichtag abgeleitete implizite Renditen und Risikoprämien hingegen ermöglichen eine stichtagsbezogen zukunftsorientierte und konkrete Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung von aktuellen Veränderungen der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien) im Zeitablauf basierend auf den Renditeerwartungen der Investoren an den Kapitalmärkten.^(b)
Vor dem Hintergrund unserer Analysen zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern haben wir die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern mit 5,25% angesetzt.^(c) Sie liegt damit in der vom FAUB empfohlenen Bandbreite.
- Zur Ableitung der unternehmensspezifischen Risikoprämie wird nach dem Tax-CAPM diese Marktrisikoprämie mit dem so genannten Betafaktor multipliziert, der das unternehmens- und branchenspezifische Risiko ausdrückt.

Anm.: (b) vgl. Bertram/Castedello/Tschöpel, Überlegungen zur Marktrendite und zur Marktrisikoprämie, CF 2015, Seiten 468 ff.

(c) Die Überleitung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern zur Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern erfolgt unter analoger Vorgehensweise wie gezeigt bei Zeidler/Schöniger/Tschöpel, FB 2008, Seiten 276-288 und Castedello/Jonas/Schieszl/Lenkner, WPg 2018, Seiten 806 ff.

6. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – PULSION

Für die PULSION liegen keine repräsentativen Kapitalmarktdaten zur Beurteilung des operativen Risikos vor.

Der Betafaktor von PULSION ist seit dem Downlisting nicht mehr geeignet, das Risiko-profil der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag abzubilden.

Der Betafaktor wurde deshalb anhand einer Peer Group abgeleitet.

Betafaktor

- Ein Betafaktor muss, um ihn einer Bewertung zugrunde legen zu können, verlässlich ermittelt werden können und seine zeitliche Stabilität in der Zukunft zu erwarten sein.^(a)
- Für die PULSION als börsennotiertes Unternehmen liegen am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren vor. Es wurde zunächst der eigene Betafaktor von PULSION bis zu diesem Stichtag analysiert. Der beobachtbare Betafaktor (adjusted Betafaktor gegen lokalen Index) der PULSION lag in dem Zeitraum zwischen dem 1. Juli 2021 und dem 30. Juni 2025 zwischen 0,30 und 0,49; im Durchschnitt bei 0,36.^(b)

PULSION - Verschuldete Betafaktoren						
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025	2020/2021- 2024/2025 Ø
PULSION	0,35	0,30	0,33	0,49	0,33	0,36

PULSION - Unverschuldete Betafaktoren						
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025	2020/2021- 2024/2025 Ø
PULSION	0,35	0,30	0,33	0,49	0,33	0,36

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Der Erhebungszeitraum der Daten der Vergleichsunternehmen entspricht jeweils dem Zeitraum vom 1. Juli bis 30. Juni.

- Im Rahmen der Analyse ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Aktien von PULSION seit dem Downlisting im Jahr 2014 nur noch sporadisch im Freiverkehr gehandelt werden. Infolge des Downlisting werden nur noch die Jahresabschlüsse und Lageberichte von PULSION veröffentlicht. Weder werden dem Kapitalmarkt längerfristige Managementenerwartungen durch PULSION kommuniziert, noch werden diese in Analystenprognosen gespiegelt. Eine Analyse der Aktienkursentwicklung zeigt, dass diese weder durch das allgemeine Marktgeschehen noch durch unternehmensspezifische Ereignisse oder das Chancen- und Risikoprofil geprägt ist (vgl. Abschnitt VIII.1).

Betafaktor (Fortsetzung)

- Die Analyse der Aktienkursbewegungen sowie der Handelsumsätze in dem Zeitraum zwischen dem 1. Juli 2021 und dem 30. Juni 2025 hat ergeben, dass der Handel mit Aktien der PULSION sehr gering und die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) im Vergleich zu am organisierten Markt gehandelten Aktien sehr hoch ist.

PULSION Aktie - Liquiditätsanalyse					
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025
Tage mit aktivem Handel in der Periode	142	85	49	33	33
Ø Geld-Brief-Spanne	5,0%	4,4%	3,6%	8,6%	5,8%
Ø Täglich gehandeltes Volumen in % der Gesamtaktienanzahl	0,1‰	0,1‰	0,1‰	0,1‰	0,2‰
Ø Täglich gehandeltes Volumen in T€	18,4	12,5	8,0	16,8	20,5

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Der Erhebungszeitraum der Daten der Vergleichsunternehmen entspricht jeweils dem Zeitraum vom 1. Juli bis 30. Juni.

- Die Geld-Brief-Spanne liegt damit weit über dem vom LG München herangezogenen Grenzwert von 1,25.^(c)
- Insgesamt zeigt sich, dass die vorliegenden Daten zum eigenen Betafaktor der PULSION weder die notwendige Liquidität noch die statistische Signifikanz aufweisen, um im vorliegenden Fall als Maßstab zur Beurteilung des operativen Risikos der PULSION herangezogen werden zu können.
- Der Betafaktor wurde daher auf Basis der Analyse börsennotierter Vergleichsunternehmen („Peer Group“) abgeleitet.

Anm.: (a) vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019, Az. 21 W 77/14.

(b) Ermittelt auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ, ein Geschäft der The McGraw-Hill.

(c) vgl. LG München vom 25. November 2024, 5 HK O 13305/22; LG München, Beschluss vom 28. Juni 2024, 5 HK P 15126/20.

7. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – Peer Group (1/5)

Wir haben die Vergleichsunternehmen aus dem Bereich Medizintechnik in Abhängigkeit vom konkreten Geschäftsmodell zunächst in zwei Gruppen (Tiers) unterteilt.

Dann wurden die Unternehmen der zwei Longlists danach bewertet, wie gut sie in Geschäftsmodell, Zielmärkte und Größe mit PULSION vergleichbar sind und darauf basierend zu zwei Shortlists verdichtet.

Beschreibungen zu den Peer Group Unternehmen finden sich in Anlage 3.

Betafaktor

- Zur Ableitung einer Peer Group wurde uns zunächst von der Gesellschaft eine Übersicht wesentlicher Wettbewerber zur Verfügung gestellt. Ergänzend haben wir ein umfassendes Screening des Marktes und der Wettbewerbslandschaft (vgl. Abschnitt III) sowie in diversen Quellen durchgeführt. Hierbei kamen auch die Datenbanken des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ und Factiva zum Einsatz. Gefiltert wurde hierbei nach den Industrieklassifizierungen „Medizinische Ausrüstung/Versorgung“ und „Patient Monitoring“. Es wurden nur Unternehmen mit einem Umsatz in den letzten zwölf Monaten von über € 1 Mio. berücksichtigt.
- Die resultierende Long List wurde im nächsten Schritt zur sog. Short List mithilfe eines Scoring-Modells verdichtet, soweit diese Gesellschaften nicht von PULSION als unmittelbar vergleichbar angesehen werden. Dabei wurden folgende drei Merkmale in das Scoring einbezogen und jeweils ein bis drei Punkte vergeben:
 - Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells,
 - Geographische Vergleichbarkeit der Absatzmärkte und
 - Vergleichbarkeit der Höhe der Umsatzerlöse.
- Bei der Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells haben wir zudem beurteilt, ob das Unternehmen eigene Forschung und Entwicklung der Monitore und Verbrauchsmaterialien betreibt und gleichen Zulassungsrisiken ausgesetzt ist.
- Die so identifizierten Unternehmen wurden – wie in der Rechtsprechung anerkannt^(a) – in zwei Gruppen eingeteilt: Unternehmen, die im Bereich der Patientenmonitore und Verbrauchsmaterialien (Einwegartikel) aktiv sind (Tier 1) und Hersteller von medizinischer Ausrüstung (Tier 2).

Anm.: (a) vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Juni 2022, 26 W 13/18; BayObLG München, Beschluss vom 8. August 2025, 101 W 116/24

Betafaktor (Fortsetzung)

- Die so resultierenden Short Lists haben wir auf die Verfügbarkeit und Belastbarkeit der relevanten Daten untersucht und letztlich sechs (Tier 1) bzw. zehn (Tier 2) Unternehmen der Short List in die beiden Peer Groups aufgenommen.
- In der Shortlist für die Tier 1 sind auch die im Lagebericht der PULSION genannten Wettbewerber, ICU Medical Inc., San Clemente/USA, Edwards Lifesciences, Irvine/USA (bis zur Ankündigung des Verkaufs ihrer Critical Care Sparte im ersten Halbjahr 2024; danach dem Tier 2 zugeordnet) und Baxter International Inc., Illinois/USA, enthalten. Das Mutterunternehmen GETINGE ist Teil der Shortlist für Tier 2.
- Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist, dennoch halten wir das operative Risiko der Peer Group vor dem Hintergrund der beschriebenen Kriterien insgesamt für vergleichbar zu den Aktivitäten der PULSION. In der Anlage 3 sind die Unternehmen der Peer Group beschrieben.
- Um die statistische Validität der empirischen Daten zu analysieren und auf die für die Umrechnung von verschuldeten in unverschuldete Betafaktoren notwendigen Kapitalstrukturdaten zugreifen zu können, wurden wöchentliche Betafaktoren für fünf unabhängige Jahresscheiben, einen Zweijahreszeitraum und einen Dreijahreszeitraum sowie monatliche Betafaktoren für einen Fünfjahreszeitraum ermittelt.^(a) Bei der Analyse der verschiedenen Zeiträume ist zu berücksichtigen, dass insbesondere die Betafaktoren der Jahre 2021 und 2022 durch Sondereffekte infolge der Ausbreitung des Coronavirus und des erhöhten medizinischen Bedarfs beeinflusst sind.

7. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – Peer Group (2/5)

Die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen aus Tier 1 liegen im Mittel der fünf Jahresscheiben bei 0,94.

Betafaktor (Fortsetzung)

- Die Analyse der Betafaktoren beruht dabei vorrangig auf sog. adjusted Betafaktoren gegen einen marktbreiten lokalen Index.
- Zu Plausibilisierungszwecken haben wir die in der Bewertungspraxis teilweise vertretene alternative Verwendung von raw Betafaktoren und alternative Verwendung eines globalen Index untersucht. Dabei wären bei Verwendung von Betafaktoren gegen einen globalen und europäischen Index Zusammenhänge zum verwendeten Kapitalmarktmodell, die Markttrendite und somit Marktrisikoprämie und Basiszins zu beachten.
- Eine Analyse des Wochentageeffekts zeigte keine wesentlichen Auffälligkeiten beim durchschnittlichen Betafaktor der Peer Group. Es kamen daher Freitagrenditen zum Ansatz.
- Die am Markt beobachtbaren Betafaktoren^(a) der Peer Group (Tier 1) – jeweils gespiegelt an einem marktbreiten lokalen Aktienindex – lagen bei den Jahresbetafaktoren (Durchschnitt je Unternehmen) in dem Zeitraum zwischen dem 1. Juli 2021 und dem 30. Juni 2025 zwischen 0,82 (25% Quantil) und 1,05 (75% Quantil); im Durchschnitt bei 0,94 und mit einem Median von 0,93. Die verschuldeten Betafaktoren der Mehrjahreszeiträume lagen im Mittel bei 0,84 und 0,94. Im Tier 2 lagen die Werte bei den Jahresbetafaktoren im Mittel bei 0,93 die Mehrjahreszeiträume im Mittel bei 0,91.

- Anm.: (a) Ermittelt auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ, ein Geschäft der The McGraw-Hill.
- (b) Das „Unlevern“ erfolgte unter der Annahme von unsicheren steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital.

Betafaktor (Fortsetzung)

- Bei alternativer Verwendung eines globalen Index ergeben sich teils niedrigere und teils höhere Betafaktoren, die insgesamt weniger statistisch signifikant sind. Für Mittelwert und Median der Peer Group weichen die Betafaktoren zumeist nur unwesentlich nach oben und unten von denen zum lokalen Index ab. Bei alternativer Verwendung von raw Betafaktoren ergeben sich im Vergleich zur Verwendung von adjusted Betafaktoren vergleichbare verschuldete Betafaktoren.
- Im einzelnen beträgt der durchschnittliche Betafaktor auf Basis von fünf Jahresscheiben (Mittelwert) bei dem Setting ‚raw Betafaktoren gegen marktbreiten lokalen Index‘ bei 0,90 (Tier 1) und 0,90 (Tier 2), bei dem Setting ‚adjusted Betafaktoren gegen globalen Index‘ bei 0,92 (Tier 1) und 0,91 (Tier 2) und bei dem Setting ‚raw Betafaktoren gegen globalen Index‘ bei 0,88 (Tier 1) und 0,86 (Tier 2), so dass sich hieraus keine Bedenken gegen die Verwendung des Settings ‚adjusted Betafaktoren gegen marktbreiten lokalen Index‘ ergibt.
- Zur Berücksichtigung der sich im Planungszeitraum verändernden Finanzierungsstrukturen der Gesellschaften, wurden die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (so genanntes „unlevern“)^(b).

7. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – Peer Group (3/5)

Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen aus Tier 1 liegen im Mittel der fünf Jahresscheiben bei 0,91.

Der unverschuldete Betafaktor vom Mutterkonzern GETINGE liegt bei 0,89.

Betafaktor (Fortsetzung)

- Die unverschuldeten Betafaktoren (adjusted Betafaktor gegen lokalen Index) lagen bei den Jahresbetafaktoren im Tier 1 in einer Bandbreite von 0,80 (25% Quantil) bis 1,05 (75% Quantil), im Mittel bei 0,91 und mit einem Median von 0,96. Die unverschuldeten Betafaktoren der Mehrjahreszeiträume lagen im Mittel zwischen 0,78 und 0,91. Für das Tier 2 ergaben sich unverschuldete Betafaktoren (adjusted Betafaktor gegen lokalen Index) bei den Jahresbetafaktoren in einer Bandbreite von 0,77 (25% Quantil) bis 0,97 (25% Quantil).
- Für die drei im Jahresabschluss der PULSION genannten Wettbewerber (Teil des Tier 1) haben wir einen durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktor von 0,90 auf Basis der fünf einzelnen Jahresscheiben abgeleitet. Für GETINGE als Mutterkonzern (Teil des Tier 2) haben wir einen unverschuldeten Betafaktor von 0,89 als Mittelwert der fünf einzelnen Jahresscheiben abgeleitet.
- Vor diesem Hintergrund halten wir – auch aufgrund der höheren Vergleichbarkeit der Tier 1 Vergleichsunternehmen – einen Betafaktor von 0,90 für angemessen.
- Multipliziert mit der allgemeinen Marktrisikoprämie von 5,25% errechnet sich für PULSION ein Risikozuschlag für das operative Risiko von 4,73% (vor Anpassung an die periodenspezifische Finanzierungsstruktur).
- Abschließend wurde der unverschuldete Kapitalisierungszinssatz anhand der sich aus der Planungsrechnung ergebenden zukünftigen Finanzierungsstruktur und des Verschuldungsgrads wieder periodenspezifisch in verschuldete Kapitalkosten zurückgerechnet (sog. „relevern“).

7. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – Peer Group (4/5)

Die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen aus Tier 1 liegen im Mittel der fünf Jahresscheiben bei 0,94. Für die Vergleichsunternehmen von Tier 2 beträgt dieser Durchschnitt 0,93.

Bei den drei in Tier 1 hervorgehobenen Unternehmen handelt es sich um im Lagebericht von PULSION genannte Wettbewerber.

Im Tier 2 ist GETINGE als Mutterkonzern hervorgehoben.

PULSION - Verschuldete Betafaktoren (Tier 1) - Lokal Adjusted						
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025	2020/2021- 2024/2025 Ø
Baxter International Inc. (USA)	0,66	0,76	0,85	0,90	0,67	0,77
Edwards Lifesciences Corporation (USA)	1,05	1,26	1,00	n/a	n/a	1,11
ICU Medical, Inc. (USA)	1,06	0,77	1,24	1,36	0,81	1,05
Masimo Corporation (USA)	1,01	1,25	0,91	n/a	1,04	1,05
Medtronic plc (Irland)	1,04	0,73	0,82	0,89	0,60	0,82
Nihon Kohden Corporation (Japan)	n/a	0,83	0,78	0,82	0,85	0,82
Minimum	0,66	0,73	0,78	0,82	0,60	0,77
25% Quantil	1,01	0,76	0,83	0,87	0,67	0,82
Median	1,04	0,80	0,88	0,89	0,81	0,93
Mittelwert	0,97	0,93	0,93	0,99	0,80	0,94
75% Quantil	1,05	1,14	0,98	1,01	0,85	1,05
Maximum	1,06	1,26	1,24	1,36	1,04	1,11

2-Jahres-Zeitraum 30.06.2025	5-Jahres-Zeitraum 30.06.2025
0,74	0,74
n/a	1,07
0,97	0,91
0,99	1,12
0,68	0,87
0,85	n/a
0,68	0,74
0,74	0,87
0,85	0,91
0,84	0,94
0,97	1,07
0,99	1,12

PULSION - Verschuldete Betafaktoren (Tier 2) - Lokal Adjusted						
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025	2020/2021- 2024/2025 Ø
GETINGE (Sweden)	0,82	1,10	0,98	1,01	0,87	0,96
Abbott Laboratories (USA)	0,72	0,90	0,81	0,71	0,52	0,73
Becton, Dickinson and Company (USA)	n/a	0,66	0,83	0,68	n/a	0,72
Boston Scientific Corporation (USA)	1,10	0,89	0,87	0,89	0,89	0,93
Carl Zeiss Meditec AG (Deutschland)	0,76	0,90	1,09	1,03	1,55	1,07
Drägerwerke AG & Co. KGaA (Deutschland)	n/a	0,70	0,84	n/a	0,77	0,77
Eckert & Ziegler SE (Deutschland)	0,68	1,05	1,24	1,10	1,21	1,06
Edwards Lifesciences Corporation (USA)	n/a	n/a	n/a	1,39	0,76	1,08
Koninklijke Philips N.V. (Niederlande)	1,01	0,95	1,23	n/a	0,99	1,04
Smith & Nephew plc (Vereinigtes Königreich)	1,20	0,78	0,68	1,04	1,03	0,95
Zimmer Biomet Holdings, Inc. (USA)	1,06	0,82	0,95	0,97	n/a	0,95
Minimum	0,68	0,66	0,68	0,68	0,52	0,72
25% Quantil	0,75	0,79	0,83	0,89	0,77	0,85
Median	0,91	0,90	0,91	1,01	0,89	0,95
Mittelwert	0,92	0,88	0,95	0,98	0,96	0,93
75% Quantil	1,07	0,94	1,06	1,04	1,03	1,05
Maximum	1,20	1,10	1,24	1,39	1,55	1,08

2-Jahres-Zeitraum 30.06.2025	5-Jahres-Zeitraum 30.06.2025
0,92	0,97
0,57	0,82
n/a	n/a
0,89	0,79
1,37	1,04
0,65	0,60
1,17	1,31
0,95	n/a
n/a	0,85
1,03	0,96
0,67	0,81
0,57	0,60
0,67	0,81
0,92	0,85
0,91	0,91
1,03	0,97
1,37	1,31

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Der Erhebungszeitraum der Daten der Vergleichsunternehmen entspricht jeweils dem Zeitraum vom 1. Juli bis 30. Juni.

Edwards Lifesciences Corporation ist bis zur Ankündigung des Verkaufs der Critical Care Sparte als Tier 1 Unternehmen geführt. Danach wird es als Tier 2 Unternehmen berücksichtigt.

7. Eigenkapitalkosten – Betafaktor – Peer Group (5/5)

Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen aus Tier 1 liegen im Mittel der fünf Jahresscheiben bei 0,91. Für die Vergleichsunternehmen von Tier 2 beträgt dieser Durchschnitt 0,86.

Bei den drei in Tier 1 hervorgehobenen Unternehmen handelt es sich um im Lagebericht von PULSION genannte Wettbewerber. Für diese ergibt sich im Durchschnitt ein unverschuldeter Betafaktor von 0,90.

Im Tier 2 ist GETINGE als Mutterkonzern hervorgehoben. Für GETINGE resultiert ein unverschuldeter Betafaktor von 0,89.

PULSION - Unverschuldete Betafaktoren (Tier 1) - Lokal Adjusted						
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025	2020/2021- 2024/2025 Ø
Baxter International Inc. (USA)	0,63	0,66	0,65	0,65	0,52	0,62
Edwards Lifesciences Corporation (USA)	1,07	1,28	1,01	n/a	n/a	1,12
ICU Medical, Inc. (USA)	1,16	0,77	1,11	1,06	0,74	0,97
Masimo Corporation (USA)	1,07	1,31	0,90	n/a	1,02	1,08
Medtronic plc (Irland)	0,97	0,69	0,75	0,79	0,54	0,75
Nihon Kohden Corporation (Japan)	n/a	1,01	0,92	0,93	0,94	0,95
Minimum	0,63	0,66	0,65	0,65	0,52	0,62
25% Quantil	0,97	0,71	0,79	0,76	0,54	0,80
Median	1,07	0,89	0,91	0,86	0,74	0,96
Mittelwert	0,98	0,95	0,89	0,86	0,75	0,91
75% Quantil	1,07	1,21	0,99	0,96	0,94	1,05
Maximum	1,16	1,31	1,11	1,06	1,02	1,12

2-Jahres-Zeitraum 30.06.2025	5-Jahres-Zeitraum 30.06.2025
0,55	0,63
n/a	1,10
0,84	0,88
0,96	1,12
0,61	0,80
0,95	n/a
0,55	0,63
0,61	0,80
0,84	0,88
0,78	0,91
0,95	1,10
0,96	1,12

PULSION - Unverschuldete Betafaktoren (Tier 2) - Lokal Adjusted						
Name	2020/ 2021	2021/ 2022	2022/ 2023	2023/ 2024	2024/ 2025	2020/2021- 2024/2025 Ø
GETINGE (Sweden)	0,76	1,07	0,94	0,92	0,77	0,89
Abbott Laboratories (USA)	0,69	0,86	0,77	0,69	0,51	0,70
Becton, Dickinson and Company (USA)	n/a	0,60	0,74	0,60	n/a	0,65
Boston Scientific Corporation (USA)	1,02	0,83	0,80	0,83	0,85	0,87
Carl Zeiss Meditec AG (Deutschland)	0,75	0,90	1,08	1,02	1,44	1,04
Drägerwerke AG & Co. KGaA (Deutschland)	n/a	0,67	0,66	n/a	0,62	0,65
Eckert & Ziegler SE (Deutschland)	0,71	1,08	1,27	1,11	1,25	1,08
Edwards Lifesciences Corporation (USA)	n/a	n/a	n/a	1,41	0,81	1,11
Koninklijke Philips N.V. (Niederlande)	0,91	0,80	0,86	n/a	0,81	0,85
Smith & Nephew plc (Vereinigtes Königreich)	1,11	0,72	0,61	0,88	0,88	0,84
Zimmer Biomet Holdings, Inc. (USA)	0,93	0,73	0,84	0,84	n/a	0,84
Minimum	0,69	0,60	0,61	0,60	0,51	0,65
25% Quantil	0,74	0,72	0,75	0,83	0,77	0,77
Median	0,84	0,82	0,82	0,88	0,81	0,85
Mittelwert	0,86	0,83	0,86	0,92	0,88	0,86
75% Quantil	0,95	0,89	0,92	1,02	0,88	0,97
Maximum	1,11	1,08	1,27	1,41	1,44	1,11

2-Jahres-Zeitraum 30.06.2025	5-Jahres-Zeitraum 30.06.2025
0,83	0,91
0,56	0,79
n/a	n/a
0,84	0,74
1,32	1,03
0,52	0,52
1,20	1,35
0,98	n/a
n/a	0,71
0,88	0,86
0,59	0,71
0,52	0,52
0,59	0,71
0,84	0,79
0,86	0,85
0,98	0,91
1,32	1,35

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Der Erhebungszeitraum der Daten der Vergleichsunternehmen entspricht jeweils dem Zeitraum vom 1. Juli bis 30. Juni.

Edwards Lifesciences Corporation ist bis zur Ankündigung des Verkaufs der Critical Care Sparte als Tier 1 Unternehmen geführt. Danach wird es als Tier 2 Unternehmen berücksichtigt.

8. Wachstumsrate (1/4)

Für die Jahre 2025 bis 2029 war der Ansatz einer Wachstumsrate im Nenner des Bewertungskalküls nicht erforderlich, da das Wachstum bereits in der Planung der Nettoeinnahmen berücksichtigt wurde.

Wachstumsrate

- In der Planungsrechnung von PULSION für die Jahre 2025 bis 2027 und in der Grobplanungsphase der Jahre 2028 bis 2033 ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist insoweit nicht erforderlich. Auch in der Fortführungsphase der Jahre 2034 ff. (Übergangsjahr und ewige Rente) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz abbilden.
- Ursächlich für nachhaltig wachsende Unternehmensergebnisse können grundsätzlich rein real-wirtschaftliche (positive und negative) Effekte (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d.h. durch Preisveränderungen bedingte Effekte unterschieden werden. Das Gesamtwachstum eines Unternehmens setzt sich hiernach zusammen aus operativem und inflationsbedingtem Wachstum. Die Berücksichtigung der wachstumsdeterminierenden Einzeleffekte hängt vom gewählten Bewertungsansatz ab.^(a)

Ann.: (a) vgl. WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, A 451.

Wachstumsrate (Fortsetzung)

- Die im Übergangsjahr und in der ewigen Rente thesaurierten und den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bilden unter Berücksichtigung des im vorliegenden Fall gewählten Bewertungsansatzes bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen Gesamtwachstums ab. Grundsätzlich stehen Thesaurierungen im Jahr der Thesaurierung den Anteilseignern nicht als Nettoeinnahmen zur Verfügung; der positive Ertragswerteffekt von Thesaurierungen schlägt sich vielmehr in dadurch induzierten zukünftig wachsenden Ausschüttungen nieder. Eine zusätzliche Berücksichtigung dieses operativen Wachstums in der anzusetzenden Wachstumsrate scheidet somit aus.
- Alternativ wäre im Übergangsjahr und in der ewigen Rente die ausschließliche Diskontierung der Ausschüttungen an die Anteilseigner bei korrespondierender Berücksichtigung des durch Thesaurierungen finanzierten operativen Wachstums in der Wachstumsrate denkbar. Bei ausschließlicher Diskontierung der Ausschüttungen an die Anteilseigner ist insoweit ein nachhaltiges operatives Wachstum der Ausschüttungen in Höhe von 4,49% p.a. anzusetzen. Beide Vorgehensweisen führen zu identischen Ergebnissen.
- Unter der Voraussetzung, dass PULSION die die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektierenden Kapitalkosten nachhaltig verdient, korrespondieren die zukünftig wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen. Somit ist der wesentliche Teil des zukünftigen Gesamtwachstums bereits durch die direkte Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen zu den nachhaltigen Nettoeinnahmen der Anteilseigner berücksichtigt.

8. Wachstumsrate (2/4)

Treiber für die Höhe der anzusetzenden Wachstumsrate ist die unternehmensspezifische Inflationsrate.

Wachstumsrate (Fortsetzung)

Ursachen des Wachstums der nachhaltigen Plan-Cashflows			
Operatives Wachstum aus Kapazitätsoptimierungen	Operatives Wachstum aus (nicht konkretisierten) zukünftigen Kapazitätserweiterungen		Inflationsbedingtes Wachstum
Berücksichtigung in Detail-/Grobplanungsphase	Kein Abzug der Finanzierung von den Plan-Cashflows	Abzug der Finanzierung von den Plan-Cashflows (Thesaurierungen) ^(a)	Abzug der Finanzierung von den Plan-Cashflows (Thesaurierungen) ^(b)
Berücksichtigung im Wachstumsabschlag			
nein	nein	ja	ja

Quelle: KPMG Darstellung

Anm.: (a) Dividend Discount Model (DDM)

(b) zuzüglich Inflationsbedingter Fremdkapitalaufnahme bei Verschuldung

Wachstumsrate (Fortsetzung)

- Lediglich noch verbleibende, zum Beispiel temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen und inflationsbedingte Wachstumseffekte sind, wie nachfolgend beschrieben, im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.
- Unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte unterscheiden sich hierbei von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie zum Beispiel der „allgemeinen“ (konsumorientierten) Inflationsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen absatzmarktseitig bestimmten Möglichkeiten zu Preisanpassungen bestimmt.
- Die allgemeine (konsumorientierte) Inflationsrate steht vor diesem Hintergrund grundsätzlich in keiner unmittelbaren Beziehung zur unternehmensspezifischen Inflationsrate. Sie reflektiert vielmehr die Preisveränderungen eines idealisierten Warenkorbs von Konsumgütern und findet als Inflationsrate ihre Berücksichtigung in den geforderten Kapitalkosten der Anteilseigner.

8. Wachstumsrate (3/4)

Die Analyse der die PULSION betreffenden Preisindizes zeigt eine im Vergleich zur Verbrauchpreis-inflation eher schwächere Preisentwicklung.

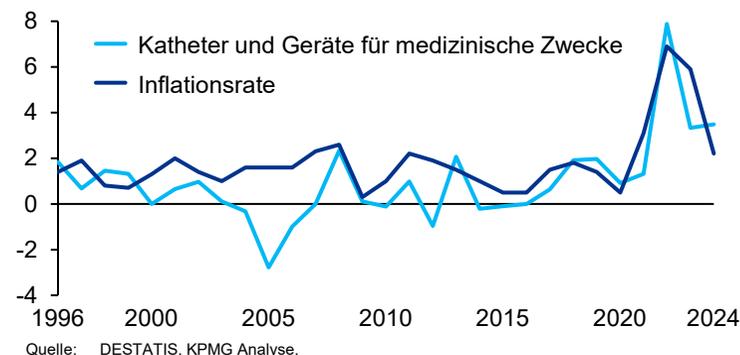
Wachstumsrate (Fortsetzung)

- Hierdurch wird sichergestellt, dass der ermittelte Unternehmenswert genau den Wert reflektiert, zu dem die zukünftigen Nettoeinnahmen die geforderten Kapitalkosten der Anteilseigner verdienen und somit auch die Kompensation der Anteilseigner für die allgemeine konsumorientierte Inflation vollständig erfolgt. Voraussetzung hierfür ist, dass das Unternehmen in der Lage ist, nachhaltig die effektive unternehmensspezifische Inflation, welche durch Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten und Effizienzgewinne erklärt wird, vollständig auf die Abnehmer seiner Erzeugnisse zu überwälzen.
- Zur Ableitung der unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte wurden die aktuellen Rahmenbedingungen sowie die Kosten-Erlösstruktur und -entwicklung der PULSION berücksichtigt.
- Der Markt für Medizintechnik und damit auch der Teilmarkt für medizinische Monitore und Verbrauchsmaterialien wird gemäß den betrachteten Studien mittel- und langfristig deutlich wachsend erwartet. Hierzu trägt die zunehmende Alterung der Bevölkerung entwickelter Länder voraussichtlich bei. Diese Aspekte sprechen vordergründig für die Möglichkeit, langfristig einen Großteil der unternehmensspezifischen Inflation an Kunden weiterzugeben.
- Jedoch sind viele Märkte der PULSION, insbesondere die die in Europa, geprägt durch regulatorische Eingriffe in die Finanzierung des Gesundheitswesens, insbesondere der Krankenhäuser, und eine erhebliche Verhandlungsmacht öffentlicher und privater Krankenversicherungen. Dies mindert den Effekt der hohen Nachfrage auf die Preissetzungsmacht der Hersteller von Medizintechnik in erheblichem Umfang.

Wachstumsrate (Fortsetzung)

- So stiegen die Erzeugerpreise für Katheter und Geräte für medizinische Zwecke laut statistischem Bundesamt zwischen 1995 und 2024 mit einer annualisierten Rate von 1,0% (0,5% bereinigt um Corona-Effekt). Das Preiswachstum lag damit unter der jährlichen konsumorientierten Verbraucherpreis-inflation in Höhe von annualisiert 1,8% zwischen 1995 und 2024 (1,4% bereinigt um Corona-Effekt).^(a)
- Bereinigt um den starken Rückgang im Jahr 2005 sowie die Preissteigerungen im Corona-Zeitraum ergibt sich eine mittlere Preissteigerung für oben genannte Erzeugerpreise von 0,7% und eine Inflation von 1,4% im Mittel.

Inflation und Preisentwicklung medizinische Produkte (in %)



Anm.: (a) Statistisches Bundesamt (Destatis), 2025.

8. Wachstumsrate (4/4)

Vor diesem Hintergrund wird eine nachhaltige inflationsbedingte Wachstumsrate von 1,00% p.a. bei der Bewertung von PULSION angesetzt.

Wachstumsrate (Fortsetzung)

- Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unterhalb des von der Europäischen Zentralbank definierten Zielwertes für eine langfristig anzustrebende (konsumorientierte) Inflationsrate von 2,0% liegen.
- Auf Basis der Daten schätzen wir die Preissetzungsmacht in der Medizintechnikbranche eher begrenzt ein.
- Vor diesem Hintergrund ist die Wachstumsrate für PULSION mit 1,00% p.a. angesetzt worden. Dies entspricht der Hälfte der erwarteten langfristigen Verbraucherpreisentwicklung.
- Zur Finanzierung dieses Wachstums ist eine Thesaurierung zu berücksichtigen, die aus dem Finanzierungsbedarf nachhaltig inflationsbedingt wachsender Aktiva und Passiva resultiert.
- Die periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze der PULSION werden im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts in Abschnitt VII.1 dargestellt.

VII.

Unternehmenswert

1. Ertragswert (1/2)

Der Ertragswert der PULSION beträgt zum 17. Oktober 2025 € 169,3 Mio.

PULSION - Ertragswert											
	Detailplanung			Grobplanung						ÜJ 2034	TV 2035 ff.
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033		
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresüberschuss	9.488	7.383	8.435	8.971	9.847	10.705	11.638	12.634	13.678	13.812	13.951
Auf Anteilseigner der Pulsion Medical Systems SE entfallendes Ergebnis	9.488	7.383	8.435	8.971	9.847	10.705	11.638	12.634	13.678	13.812	13.951
Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	211	214
Wertbeitrag aus Wertsteigerungen	4.744	3.692	4.217	4.486	4.923	5.352	5.819	6.317	6.839	6.695	6.762
Effektive persönliche Ertragsteuer auf Wertsteigerungen	626	487	556	592	649	706	767	833	902	883	1.147
Wertbeitrag aus Ausschüttung	4.744	3.692	4.217	4.486	4.923	5.352	5.819	6.317	6.839	6.906	6.975
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttung	1.251	974	1.112	1.183	1.299	1.412	1.535	1.666	1.804	1.821	1.840
Ausschüttungsquote	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Kapitalerhöhung / Kapitalherabsetzung	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoeinnahmen	7.611	5.923	6.766	7.197	7.899	8.587	9.336	10.135	10.973	10.896	10.750
Barwerte jeweils zum 31.12.	164.020	169.138	173.727	178.139	182.097	185.582	188.502	190.754	192.265	193.951	-
Zwischensumme Kapitalisierung	171.630	175.061	180.493	185.336	189.996	194.169	197.837	200.889	203.237	204.848	10.750
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,85%	6,73%	6,71%	6,68%	6,66%	6,63%	6,60%	6,57%	6,54%	6,54%	5,54%
Barwerte jeweils zum 31.12. des Vorjahres	160.629	164.020	169.138	173.727	178.139	182.097	185.582	188.502	190.754	192.265	193.951
Ertragswert zum 31. Dezember 2024	160.629										
Aufzinsungsfaktor (exponentielle Aufzinsung)	1,05										
Ertragswert zum 17. Oktober 2025	169.310										

PULSION - Kapitalkosten											
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035 ff.
Basiszinssatz nach persönlicher Ertragsteuer	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%
Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Betafaktor unverschuldet	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Barwerte jeweils zum 31.12. des Vorjahres	160.629	164.020	169.138	173.727	178.139	182.097	185.582	188.502	190.754	192.265	193.951
Nettofinanzposition jeweils zum 31.12. des Vorjahres	(6.119)	(10.371)	(11.777)	(13.585)	(15.301)	(17.010)	(18.735)	(20.516)	(21.742)	(21.934)	(22.212)
Verschuldungsgrad	(3,81%)	(6,32%)	(6,96%)	(7,82%)	(8,59%)	(9,34%)	(10,10%)	(10,88%)	(11,40%)	(11,41%)	(11,45%)
Betafaktor verschuldet	0,88	0,86	0,86	0,85	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
Risikozuschlag	4,64%	4,52%	4,50%	4,47%	4,45%	4,42%	4,40%	4,36%	4,34%	4,34%	4,33%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,85%	6,73%	6,71%	6,68%	6,66%	6,63%	6,60%	6,57%	6,54%	6,54%	5,54%

Quelle: KPMG Analyse.

1. Ertragswert (2/2)

Der Ertragswert ergibt sich als Summe der Wertbeiträge aus Ausschüttungen und Thesaurierungen.

Ertragswert

- Ausgehend von den geplanten Jahresüberschüssen der PULSION und den hieraus abgeleiteten Nettoeinnahmen abzüglich der effektiven persönlichen Ertragsteuern ergibt sich unter Anwendung der maßgeblichen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze der Ertragswert der PULSION zum 17. Oktober 2025 wie auf der vorherigen Seite dargestellt.
- Der sich auf den technischen Bewertungsstichtag (1. Januar 2025) ergebende Ertragswert in Höhe von € 160,6 Mio. ist mit den Kapitalkosten des ersten Planjahres auf den Bewertungsstichtag 17. Oktober 2025 (290 Tage) aufzuzinsen. Der sich so ergebende Ertragswert beträgt € 169,3 Mio.
- Für sämtliche Planjahre wurde von dem bestehenden BGAV mit MAQUET abstrahiert und mangels einer konkreten Ausschüttungsplanung eine marktübliche Ausschüttungsquote unter Berücksichtigung der Gesellschafterstruktur und des Finanzbedarfs der PULSION angesetzt. Die in sämtlichen Planjahren angesetzte marktübliche Ausschüttungsquote beträgt 50,0%. Diese Ausschüttungsquote liegt innerhalb einer Bandbreite historisch zu beobachtender Quoten von Vergleichsunternehmen.
- Da die Thesaurierungen in allen Planjahren – soweit sie nicht zur Finanzierung des künftigen Bilanzwachstums erforderlich sind – und die hieraus resultierenden zukünftigen Wertsteigerungen auch wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden können, wurden aus Vereinfachungsgründen in allen Planjahren den Anteilseignern die thesaurierten Beträge unmittelbar als Wertbeiträge aus Wertsteigerungen zugerechnet.

Ertragswert (Fortsetzung)

- Abschließend wurde die effektive Ertragssteuerlast auf Dividenden und Wertsteigerungen in Abzug gebracht.
- Die Dividenden wurden mit der aktuell gültigen nominellen Steuerbelastung in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet (Abgeltungsteuer).
- Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen sowie die nachhaltig inflationsbedingten Wertsteigerungen wurden anstelle der nominellen Steuerlast von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer in Höhe von 12,5% (häufiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde.
- Durch die so genannte Wachstumsthesaurierung in der ewigen Rente in Höhe des Wachstumsabschlags bezogen auf die zukünftig wachsenden bilanziellen Aktiva und Passiva zum Ende des Übergangsjahres wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung bzw. der Überschüsse einher gehende Wachstum der Bilanzposten zu finanzieren ist. Die zum Bilanzwachstum nötige Thesaurierung ist daher nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einzubeziehen.
- Die sich aus der Summe der Wertbeiträge aus Thesaurierung und Ausschüttung abzüglich persönlicher Ertragsteuern ergebenden Nettoeinnahmen wurden mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz diskontiert.

2. Sonderwerte

Im Rahmen der Bewertung der PULSION war ein Sonderwert für das steuerliche Einlagekonto zu berücksichtigen.

Sonderwerte

- Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre.
- Im Rahmen der Bewertung der PULSION war aus nachfolgenden Gründen nur ein Sonderwert für das steuerliche Einlagekonto zu berücksichtigen.

Steuerliche Verlustvorträge

- PULSION verfügt zum 31. Dezember 2024 weder über körperschaftsteuerliche noch über gewerbesteuerliche Verlustvorträge.

Steuerliches Einlagekonto

- Das steuerliche Einlagekonto PULSION gemäß § 27 Abs. 2 KStG weist zum 31. Dezember 2024 (basierend auf der Steuererklärung) einen Bestand von rund T€ 1.081 auf.
- Die Ausschüttungen der PULSION wurden daher – soweit steuerlich kein ausschüttbarer Gewinn vorliegt – gemäß § 27 KStG auf Ebene der Anteilseigner nicht als Dividenden sondern als Einlagenrückgewähr (Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto) behandelt. Dies hat zur Folge, dass die Ausschüttungen auf Ebene der Anteilseigner nicht der Abgeltungssteuer unterliegen.
- Da der Ertragswert der PULSION aus bewertungstechnischen Gründen unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf Dividenden ermittelt wurde, ist der Wertbeitrag aus der temporären Steuerfreiheit der Ausschüttungen gesondert ermittelt worden.

Steuerliches Einlagekonto (Fortsetzung)

- Insgesamt ergibt sich ein Wert des steuerlichen Einlagekontos in Höhe von € 0,2 Mio.

PULSION - Sonderwert Steuerliches Einlagekonto (31. Dezember 2024)	
T€	
Gesamtbetrag der Einlagenrückgewähr	1.081
Barwert der Steuerersparnis aus Einlagenrückgewähr	267
Gesamtbetrag der Reduzierung der Anschaffungskosten (AK)	1.081
Gesamtbetrag der Steuerbelastung aus der Reduzierung der AK	285
Barwert der Steuerbelastung aus der Reduzierung der AK	20
Effektive Steuerersparnis aus der Einlagenrückgewähr	247

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Liquidität

- PULSION verfügt zum 31. Dezember 2024 über eine betriebsnotwendige Nettoliquidität in Höhe von T€ 6.119. Auch besteht in allen Planjahren ein Liquiditätsüberhang. Der Liquiditätsüberhang wurde im Rahmen der Bewertung bei der Bestimmung des Zinsergebnisses und der Ermittlung des verschuldeten Betafaktors berücksichtigt – aus diesem Grund liegt in allen Perioden der verschuldete, periodenspezifische Betafaktor unter dem unverschuldeten Betafaktor. Diese Vorgehensweise stellt sicher, dass der Wertbeitrag aus dem Liquiditätsüberhang in voller Höhe bei der Wertermittlung berücksichtigt wurde. Eine zusätzliche Berücksichtigung des Liquiditätsüberhangs als Sonderwert hätte zu einer Doppelerfassung geführt.

Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen

- Aus der Analyse der Bilanz und den ergänzenden Managementgesprächen haben sich keine Hinweise auf sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen ergeben.

3. Unternehmenswert und Wert je Aktie

Der Unternehmenswert der PULSION beträgt zum 17. Oktober 2025 € 169,6 Mio.

Der daraus abgeleitete Wert je Aktie beträgt € 20,57.

Unternehmenswert

PULSION - Unternehmenswert	
T€	
Ertragswert zum 31. Dezember 2024	160.629
Sonderwert steuerliches Einlagekonto zum 31. Dezember 2024	247
Unternehmenswert zum 31. Dezember 2024	160.876
Aufzinsungsfaktor (exponentielle Aufzinsung)	1,05
Unternehmenswert zum 17. Oktober 2025	169.570

Quelle: KPMG Analyse.

Wert je Aktie

PULSION - Wert je Aktie	
Unternehmenswert zum 17. Oktober 2025 (T€)	169.570
Anzahl ausstehender Aktien (#)	8.244.914
Wert je Aktie zum 17. Oktober 2025 (€)	20,57

Quelle: KPMG Analyse.

Unternehmenswert

- Der Unternehmenswert von PULSION zum 31. Dezember 2024 ergibt aus dem Ertragswert in Höhe von € 160,6 Mio. und dem Sonderwert für das steuerliche Einlagekonto über € 0,2 Mio. und beträgt zum 31. Dezember 2024 € 160,9 Mio.
- Der sich zum 31. Dezember 2024 ergebende Unternehmenswert in Höhe von € 160,9 Mio. ist auf den 17. Oktober 2025 (290 Tage) mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres aufzuzinsen. Der sich auf diesen Stichtag ergebende Unternehmenswert der PULSION beträgt € 169,6 Mio.

Wert je Aktie

- Der Wert je Aktie der PULSION ergibt sich aus dem ermittelten Unternehmenswert und der maßgeblichen Anzahl der Aktien.
- Das Grundkapital der PULSION ist in 8.250.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Abzüglich von 5.086 Aktien im eigenen Bestand beträgt die Anzahl ausstehender Aktien 8.244.914 Stück.
- Als Ergebnis ergibt sich ein Wert je Aktie der PULSION aus dem ermittelten Unternehmenswert und der maßgeblichen Anzahl der Aktien von € 20,57 je Aktie (aufgerundet).

4. Sensitivitätsanalyse

Für Zwecke einer Sensitivitätsanalyse wurden mehrere Parameter variiert.

Es ergibt sich eine Bandbreite für den Unternehmenswert von € 158,1 Mio. bis € 181,8 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie zwischen € 19,18 und € 22,05.

Sensitivität 1 – Basiszinssatz und Marktrisikoprämie

Wert je Aktie in €	Marktrisikoprämie	Basiszinssatz		
		3,25%	3,00%	2,75%
5,50%		19,33	19,89	20,48
5,25%		19,97	20,57	21,21
5,00%		20,67	21,31	22,00

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Sensitivität 2 – Wachstumsabschlag und Betafaktor

Wert je Aktie in €	Unverschuldeter Betafaktor	Wachstumsabschlag		
		0,75%	1,00%	1,25%
0,95		19,37	19,78	20,21
0,90		20,12	20,57	21,05
0,85		20,94	21,44	21,97

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Sensitivität 3 – Umsatzerlöse und EBIT-Marge im Übergangsjahr

Wert je Aktie in €	EBIT-Marge (ÜJ)	Umsatzerlöse in Mio. € (ÜJ)		
		52,8	55,6	58,4
28,2%		19,18	19,76	20,35
30,2%		19,95	20,57	21,20
32,2%		20,72	21,38	22,05

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Sensitivierung des Werts je Aktie

- Aufgrund der grundsätzlichen Unsicherheit hinsichtlich der langfristigen Entwicklung von PULSION und der sich hieraus eventuell bis zum Tag der Hauptversammlung ergebenden Veränderung haben wir eine Sensitivierung verschiedener Parameter vorgenommen.
- Im Rahmen dieser Analyse haben wir
 - den Basiszinssatz um +/- 0,25%-Punkte und die Marktrisikoprämie um +/- 0,25%-Punkte variiert
 - den Wachstumsabschlag um +/- 0,25%-Punkte und den unverschuldeten Betafaktor um +/- 0,05 variiert
 - sowie die Umsatzerlöse um +/- 5,00% und die EBIT-Marge um +/- 2,00% ab dem Übergangsjahr variiert.
- Aus dieser Sensitivierung ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie zwischen € 19,18 und € 22,05.
- Diese Bandbreite resultiert aus einer Unternehmenswertbandbreite von € 158,1 Mio. bis € 181,8 Mio.

5. Plausibilisierung: Multiplikatoren (1/2)

Die Plausibilisierung des auf Basis des Ertragswertverfahrens abgeleiteten Werts erfolgte anhand der Multiplikatormethode.

Multiplikatorverfahren

- Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen die sogenannte Multiplikatormethode. Dieses kapitalmarkt-orientierte Bewertungskonzept folgt ebenso dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert stark vereinfachend anhand des Vielfachen einer Ergebnisgröße wie zum Beispiel EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss bzw. in Einzelfällen anhand des Umsatzes ermittelt.
- Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Preisbestimmung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.
- Multiplikatoren können dabei aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.
- Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.
- Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind.
- Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierte Unternehmenswerts regelmäßig niedriger.

Multiplikatorverfahren (Fortsetzung)

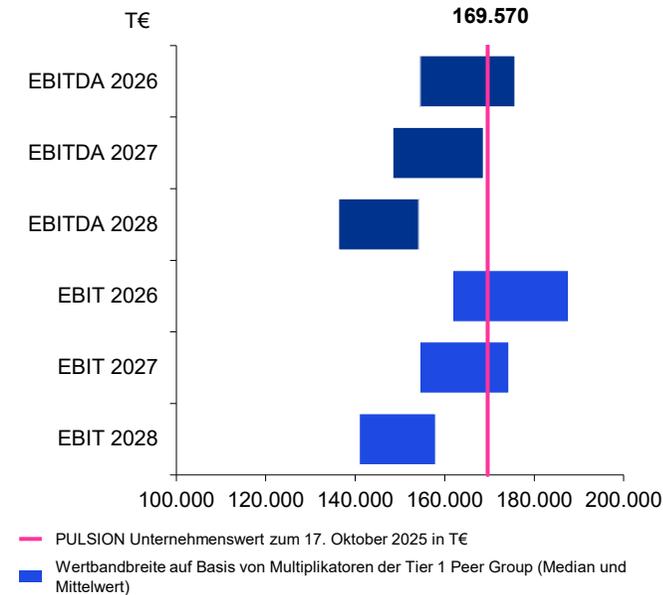
- Dementsprechend haben wir in der folgenden Analyse ausschließlich vergleichbare börsennotierte Unternehmen zugrunde gelegt. Bei Anwendung dieses auf Kennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen aufbauenden Preisfindungsverfahrens ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer als repräsentativ angesehenen Ergebnisgröße des Unternehmens mit dem Multiplikator der Vergleichsunternehmen. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Wertgröße zu Ergebnisgröße der Vergleichsunternehmen.
- Zur Plausibilisierung des nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen abgeleiteten fundamentalen Ertragswerts des Konzerns – entsprechend IDW S 1 Abschnitt 7.5 – wurden ergänzend Werte auf Basis von branchenspezifischen Multiplikatoren aus den am Markt beobachtbaren Börsenkursen ausgewählter Peer Group Unternehmen (sog. Trading Multiples) ermittelt.
- Für die Berechnung der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen wurden Schätzungen von Analysten für die Planjahre 2026 bis 2028 jeweils für das EBITDA und das EBIT verwendet.
- Der Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) der Vergleichsunternehmen wurde aus der Marktkapitalisierung unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition und der konzernfremden Minderheitenanteile ermittelt.
- Die ermittelten Multiplikatoren wurden anschließend auf die äquivalenten Plangrößen der PULSION übertragen.

5. Plausibilisierung: Multiplikatoren (2/2)

Der Unternehmenswert in Höhe von € 169,6 Mio. liegt innerhalb und tendenziell im oberen Bereich einer Bandbreite aus Medianen und Mittelwerten der Multiplikatoren.

Es ergeben sich aus der Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren keine Anhaltspunkte, dass der ermittelte Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren nicht plausibel ist.

Bandbreiten Unternehmenswert



Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Bewertung auf Basis von Multiplikatoren

- Das Ergebnis der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren (inklusive des Sonderwerts) wurde anhand von EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren von börsennotierten Vergleichsunternehmen auf ihre Plausibilität überprüft. Die obenstehende Grafik zeigt die Einbettung des nach IDW S 1 ermittelten Unternehmenswerts in die Wertbandbreite auf Basis dieser Marktmultiplikatoren.

Bewertung auf Basis von Multiplikatoren (Fortsetzung)

- Die für die Tier 1 Peer Group ermittelten EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren wurden auf die äquivalente Ergebnisgröße der PULSION für die Planjahre 2026 bis 2028 angewendet. Der Bezug auf die Planjahre erfolgte, um die verzerrenden Einflüsse der Sondereffekte in den Istjahren und zu Beginn der Planung zu minimieren.
- Aus den hieraus resultierenden Gesamtunternehmenswerten wurden unter Hinzurechnung der positiven Nettofinanzposition und Hinzurechnung des Sonderwerts entsprechende Unternehmenswerte ermittelt.
- Der Unternehmenswert der PULSION basierend auf den Medianen und Mittelwerten der EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen liegt in einer Bandbreite von € 136,3 Mio. bis € 175,7 Mio. Auf Basis der Mediane und Mittelwerte der EBIT-Multiplikatoren ergibt sich eine Bandbreite von € 140,2 Mio. bis € 187,6 Mio.
- Als Ergebnis der vergleichenden Marktbewertung ist festzustellen, dass der nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen abgeleitete Unternehmenswert nach IDW S 1 mit € 169,6 Mio. innerhalb und tendenziell im oberen Bereich der Bandbreite, die auf Basis der für PULSION herangezogenen Multiplikatoren abgeleitet worden ist, liegt.
- Anhaltspunkte, dass der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert für PULSION im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld nicht angemessen oder die zugrunde liegende Planungsrechnung der PULSION als konservativ einzuschätzen ist, ergeben sich somit nicht.

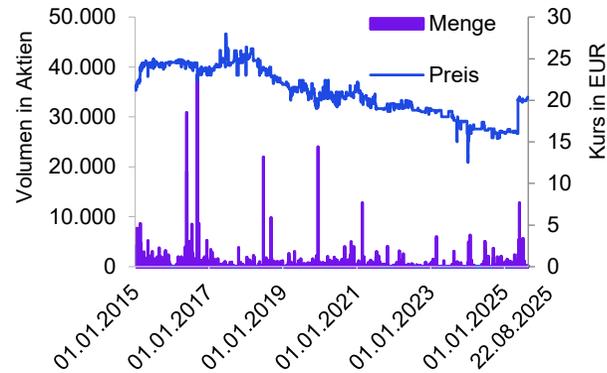
VIII.

**Weitere
Wertmaßstäbe**

1. Börsenkurs – Kursentwicklung der Aktie (1/2)

Seit dem Downlisting im Jahr 2014 wird die Aktie der PULSION nur noch im Freiverkehr an der Börse München gehandelt.

Börsenkurs vom 1. Januar 2015 bis 22. August 2025



Quelle: Börse München, KPMG Analyse.

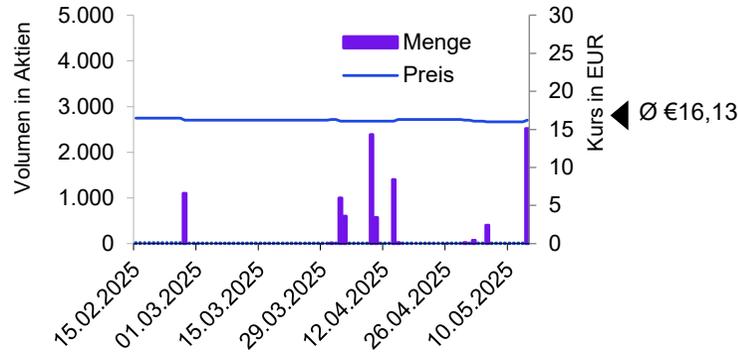
Kursentwicklung der PULSION-Aktie

- Die Aktien der PULSION werden seit dem Downlisting Ende 2014 ohne Antrag oder Zustimmung von PULSION im Freiverkehr der Börse München gehandelt.
- Der tendenziell rückläufige Kursverlauf der PULSION-Aktie in den vergangenen zehn Jahren ist nur bedingt durch das allgemeine Marktgeschehen und unternehmensspezifische Ereignisse geprägt. Ursächlich hierfür ist neben der geringeren Anzahl außenstehender Aktien und des geringen Handelsvolumens auch der Abschluss des BGAV zwischen MAQUET und PULSION im Jahr 2014 und die dort fixierte Ausgleichszahlung für die Minderheitsaktionäre sowie die Entwicklung des Zinsniveaus, das bei einer feststehenden Ausgleichszahlung das Kursniveau beeinflusst.
- Der sprunghafte Anstieg des Börsenkurses am 15. Mai 2025 ist ausschließlich auf die Unternehmensmitteilung über das Übertragungsverlangen von MAQUET zurückzuführen.

1. Börsenkurs – Kursentwicklung der Aktie (2/2)

Der durchschnittliche Börsenkurs in dem relevanten Dreimonatszeitraum beträgt € 16,13 je Aktie und liegt damit unterhalb des Unternehmenswerts je Aktie.

Börsenkurs der PULSION im relevanten Dreimonatszeitraum



Quelle: Börse München, KPMG Analyse.

Kursentwicklung der PULSION-Aktie (Fortsetzung)

- Im gemäß BGH-Rechtsprechung relevanten Dreimonatszeitraum vom 15. Februar bis 14. Mai 2025 sind keine Kursauschläge bei der Kursentwicklung der Aktie der PULSION zu beobachten. Der Kurs entwickelte sich nahezu konstant und pendelte zwischen € 16,00 und € 16,50. In dem relevanten Dreimonatszeitraum wurden nur an insgesamt 12 von 60 Handelstagen 10.100 Aktien der PULSION und damit durchschnittlich gerundet 168 Aktien pro Handelstag gehandelt. Der volumengewichtete Durchschnittskurs in diesem Zeitraum beträgt € 16,13 je Aktie. Kurssprünge von mehr als 5% sind im relevanten Dreimonatszeitraum nicht aufgetreten. Im Jahreszeitraum vor der Ankündigung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre sind ebenfalls keine größeren Kurssprünge zu beobachten. Anzeichen für eine Kursmanipulation sind in der Kursentwicklung im relevanten Dreimonatszeitraum nicht ersichtlich.
- Auch wenn die Anzahl der Handelstage sehr gering und die Geld-Brief-Spanne tendenziell hoch sind (vgl. Abschnitt VI.6) kann im vorliegenden Fall nicht davon ausgegangen werden, dass die in der Rechtsprechung entwickelten Kriterien für die Berücksichtigung des Börsenkurses als Wertuntergrenze bei einer nur im Freiverkehr gehandelten Aktie in Gänze nicht erfüllt sind (vgl. Abschnitt IV). Letztlich braucht diese Frage aber nicht final entschieden zu werden, da der durchschnittliche Börsenkurs in dem relevanten Dreimonatszeitraum unterhalb des Unternehmenswerts je Aktie liegt.

2. Börsenkurs – Relevanz

Aus juristischer Perspektive ist grundsätzlich zu würdigen, ob der Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage für die Bemessung der Barabfindung im Sinne der Rechtsprechung des BGH dienen kann.

Relevanz als alleinige Schätzgrundlage

- Der BGH hat mit seinen Beschlüssen vom 21. Februar 2023^(a) und 31. Januar 2024^(b) den Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich bei einem Beherrschungsvertrag gebilligt.
- Die Erfüllung der Vorgaben von Betriebswirtschaftslehre und Bewertungspraxis sind für jeden Fall individuell zu beurteilen. Gleiches gilt für das Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung, welche der BGH für die Eignung des Börsenkurses als alleinigen Maßstab im jeweiligen Fall voraussetzt.
- Die Verwendung des Börsenkurses scheidet nach der Rechtsprechung des BGH im jeweiligen Fall mangels effektiver Informationsbewertung aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, also über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat oder eine Marktenge vorliegt. Der BGH sieht darüber hinaus keine hinreichende Aussagekraft des Börsenkurses, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.

- Anm.: (a) vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21.
(b) vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22.
(c) vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. April 2021, 21 W 139/19, ebenso Beschluss vom 9. Februar 2024, 21 W 129/22.

Relevanz als alleinige Schätzgrundlage (Fortsetzung)

- Der Vorlagebeschluss der OLG Frankfurt am Main^(c) hat zur Beurteilung einer effektiven Informationsbewertung insbesondere folgende Sachverhalte untersucht:
 - Liquidität des Aktienhandels anhand von Geld-Brief-Spannen, Streubesitz, Handelsvolumen
 - Kein Vorliegen von weitreichenden Informationsdefiziten, insbesondere die Erfüllung von Mitteilungspflichten
 - Keine Anzeichen für eine Kursmanipulation
 - Keine auffälligen Kurssprünge im Jahr vor der Bekanntgabe der unternehmerischen Maßnahme und Konstanz des Aktienkurses
 - Zeitliche Nähe zwischen Ankündigung der Maßnahme und Bewertungsstichtag
- Darüber hinaus finden sich in der Rechtsprechung (teils zur Eignung des originären Betafaktors) bei der Beurteilung der Liquidität des Aktienhandels noch die Kennzahlen Handelstage und Handelsumsatz.
- Der FAUB hat mit dem IDW ES 17 – einer ökonomischen Perspektive folgend – Kriterien zur Überprüfung der Eignung des Börsenkurses aufgestellt, die sich ebenfalls in der Rechtsprechung wiederfinden. Vor diesem Hintergrund orientieren wir uns im Folgenden an den Kriterien des IDW ES 17.

3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (1/7)

Mehr als 95% der Anteile an der PULSION gehören MAQUET. Zudem besteht seit mehr als zehn Jahren ein BGAV mit MAQUET.

Daher ist dem Kriterium Anteilseignerstruktur des IDW ES 17 die Ausprägung rot zuzuordnen.

Anteilseignerstruktur

- Wenn eine Anteilseignerstruktur mit (einzeln oder gemeinsam) kontrollierenden oder ökonomisch dominierenden Anteilseignern vorliegt, besteht das Risiko ökonomisch einseitig beeinflusster Preise.
- Der IDW ES 17 sieht daher vor, folgende Ausprägungen in Abhängigkeit der Anteilseignerstruktur zu vergeben:^(a)
 - Grün: Es liegt eine atomistische Anteilseignerstruktur, das heißt, kein einzelner Anteilseigner und keine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner können einen beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen ausüben.
 - Gelb: Ein einzelner Anteilseigner oder eine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner verfügt über einen (faktisch) beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen.
 - Rot: Das Unternehmen ist vertraglich beherrscht gemäß § 291 AktG, das heißt es hat seine Leitung einem anderen Unternehmen unterstellt (Beherrschungsvertrag) oder sich verpflichtet, seinen ganzen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen (Gewinnabführungsvertrag).
- Mehr als 95% der Anteile an der PULSION gehören MAQUET. Zudem besteht seit mehr als zehn Jahren ein BGAV mit MAQUET.
- Daher ist diesem Kriterium des IDW ES 17 die Ausprägung rot zuzuordnen.



Anm.: (a) vgl. IDW ES 17, Tz. 40.

Liquidität des Aktienhandels

- Der IDW ES 17 sieht vor, folgende Ausprägungen in Abhängigkeit der Liquidität zu vergeben:^(a)
 - Grün: Die Liquidität des Wertpapiers des Unternehmens ist im relevanten Zeitraum vergleichbar oder besser als die übliche Liquidität von Unternehmen der liquidesten deutschen Aktienindizes DAX oder MDAX. Dabei ist die Liquidität unter Beachtung der unterschiedlichen Dimensionen eines liquiden Markts (vor allem Marktbreite und -tiefe) anhand von unterschiedlichen Liquiditätskennziffern – zum Beispiel relative Geld-Brief-Spanne, relatives und absolutes Handelsvolumen pro Tag, Handelsumsatz pro Tag oder Anzahl Handelstage – zu beurteilen.
 - Gelb: Unter Heranziehung obiger Liquiditätskennziffern liegt keine zu den Unternehmen der deutschen Aktienindizes DAX oder MDAX vergleichbare Liquidität vor.
 - Rot: An weniger als einem Drittel der Börsentage sind Börsenkurse festgestellt worden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse weichen um mehr als 5% voneinander ab. Die Kriterien des § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG oder des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO sind somit erfüllt, und inländische Börsenkurse sind im relevanten Zeitraum nicht zu berücksichtigen.
- Damit sind die notwendigen Analysen der Rechtsprechung und des IDW ES 17 in Hinblick auf die notwendige Handelsliquidität weitgehend vergleichbar.
- Vor diesem Hintergrund haben wir verschiedene Kennzahlen zur Liquidität des Aktienhandels der PULSION im Folgenden untersucht.

Anm.: (a) vgl. IDW ES 17, Tz. 41.

3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (2/7)

Die Aktie der PULSION wurde sowohl in den vergangenen Jahren als auch im relevanten Dreimonatszeitraum nur in geringem Umfang gehandelt.

Daher ist dem Kriterium Liquidität des Aktienhandels des IDW ES 17 die Ausprägung gelb zuzuordnen.

Liquidität des Aktienhandels (Fortsetzung)

- Der IDW ES 17 beinhaltet die von der Rechtsprechung aufgestellten Kriterien zur Beurteilung der Handelsliquidität, die nachfolgend wiedergegeben sind.
- Als Indizien für die Liquidität des Aktienhandels zieht der BGH die Kennzahlen Handelsvolumina, Anzahl Handelstage und Streubesitz heran.
- Der Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt am Main^(a) betont die besondere Bedeutung von relativen Geld-Brief-Spannen und analysierte zudem Handelsquoten.
- Das OLG Düsseldorf^(b) betont, dass zur Beurteilung der Kapitalmarkt- oder Informationseffizienz und damit der Aussagekraft des Börsenkurses nicht ausschließlich auf die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AV zur Markteinge abgestellt werden kann, vielmehr ist eine umfassende Liquiditätsanalyse analog zur Frage der Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors anhand von Liquiditätskennziffern vorzunehmen. Dabei nennt das OLG Düsseldorf Handelsvolumen, Relation der Tage mit Handel zu möglichen Handelstagen, Streubesitz, Handelsquote zu ausstehenden Aktien und Streubesitz sowie die Geld-Brief-Spanne als relevante Kennziffern und stellt diesen Durchschnittswerte von Indizes im Zeitraum gegenüber.

Liquidität des Aktienhandels (Fortsetzung)

- Das LG München^(c) bezieht zudem bei der Analyse der Aussagekraft des unternehmenseigenen Betafaktors regelmäßig den Handelsumsatz in seine Würdigung ein.
- Die wesentlichen Liquiditätskennzahlen für die Aktie der PULSION stellen sich im relevanten Dreimonatszeitraum sowie in den Vergleichsperioden wie auf der Folgeseite abgebildet dar.
- Die Liquiditätskennzahlen von Unternehmen im DAX und MDAX sind deutlich höher.
- Seit Downlisting ist der Streubesitz durch Aktienkäufe von MAQUET bis zum Tag der Übermittlung des Übertragungsverlangens auf 4,30% gesunken.
- Es haben sich bisher keine festen Schwellenwerte für die einzelnen Liquiditätskennzahlen etabliert, anhand derer eine hinreichende Liquidität des Aktienhandels zu bejahen wäre. Einzelne Gerichte verwenden jedoch bestimmte Mindestwerte regelmäßig. Zudem sind die Kennzahlen auch immer in ihrer Gesamtheit zu beurteilen.

PULSION - Aktienkursanalyse

	Dreimonats- zeitraum	15.05.2024- 14.05.2025	15.05.2023- 14.05.2025	01.01.2020- 14.05.2025	01.01.2015- 14.05.2025
Quote der Tage mit Handel	20,00%	17,39%	12,83%	21,73%	29,12%
Ø gehandelte Aktien am Tag (Stück)	168	200	145	178	288
in % des Streubesitzes	0,05%	0,06%	0,04%	0,05%	0,08%
Ø Handelsumsatz je Tag (in €)	2.716	3.243	2.366	3.308	6.265
Ø Geld-Brief-Spanne	2,11%	3,53%	8,93%	6,21%	4,86%
Höchstkurs (in €)	16,50	17,40	18,70	22,40	28,00
Tiefstkurs (in €)	16,00	15,40	12,50	12,50	12,50

Quelle: Börse München, S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

- Anm.: (a) vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. April 2021, 21 W 139/19.
 (b) vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, 26 W 4/21.
 (c) vgl. LG München, Beschluss vom 28. April 2017, 5 HK O 26513/11.

3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (3/7)

Die Aktie von PULSION wird nicht durch Analysten beobachtet. Demzufolge liegen auch keine Analystenprognosen vor.

Daher ist dem Kriterium Marktabdeckung des IDW ES 17 die Ausprägung rot zuzuordnen.

Liquidität des Aktienhandels (Fortsetzung)

- Bei der Analyse der Liquiditätskennzahlen der Aktie der PULSION zeigt sich, dass die Aktie sowohl in dem relevanten Dreimonatszeitraum als auch in den Vergleichsperioden nur in sehr geringem Umfang gehandelt wurde. Die Quote der Tage mit Handel war mit rund 20 % bis 30 % sehr niedrig. Im Durchschnitt wurden pro Tag nur 0,05 % bis 0,08 % der Aktien im Streubesitz gehandelt. In dem relevanten Dreimonatszeitraum zeigt sich in Relation zu den Vergleichsperioden ein kaum verändertes Bild. Sowohl die Quote der Handelstage als auch die durchschnittliche Anzahl der gehandelten Aktien pro Tage waren weitgehend unverändert. Kurssprünge waren jedoch nicht zu beobachten, so dass die kumulativen Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AV zur Markttiefe nicht erfüllt sind.
- Daher ist diesem Kriterium des IDW ES 17 die Ausprägung gelb zuzuordnen.



Marktabdeckung

- Das Vorliegen einerseits einer Vielzahl von Marktmeinungen in Form von Analysten, Ratingagenturen oder institutionellen Marktteilnehmern, die andererseits im Einzelfall relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter widerspiegeln, erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer.^(a)
- Der IDW ES 17 sieht daher vor, folgende Ausprägungen in Abhängigkeit der Marktabdeckung zu vergeben:^(a)
 - Grün: Es liegt eine breite und aktuelle Marktabdeckung vor. Zudem weisen die Prognosen der Marktteilnehmer untereinander eine relativ geringe Spannweite auf.
 - Gelb: Es liegt eine aktuelle Marktabdeckung vor. Allerdings bestehen deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen der Marktteilnehmer untereinander zum Börsenkurstichtag.
 - Rot: Das Unternehmen wird nicht durch Analysten beobachtet oder es liegen keine aktuellen Analystenprognosen vor.
- Die Aktie von PULSION wird nicht durch Analysten beobachtet. Demzufolge liegen auch keine Analystenprognosen vor.
- Daher ist diesem Kriterium des IDW ES 17 die Ausprägung rot zuzuordnen.



Anm.: (a) vgl. IDW ES 17, Tz. 42

3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (4/7)

Die Aktien der PULSION werden seit dem Downlisting Ende 2014 nur noch im Freiverkehr der Börse München gehandelt.

Daher ist dem Kriterium Umfang der Berichterstattung des IDW ES 17 die Ausprägung gelb zuzuordnen.

Umfang der Berichterstattung

- Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen ist gemäß IDW ES 17 eine zwingende Voraussetzung für eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung im Börsenkurs.^(a)
- Der IDW ES 17 sieht daher vor, folgende Ausprägungen in Abhängigkeit des Umfangs der Berichterstattung zu vergeben:^(a)
 - Grün: Das Wertpapier des Unternehmens ist im regulierten Markt oder in einem ausländischen vergleichbaren Börsensegment notiert, das die höchsten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern umfasst, oder das Unternehmen veröffentlicht (freiwillig) Informationen in einem vergleichbaren Umfang (zum Beispiel Quartalsberichte) und in einer vergleichbaren zeitlichen Nähe zu den dortigen Berichterstattungspflichten.
 - Gelb: Das Wertpapier des Unternehmens wird nach Antrag und Zustimmung des Emittenten nur im Freiverkehr gehandelt, unterliegt somit lediglich eingeschränkten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern und veröffentlicht auch freiwillig keine Informationen, die den höchsten Berichterstattungspflichten entsprechen.
 - Rot: Das Wertpapier des Unternehmens wird ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten im Freiverkehr gehandelt, sodass keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen.
- Der BGH sieht keine hinreichende Aussagekraft des Börsenkurses, wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.^(b)

Anm.: (a) vgl. IDW ES 17, Tz. 43.

(b) vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21 und BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

Umfang der Berichterstattung (Fortsetzung)

- Die Aktien der PULSION waren bis zum Downlisting im Jahr 2014 im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Bis zu diesem Zeitpunkt hat die Gesellschaft nach unserer Kenntnis alle damit verbundenen Veröffentlichungspflichten erfüllt. Seit diesem Zeitpunkt werden die Aktien der PULSION nur noch im Freiverkehr an der Börse München ohne Antrag oder Zustimmung der PULSION gehandelt.
- Mit Wirksamwerden des Downlisting sind diese umfassenden Veröffentlichungspflichten entfallen und es waren lediglich die Jahresabschlüsse und Lageberichte zu veröffentlichen. Diese Veröffentlichung erfolgte über die Website des Mutterkonzerns GETINGE und im Bundesanzeiger bzw. nach Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie (DiRUG) im Unternehmensregister.
- Die zum Zeitpunkt des Übertragungsverlangens zuletzt veröffentlichte Finanzinformation war der Jahresabschluss und der Lagebericht für das Geschäftsjahr 2023. Der Lagebericht enthält als Teil des Prognoseberichts lediglich eine Prognose für das Geschäftsjahr 2024 für die Kosten für Forschung und Entwicklung, die OPEX-Kosten sowie die erwartete Marktzulassung und des Verkaufsstarts von Pulsiocare. Eine längerfristige Prognose oder Aussagen zu Umsatzerlösen oder Ergebnissen enthält der Lagebericht in Einklang mit den Regelungen des HGB nicht.
- In Summe ist festzuhalten, dass seit dem Downlisting nur noch die Jahresabschlüsse und Lageberichte der Gesellschaft veröffentlicht werden. Weder werden dem Kapitalmarkt längerfristige Managementexpectations durch PULSION kommuniziert noch werden diese in Analystenprognosen gespiegelt.

3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (5/7)

Zwischen dem für den Börsenkurs relevanten Stichtag und dem Bewertungsstichtag sind keine wesentlichen wirtschaftlichen Veränderungen der PULSION oder der für sie relevanten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verzeichnen gewesen.

Daher ist dem Kriterium Stichtagsprinzip des IDW ES 17 die Ausprägung grün zuzuordnen.

Umfang der Berichterstattung (Fortsetzung)

- Auch in der Kapitalmarktkommunikation der Konzernmutter GETINGE finden sich keine, ausschließlich die PULSION betreffende, zukunftsgerichtete Unternehmensinformationen, da PULSION keine separate Berichtseinheit für GETINGE darstellt. PULSION ist zwar Bestandteil des weitaus größten Segments „Acute Care Therapies“; dieses bündelt aber viele weitere Aktivitäten von GETINGE. Folglich kann aus den von GETINGE veröffentlichten Informationen und den zu GETINGE von Analysten veröffentlichten Einschätzungen weder unmittelbar noch mittelbar auf die Entwicklung der PULSION geschlossen werden. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die von GETINGE veröffentlichten Informationen nicht vom Management von PULSION, sondern von dem der GETINGE vertreten werden.
- Daher ist diesem Kriterium des IDW ES 17 die Ausprägung rot zuzuordnen.



Stichtagsprinzip

- Nach den gesetzlichen Vorgaben sind einerseits die Verhältnisse des Unternehmens im Zeitpunkt der Beschlussfassung seiner Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme (Bewertungsstichtag) zu berücksichtigen. Andererseits ist gemäß der Rechtsprechung des BGH der Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vor Ankündigung der Maßnahme relevant (Börsenkursstichtag).^(a) Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist daher zu beurteilen, ob der relevante Börsenkurs zum Börsenkursstichtag die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.^(b)

Stichtagsprinzip (Fortsetzung)

- Der IDW ES 17 sieht daher vor, folgende Ausprägungen in Abhängigkeit der Veränderungen zwischen Börsenkursstichtag und Bewertungsstichtag zu vergeben:^(b)
 - Grün: Die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert.
 - Rot: Die operative oder finanzielle Struktur oder die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag deutlich verändert. Ein unternehmensbezogener Anhaltspunkt hierfür ist, wenn die Gesellschaft zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag eine Ad-hoc-Mitteilung, für die die Vermutung einer kursbeeinflussenden Tatsache gilt, zu einem Unternehmensereignis herausgegeben hat.
- Zwischen dem für den Börsenkurs relevanten Stichtag und dem Bewertungsstichtag sind keine wesentlichen wirtschaftlichen Veränderungen der PULSION oder der für sie relevanten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verzeichnen gewesen.
- Daher ist diesem Kriterium des IDW ES 17 die Ausprägung grün zuzuordnen.



Anm.: (a) vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09.
(b) vgl. IDW ES 17, Tz. 44.

3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (6/7)

Ursächlich für die Kursentwicklung ist insbesondere der bestehende BGAV, der dazu führt, dass die Kursentwicklung vom allgemeinen Marktgeschehen entkoppelt ist.

Daher ist dem Kriterium Kursbeeinflussung des IDW ES 17 die Ausprägung gelb zuzuordnen.

Kursbeeinflussung

- Der Dreimonatszeitraum ist auf offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung hin zu beurteilen.^(a)
- Der IDW ES 17 sieht daher vor, folgende Ausprägungen in Abhängigkeit der Kursentwicklung zu vergeben:^(a)
 - Grün: Es liegen keine offensichtlichen Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung vor.
 - Gelb: Es liegen offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung vor. Solche Anhaltspunkte sind zum Beispiel deutliche Kursausschläge von über 5%, die nicht durch neue Informationen zum konkreten Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können, und eingeleitete Ermittlungen von Behörden oder Gerichten zu Börsenkursmanipulationen.
 - Rot: Es liegen behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung) vor.
- Dies beinhaltet somit auch das Kriterium des BGH, der keine hinreichende Aussagekraft des Börsenkurses sieht, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen.^(b)

Anm.: (a) vgl. IDW ES 17, Tz. 45.
(b) vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21 und BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

Kursbeeinflussung (Fortsetzung)

- Im gemäß BGH-Rechtsprechung relevanten Dreimonatszeitraum vom 15. Februar bis 14. Mai 2025 sind keine Kursausschläge bei der Kursentwicklung der Aktie der PULSION zu beobachten. Der Kurs entwickelte sich bei sehr geringem Handel nahezu konstant und pendelte zwischen € 16,00 und € 16,50. Ursächlich hierfür ist insbesondere der BGAV, der dazu führt, dass die Kursentwicklung vom allgemeinen Marktgeschehen entkoppelt ist.
- Im gemäß BGH-Rechtsprechung relevanten Dreimonatszeitraum sind keine unerklärlichen Kursausschläge bei der Kursentwicklung der Aktie der PULSION zu beobachten. Kurs sprünge von mehr als 5% sind im relevanten Dreimonatszeitraum nicht aufgetreten. Anzeichen für eine Kursmanipulation sind in der Kursentwicklung im relevanten Dreimonatszeitraum nicht ersichtlich.
- Daher ist diesem Kriterium des IDW ES 17 die Ausprägung grün zuzuordnen.



3. Börsenkurs – Kriterien zur Überprüfung der Eignung (7/7)

Der Börsenkurs von PULSION ist als alleinige Schätzgrundlage für die Bemessung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der PULSION nicht geeignet.

Zusammenfassung der Kriterien des IDW ES 17

Anteilseignerstruktur	
Liquidität	
Marktabdeckung	
Umfang Berichterstattung	
Stichtagsprinzip	
Kursbeeinflussung	
Gesamtbeurteilung	

Eignung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage

- Wir haben vorstehend die Mindestkriterien des IDW ES 17 ausführlich analysiert. Weitere Kriterien waren zur Beurteilung der Eignung des Börsenkurses als „wahren“ Wert aus einer ökonomischen Perspektive nicht zu untersuchen. Da bei mindestens einem Kriterium gemäß IDW ES 17 eine rote Ausprägung vorliegt, ergibt sich eine rote Gesamtbeurteilung. Der Börsenkurs darf daher gemäß IDW ES 17 nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. Die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 ist somit erforderlich.
- Die Kriterien, welche die Rechtsprechung in den bisher entschiedenen Fällen zur effektiven Informationsbewertung und damit zur Berücksichtigung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage heranzieht, sind im Dreimonatszeitraum vor dem Verlangen auf Ausschluss der Minderheitsaktionäre mit Bezug auf die Vorgaben des BGH und des OLG Frankfurt am Main ebenfalls nicht erfüllt.
- Damit ist der Börsenkurs als alleinige Schätzgrundlage im Sinne der Rechtsprechung des BGH für die Bemessung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der PULSION nicht geeignet.

Eignung des Börsenkurses als Wertuntergrenze

- Auch wenn der Handel der Aktie im relevanten Dreimonatszeitraum sehr niedrig war, so hat doch vereinzelt ein Handel stattgefunden. Zudem war die Geld-Brief-Spanne leicht gesunken. Anzeichen für Kursmanipulationen liegen nicht vor. Daher kann im vorliegenden Fall nicht davon ausgegangen werden, dass die in der Rechtsprechung entwickelten Kriterien für die Berücksichtigung des Börsenkurses als Wertuntergrenze bei einer nur im Freiverkehr gehandelten Aktien in Summe nicht erfüllt sind (vgl. Abschnitt IV). Letztlich braucht diese Frage aber nicht final entschieden zu werden, da der durchschnittliche Börsenkurs in dem relevanten Dreimonatszeitraum unterhalb des Unternehmenswerts je Aktie liegt.

4. Börsenkurs – Dreimonatsdurchschnittskurs

Der relevante Börsenkurs ist als umsatzgewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs zu ermitteln, wobei der Tag vor der Veröffentlichung des Übertragungsverlangens das Ende dieses Zeitraums darstellt.

Der durchschnittliche Börsenkurs in dem relevanten Dreimonatszeitraum beträgt € 16,13 je Aktie.

Eine Hochrechnung des relevanten Börsenkurses ist nicht erforderlich.

Durchschnittszeitraum

- Nach dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001^(a) ist für die Ermittlung des Börsenkurses grundsätzlich, das heißt, sofern nicht bestimmte Einflüsse dem entgegenstehen, ein Referenzkurs zugrunde zu legen, der sich aus dem Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt. Die Durchschnittsbildung soll mögliche manipulative Einflüsse und kurzfristige Verzerrungen eliminieren. Mit Beschluss vom 19. Juli 2010^(b) hat der BGH seinen im Schrifttum heftig kritisierten Beschluss vom 12. März 2001 dahin gehend korrigiert, dass nunmehr der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenkurs grundsätzlich als gewichteter Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln ist.
- Am 15. Mai 2025 hat MAQUET dem Verwaltungsrat und dem geschäftsführenden Direktor der PULSION das förmliche Verlangen übermittelt, dass die Hauptversammlung der PULSION die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION auf MAQUET gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. MAQUET hat in diesem Schreiben dargelegt, dass sie über einen Anteil von rund 95,69% des Grundkapitals der PULSION verfügt und damit die Voraussetzung für einen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG erfüllt ist. PULSION hat den Eingang des Übertragungsverlangens noch am selben Tag in Form einer Unternehmensmitteilung öffentlich bekannt gemacht. Maßgeblich für die Ermittlung des Durchschnittskurses der Aktie der PULSION ist auf dieser Grundlage der Dreimonatszeitraum bis zum 14. Mai 2025 (einschließlich).

Anm.: (a) vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00.

(b) vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09.

Durchschnittszeitraum (Fortsetzung)

- Der in diesem Dreimonatszeitraum ermittelte, mit den Handelsvolumina gewichtete Durchschnittskurs war € 16,13 je Aktie.
- Von der BaFin konnte auf der Grundlage von § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜG-AV für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum kein gültiger Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AV ermittelt werden, da in die Berechnung der BaFin nur Geschäfte eingehen, die in den betreffenden Aktien im Regulierten Markt einer Börse in Deutschland getätigt werden.

Hochrechnung des Börsenkurses

- Zudem ist gemäß des BGH der Börsenkurs entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen, soweit zwischen der Bekanntmachung der Maßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.
- Da zwischen der Bekanntgabe der Absicht eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre am 15. Mai 2025 und der beschlussfassenden Hauptversammlung der PULSION am 17. Oktober 2025 lediglich ein Zeitraum von rund fünf Monaten liegt, der allein durch die erforderliche Zeit für die Ermittlung und Prüfung der angemessenen Barabfindung sowie die Vorbereitung und fristgerechte Einberufung der Hauptversammlung bedingt ist, besteht der vom BGH angesprochene Sachverhalt einer Nichtumsetzung der angekündigten Maßnahme innerhalb angemessener Frist in diesem Falle nicht. Eine Hochrechnung der ermittelten Börsenkurse ist daher im vorliegenden Fall nicht erforderlich.

5. Barwert der Ausgleichszahlung – Relevanz

Der Barwert der Ausgleichszahlung ist als Mindestwert bei der Ableitung der Barabfindung zu beachten.

Er ermittelt sich als Barwert der zukünftigen Ausgleichszahlungen.

Grundsätzliche Relevanz der Ausgleichszahlung

- Der BGH hat entschieden^(a), dass die angemessene Barabfindung nach dem Barwert der aufgrund eines BGAV den Minderheitsaktionären zustehenden Ausgleichszahlungen bestimmt werden kann, wenn dieser höher ist, als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts, und der BGAV zu dem Zeitpunkt, zu dem über den Squeeze-out Beschluss gefasst werden soll, besteht und von seinem Fortbestand auszugehen ist.
- Aufgrund des zwischen PULSION und MAQUET bestehenden BGAV ist somit der Barwert der Ausgleichszahlung grundsätzlich zu beachten.
- Der BGAV wurde am 3. Juli 2014 zwischen PULSION und MAQUET geschlossen. Der BGAV sieht in Ziffer 6 für jede Aktie im Nennwert von € 1,00 eine Ausgleichszahlung (Bardividende) in Höhe von brutto € 1,02 (vor Abzug von Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) p.a. vor.
- Die außenstehenden Aktionäre haben das Recht, die Ausgleichszahlung auch unmittelbar von MAQUET zu verlangen.
- Das von ehemaligen Aktionären beantragte Spruchverfahren wurde durch einen gerichtlichen Beschluss vor dem OLG München vom 3. Dezember 2020 beendet. Die Ausgleichszahlung wurde auf brutto € 1,04 erhöht.
- Dieser durch Beschluss erhöhte Betrag von € 1,04 ist daher der nachfolgenden Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung zugrunde zu legen.

Anm.: (a) vgl. BGH, Beschluss vom 15. September 2020, II ZB 6/20.

6. Barwert der Ausgleichszahlung – Ermittlung (1/2)

Der Kapitalisierungszinssatz für die Ausgleichszahlung setzt sich aus dem Basiszinssatz und dem hälftigen Risikozuschlag zusammen.

Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung

- Für die Ableitung des Barwerts der Ausgleichszahlung sind die künftig zu erwartenden Zahlungen mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.
- Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes (volle) Geschäftsjahr von PULSION für jede Aktie der PULSION brutto € 1,04 abzüglich Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz. Dies sind derzeit 15% Körperschaftsteuer und 5,5% Solidaritätszuschlag. Daraus ergibt sich derzeit eine Garantiedividende bzw. ein Ausgleich von € 0,88 je PULSION-Aktie für ein volles Geschäftsjahr.
- Gemäß dem Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland der Bundesregierung, dem der Bundestag Ende Juni und der Bundesrat Anfang Juli zugestimmt hat, erfolgt eine schrittweise Senkung des Körperschaftsteuersatzes ab dem Jahr 2028 von derzeit 15% auf 10% ab dem Jahr 2032. Dies führt zu einer sukzessiven Erhöhung der Ausgleichszahlung (vor persönlichen Steuern) bis auf 0,94 € im Jahr 2032.
- Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite einer zur bestehenden Investition adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.
- Der Kapitalisierungszinssatz lässt sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen Risikozuschlag zerlegen.
- Der Basiszinssatz nach persönlichen Steuern beträgt – wie in Abschnitt VI.3 dargestellt – 2,21%.

Barwert der Ausgleichszahlung

- Der BGAV zwischen PULSION und MAUQUET sieht nicht vor, dass die im Rahmen des BGAV festgelegte Barabfindung im Falle einer Kündigung des BGAV wieder auflebt.
- Bei der Bestimmung des Risikozuschlags ist somit zum einen zu berücksichtigen, dass die Ausgleichszahlungen – zumindest während der Laufzeit des Vertrags – quasi sicher sind, so dass eine Verrentung mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz (vor Steuern) nicht sachgerecht ist. Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass regelmäßig das Risiko der Beendigung des Vertrages durch das herrschende Unternehmen besteht. Insofern sind die zukünftigen Ausgleichszahlungen nicht vollständig frei von Risiken. Weiter besteht das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit des Vertrags in der Ertragskraft gemindert wird und der Anteilseigner nach Beendigung des Vertrags an einem im Wert verminderten Unternehmen beteiligt ist.
- Vor diesem Hintergrund haben sich in der Praxis zwei Wege etabliert, den Risikozuschlag zu ermitteln:
 - Die eine Möglichkeit besteht darin, den Risikozuschlag in Höhe des hälftigen durchschnittlichen Risikozuschlags festzulegen.^(a) Dieser beträgt im vorliegenden Fall 4,38%, der hälftige Risikozuschlag somit 2,19%.
 - Die andere Möglichkeit besteht darin, den Risikozuschlag aufgrund der vertraglichen Fixierung der Zahlungen durch das Bonitätsrisiko des Schuldners der Zahlungen zu bestimmen, wobei dieser Weg nur dann angemessen ist, wenn im BGAV im Falle einer Kündigung des Vertrags ein Wiederaufleben der Barabfindung aus dem BGAV vorgesehen ist. Dies ist im vorliegenden Fall nicht gegeben. Deshalb kommt die Ermittlung des Risikozuschlags über die sog. Bondvariante im vorliegenden Fall nicht infrage.

Anm.: (a) vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015, 26 W 9/14.

6. Barwert der Ausgleichszahlung – Ermittlung (2/2)

Der relevante Barwert der Ausgleichszahlung der Minderheitsaktionäre von PULSION beträgt € 16,07 je Aktie.

Barwert der Ausgleichszahlung (Fortsetzung)

PULSION - Barwert der Ausgleichszahlung										
€	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 ff.	
Ausgleichszahlung (Bardividende)	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag	-0,16	-0,16	-0,16	-0,15	-0,14	-0,13	-0,12	-0,11	-0,11	-0,11
KSt-Satz (%)	15%	15%	15%	14%	13%	12%	11%	10%	10%	
Ausgleichszahlung vor persönlichen Ertragsteuern	0,88	0,88	0,88	0,89	0,90	0,91	0,92	0,94	0,94	0,94
Persönliche Ertragsteuern (26,38%)	-0,23	-0,23	-0,23	-0,23	-0,24	-0,24	-0,24	-0,24	-0,25	-0,25
Ausgleichszahlung nach persönlichen Ertragsteuern	0,65	0,65	0,65	0,66	0,66	0,67	0,68	0,69	0,69	0,69
Basiszins nach persönlichen Steuern	2,21%									
Risikozuschlag nach persönlichen Steuern	2,19%									
Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Barwerte	0,62	0,59	0,57	0,55	0,53	0,52	0,50	0,49	0,49	11,14
Barwert der Ausgleichszahlung zum 31.12.2024	15,52									
Aufzinsungsfaktor (exponentielle Aufzinsung)	1,03									
Barwert der Ausgleichszahlung zur außerordentlichen Hauptversammlung am 17. Oktober 2025	16,07									

Quelle: PULSION, KPMG Analyse.

Barwert der Ausgleichszahlung (Fortsetzung)

- Zudem sei darauf hingewiesen, dass bei der Bestimmung der Ausgleichszahlung im Rahmen des Abschlusses des BGAV im Jahr 2014 auf Basis des Unternehmenswerts von PULSION ebenfalls der (damalige) hälftige Risikozuschlag zur Anwendung kam.
- Wir haben zur Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung den Risikozuschlag in Höhe des hälftigen durchschnittlichen Risikozuschlags festgelegt.
- Geht man auch zukünftig von unveränderten Zeitpunkten der Hauptversammlungen der PULSION aus, ergibt sich der Barwert der Ausgleichszahlungen als ewige Rente zum 1. Juli 2026, dem auf die ordentliche Hauptversammlung des Jahres 2026 folgenden Tag. Der sich ergebende Betrag der ewigen Rente ist auf den 17. Oktober 2025, dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der PULSION, die über den Squeeze-out Beschluss fasst, abzuzinsen.
- Auf Basis der Ausgleichszahlung und dem wie vorstehend erläutert festgelegten Kapitalisierungszinssatz ergibt sich der Barwert der Ausgleichszahlung zum 31. Dezember 2024 in Höhe von € 15,52 je Aktie der Minderheitsaktionäre.
- Der sich zum 31. Dezember 2024 ergebende Wert in Höhe von € 15,52 je Aktie ist noch auf den 17. Oktober 2025 aufzuzinsen. Aufgezinst mit dem Kapitalisierungszinssatz von 4,40% ergibt sich auf diesen Stichtag ein Wert je Aktie in Höhe von (aufgerundet) € 16,07 je Aktie der Minderheitsaktionäre.

7. Vorerwerbe (1/2)

Die Maquet hat Anteile an der PULSION in einem mehrstufigen Prozess erworben.

Der durchschnittliche Kaufpreis betrug in den Jahren 2020 bis 2024 € 18,03.

Im Jahr 2025 wurden keine Aktien von PULSION durch MAQUET erworben.

Vorerwerbe

- In den Jahren 2015 bis 2024 hat MAQUET insgesamt 1.437.209 Aktien von PULSION zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von € 18,03 erworben. Der Kaufpreis lag in diesem Zeitraum in einer Bandbreite zwischen € 16,50 und € 18,40.
- Von diesen Erwerben entfielen 1.430.018 Aktien auf den Zeitraum 2020 bis 2024. In diesem Zeitraum lag der durchschnittliche Kaufpreis bei € 18,03 und die Bandbreite zwischen € 16,50 und € 18,40.
- Im Jahr 2024 hat MAQUET im Februar, Juni und September insgesamt 162.536 Aktien zu einem durchschnittlichen Kaufpreis von € 16,86 erworben. Der letzte Erwerb erfolgte am 25. September 2024. Die Kaufpreise lagen im Jahr 2024 in einer Bandbreite von € 16,50 bis € 17,25. Im Jahr 2025 hat MAQUET keine Aktien von PULSION erworben.
- In dem für die Bestimmung des maßgeblichen Börsenkurses relevanten Dreimonatszeitraum vor Veröffentlichung des Übertragungsverlangens erfolgte demzufolge kein weiterer Erwerb. Somit liegt der letzte Erwerb rund ein Jahr vor dem Bewertungstichtag.

Relevanz der Vorerwerbe

- Das BVerfG hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999^(a) festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben. Dies gilt in analoger Auslegung auch bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre gemäß § 327b AktG.

Relevanz der Vorerwerbe (Fortsetzung)

- Die subjektiven Erwägungen eines Aktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, hätten für Dritte keine Bedeutung. Dieser Auffassung folgen die ganz herrschende Meinung in der Literatur und die höchstrichterliche Rechtsprechung.
- Eine vergleichbare Entscheidung hat der Europäische Gerichtshof („EuGH“) am 15. Oktober 2009 getroffen.^(b) Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass die Hauptaktionärin verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird.
- Der BGH hat die Sicht des BVerfG in seiner Stollwerk-Entscheidung vom 19. Juli 2010^(c) ausdrücklich bestätigt und erklärt, dass die angemessene Abfindung sich nicht an den Preisen orientieren müsse, die vom Mehrheitsaktionär anderen Aktionären gezahlt werden oder wurden und sich zur Begründung auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 bezogen.
- Auch das OLG Stuttgart^(d) hat in seinem Beschluss vom 4. Mai 2011 (20 W 11/08) entschieden, dass Vorerwerbe seitens des Mehrheitsaktionärs nicht maßgeblich für die Bemessung der Barabfindung sind.

Anm.: (a) vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.
(b) vgl. EuGH, Urteil vom 15. Oktober 2009, C-101/08.
(c) vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09.
(d) vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08.

7. Vorerwerbe (2/2)

Den im Rahmen der Erwerbsschritte von MAQUET gezahlten Preisen ist bei der Ermittlung der Barabfindung nach einschlägiger Rechtsprechung keine rechtliche Bedeutung beizumessen.

Relevanz der Vorerwerbe (Fortsetzung)

- Das OLG Frankfurt am Main^(a) hat festgestellt, dass Vorerwerbspreise für die Bemessung der angemessenen Abfindung in der Regel keine Rolle spielen. Der Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreise im Rahmen der Schätzung nach § 287 ZPO im Einzelfall stehe aber nichts entgegen, soweit ein erhöhter Preis beispielsweise aufgrund eines Paketzuschlags nicht festgestellt werden kann und keine große Entfernung zum Bewertungsstichtag besteht.
- Aufgrund des großen zeitlichen Abstands zwischen dem Bewertungsstichtag und dem letzten Erwerb im September 2024 bieten die von MAQUET gezahlten Erwerbspreise nur eingeschränkt Anhaltspunkte für den Wert je Aktie zum Bewertungsstichtag. Dafür spricht auch, dass über die letzten Jahre sowohl der Börsenkurs als auch die Preise, zu denen MAQUET PULSION-Aktien erwarb, kontinuierlich sanken, und die Erwerbspreise deutlich unter dem Unternehmenswert je Aktie lagen.
- Dem an einzelne Aktionäre gezahlten Preis je Aktie der PULSION in Höhe von zuletzt € 16,80, der deutlich unter dem Unternehmenswert je Aktie liegt, kommt bei der Ermittlung der Barabfindung somit keine rechtliche Bedeutung zu.
- Da die von der MAQUET im Rahmen der Vorerwerbe vereinbarten Preise den Unternehmenswert je Aktie nicht überschreiten, entfalten sie keine Relevanz bei der Ermittlung der Barabfindung.

Anm.: (a) vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. September 2021, 21 W 38/15.

IX.

**Gesamtwürdigung
und Ableitung der
Barabfindung**

1. Gesamtschau (1/2)

Die Unternehmensbewertung ist grundsätzlich anhand von anderen Wert- und Preismaßstäben im Sinne einer Gesamtschau zu plausibilisieren.

Gesamtschau

- Nach der Rechtsprechung des BGH ist der Börsenkurs grundsätzlich als alleiniger Maßstab zur Bemessung der Barabfindung geeignet.
- Der relevante durchschnittliche Börsenkurs der PULSION beträgt € 16,13 je Aktie.
- Auf Basis unserer Analysen zu hinreichenden ökonomischen Kriterien der Beurteilung von Börsenkursen (siehe Abschnitt VIII.3) war der Börsenkurs aus ökonomischer Sicht nicht für eine alleinige Ableitung der Barabfindung geeignet und ihm daher eine Ertragsbewertung gegenüberzustellen.
- Der mit Hilfe des Ertragswertverfahrens (inklusive des Sonderwerts) abgeleitete Unternehmenswert zum 17. Oktober 2025 beträgt € 20,57 je Aktie.
- Für mit Hilfe des Ertragswertverfahrens abgeleitete Unternehmenswerte empfiehlt sich aufgrund der teilweise bestehenden Ermessensspielräume bei der Bestimmung einzelner Parameter des Bewertungskalküls, insbesondere des Kapitalisierungszinssatzes, grundsätzlich eine Plausibilisierung anhand von anderen Wert- und Preismaßstäben. Sie wurde daher auch im vorliegenden Fall vorgenommen.
- Hierbei kommen unter anderem verschiedene Markt- und Vergleichspreise, Ergebnisse vereinfachter Bewertungsverfahren wie beispielsweise Multiplikatorverfahren, Werte anderer Bewertungsverfahren, Transaktionspreise erfolgreicher Übernahmeangebote, Analysteneinschätzungen etc. in Frage.^(a)
- Diese Plausibilisierungsmaßstäbe sind aus einer ökonomischen Perspektive in ihrer Gesamtheit zu würdigen und in einer Gesamtschau mit dem Bewertungsergebnis zu vergleichen.

Gesamtschau (Fortsetzung)

- Diese Gesamtschau im Wertermittlungsprozess und bei der Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes wird auch von der Rechtsprechung gefordert.^(b)
- Im Rahmen einer Gesamtschau ist jedoch zu berücksichtigen, dass diese im Ergebnis nicht unbedingt den Nachweis einer möglichen Identität aller betrachteten Wert- und Preismaßstäbe zum Ziel hat. Abweichungen des fundamentalen Ertragswerts zu einzelnen Referenzpunkten sowie Abweichungen zwischen den alternativen Referenzpunkten können aus guten Gründen bestehen.^(c)
- Neben regelmäßig zyklischen und konjunkturellen Schwankungen und in seltenen Fällen auch zum Teil hohe Über- und Unterbewertungen an realen Transaktionsmärkten können empirisch beobachtbare Transaktionspreise und aus ihnen vereinfachend abgeleitete Bewertungsergebnisse zusätzlich durch zahlreiche individuelle Sachverhalte, die nicht auf PULSION übertragbar sind, beeinflusst sein.
- Hinzu treten preis- bzw. wertrelevante Einflüsse aufgrund von im ökonomischen Sinn dominierenden Marktteilnehmern, Informationsasymmetrien oder auch subjektiven Synergie- und Markterwartungen, durch die ebenfalls Unterschiede zwischen anderen Wert- und Preismaßstäben und dem vorliegend relevanten objektivierten Wert begründet sein können. Vor diesem Hintergrund kommt es im Ergebnis der Gesamtschau auf eine eher widerspruchsfreie Relation der anderen Wert- und Preismaßstäbe zum fundamentalen Ertragswert sowie untereinander und weniger auf eine mögliche Identität an.

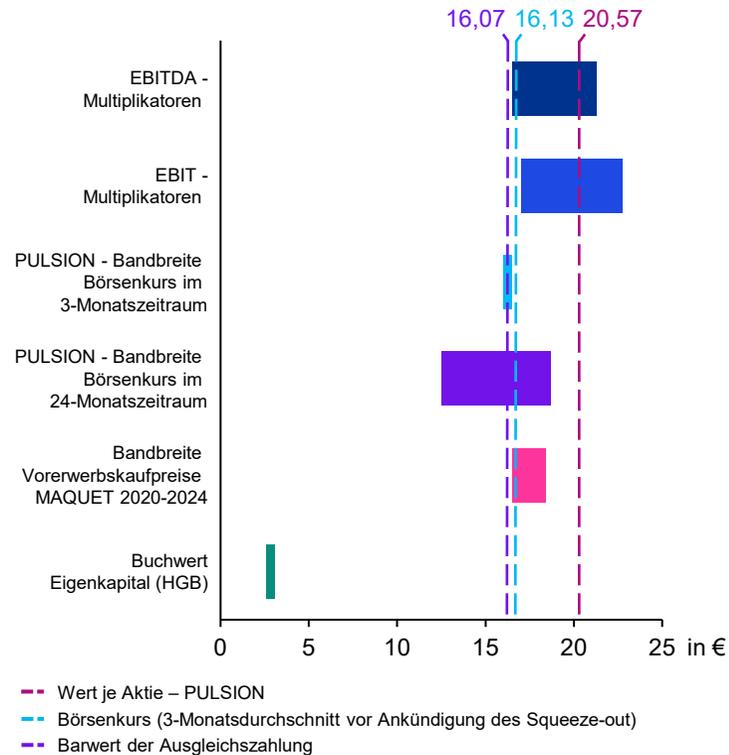
Anm.: (a) WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, A 209.
(b) OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, juris Rz. 40.
(c) WPH Edition Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, A 109.

1. Gesamtschau (2/2)

Vor dem Hintergrund der dargestellten Gesamtschau bestehen keine Bedenken, die Barabfindung auf Basis des anteiligen Unternehmenswerts festzulegen.

Die angemessene Barabfindung beträgt € 20,57 je Aktie.

Wert- und Preismaßstäbe



Quelle: S&P Capital IQ, PULSION, KPMG Analyse.

Gesamtschau (Fortsetzung)

- Der ermittelte Unternehmenswert € 20,57 je Aktie liegt deutlich oberhalb des relevanten durchschnittlichen Börsenkurses der PULSION von 16,13 je Aktie und sogar leicht oberhalb der Börsenkurse, die seit der Veröffentlichung der Ad-hoc Mitteilung am 15. Mai 2025 beobachtbar waren, obwohl diese bereits durch Abfindungsspekulationen beeinflusst sein dürften.
- Zum 31. Dezember 2024 beträgt das buchmäßige Eigenkapital (HGB) gerundet € 2,56 je Aktie. Der ermittelte Unternehmenswert je Aktie liegt weit darüber.
- Der im Rahmen von Vorwerben durch MAQUET in den Jahren 2020 bis 2024 gezahlte Kaufpreis lag in einer Bandbreite zwischen € 16,50 und € 18,40, im Durchschnitt bei € 18,05.
- Auf Basis einer Multiplikatorbewertung ermittelt sich für den Wert je Aktie der PULSION eine Gesamtbandbreite von € 16,53 bis € 22,76, im Mittel bei € 19,64. Der Unternehmenswert nach IDW S 1 liegt innerhalb und tendenziell im oberen Bereich dieser Bandbreite.
- Der Unternehmenswert je Aktie liegt auch deutlich oberhalb des Barwerts der Ausgleichszahlung in Höhe von € 16,07 je Aktie.
- Die Gesamtschau zeigt im vorliegenden Fall, dass der Unternehmenswert auf Basis des Ertragswertverfahrens unter Berücksichtigung des Sonderwerts tendenziell am oberen Ende einer Bandbreite anderer Wert- und Preismaßstäbe liegt.
- Vor diesem Hintergrund bestehen keine Bedenken, eine angemessene Barabfindung auf Basis des anteiligen Unternehmenswerts festzulegen.
- Die angemessene Barabfindung beträgt somit € 20,57 je Aktie.

Anlagen

1. Abkürzungsverzeichnis
2. Erhaltene Unterlagen
3. Beschreibung der Peer Group
4. Multiplikatoren der Peer Group
5. Allgemeine Auftragsbedingungen

Abkürzungsverzeichnis (1/3)

§ / §§	Paragraph /-en	d.h.	das heißt
Ø	Durchschnitt	DiRUG	Gesetz zur Umsetzung der Digitalisierungsrichtlinie
%	Prozent	EBIT	Earnings before Interest and Taxes
AB	Aktiebolag (schwedische Rechtsform, entspricht deutscher AG)	EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
Abs.	Absatz	EBT	Earnings before Taxes
AG	Aktiengesellschaft	EIU	Economist Intelligence Unit
AktG	Aktiengesetz	EMEA	Europe, Middle East, and Africa
Anm.	Anmerkung	ES	Entwurf eines Standards
APAC	Asia Pacific (Asien-Pazifik-Region)	EU	Europäische Union
APV	Adjusted Present Value	EuGH	Europäischer Gerichtshof
A/S	Aktiengesellschaft nach dänischem oder norwegischem Recht	EUR / €	Euro
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	exkl.	exklusive
BGH	Bundesgerichtshof	F&E	Forschung und Entwicklung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
BörsG	Gesetz über den Handel mit Wertpapieren an Börsen	ff.	fortfolgende
BVerfG	Bundesverfassungsgericht	GETINGE	Getinge AB, Göteborg/Schweden
CAGR	Compound Annual Growth Rate	GETINGE Konzern	GETINGE einschließlich ihrer Tochterunternehmen
CAPM	Capital Asset Pricing Model	ggf.	gegebenenfalls
c.p.	ceteris paribus	GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
DAX	Deutscher Aktienindex		
DCF	Discounted Cashflow		

Abkürzungsverzeichnis (2/3)

HGB	Handelsgesetzbuch	Mio.	Millionen
HRB	Handelsregister, Abteilung B	Nr.	Nummer
i.d.F.	in der Fassung	OEM	Original Equipment Manufacturer
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer e.V., Düsseldorf	OLG	Oberlandesgericht
IDW ES 1	Entwurf einer Neufassung des IDW Standards „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (2024)	OPEX	Operating Expenditures
IDW ES 17	Entwurf eines IDW Standards „Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen“ (2025)	p.a.	per annum
IDW Praxishinweis 2/2017	IDW Praxishinweis „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“	Peer Group	Börsennotierte Vergleichsunternehmen
IDW S 1	IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (2008)	plc	Britische Aktiengesellschaft mit Börsenzulassung
Inc.	Kapitalgesellschaft nach US-amerikanischem Recht	Prunus Medical	Shenzhen Prunus Medical Co., Ltd., Shenzhen/China
ISIN	Internationale Wertpapierkennnummer	PULSION	Pulsion Medical Systems SE, Feldkirchen
i.V.m.	in Verbindung mit	S	Standard
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien	SE	Societas Europaea (europäische Rechtsform)
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin	SE-VO	Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft
LG	Landgericht	StInvSofortPG	Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm
lt.	laut	sog.	sogenannt / -e / -er
Ltd.	Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach britischem Recht	SWOT-Analyse	Analyse der Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken
MAQUET	MAQUET Medical Systems AG, Rastatt	T€	Tausend Euro
MAQUET Solna	Maquet Critical Care AB, Solna/Schweden	TCF	Total Cashflow
MDAX	Mid-Cap-DAX	Tz.	Textziffer
		USD	United States Dollar
		vgl.	vergleiche
		WACC	Weighted Average Cost of Capital

Abkürzungsverzeichnis (3/3)

WKN	Wertpapierkennnummer
WpÜG-AV	Verordnung über die Inhalte der Angebotsunterlage nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	Verordnung zur Regelung von Inhalt, Veröffentlichung und Abgabe von Angeboten nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Erhaltene Unterlagen

Wesentliche unserer Tätigkeit zugrunde liegende Unterlagen

- Geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Jahresabschlüsse und Lageberichte der PULSION der Jahre 2022 bis 2024;
- Umsatzentwicklung nach Regionen für die Jahre 2015 bis Mai 2025;
- Monatsabschluss zum 31. Juli 2025;
- Planungsrechnung der PULSION für die Jahre 2025 bis 2027;
- Hochrechnung für das Jahr 2025 vom 22. August 2025
- Transferpreisdokumentationen der PULSION und des GETINGE Konzerns;
- Überblick zu den Patenten der PULSION;
- Protokolle der Verwaltungsratssitzungen aus den Jahren 2022 bis 2025 bis einschließlich der Sitzung am 7. Juli 2025;
- Satzung in der Fassung vom 15. Mai 2014;
- Handelsregisterauszug vom 1. August 2025;
- BGAV zwischen PULSION als beherrschtes Unternehmen und MAQUET als herrschender Gesellschaft vom 3. Juli 2014;
- Steuerliche Unterlagen zum 31. Dezember 2024;
- Überblick zur Entwicklung des Anteilbesitzes der MAQUET hinsichtlich der Anteile an PULSION sowie Depotauszug vom 26. August 2025;
- Übertragungsverlangen der MAQUET im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG vom 15. Mai 2025;
- Entwurf des Übertragungsberichts von MAQUET als Hauptaktionärin der PULSION über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION auf die MAQUET sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung vom 26. August 2025;

Wesentliche unserer Tätigkeit zugrunde liegende Unterlagen (Fortsetzung)

- iDATA, Europe Market Report Suite for Patient Monitoring Equipment, 2024;
- Spherical Insights, Global Hemodynamic Monitoring Market, 2023;
- Finanz- und Kapitalmarktdaten sowie volkswirtschaftliche Daten von:
 - Bayerische Börse AG, München, (Börse München),
 - Economist Intelligence Unit, London/Vereinigtes Königreich, (EIU)
 - Eurostat, Berlin,
 - Refinitiv, New York/USA,
 - S&P Capital IQ, New York/USA,
 - Statistisches Bundesamt (DESTATIS), Wiesbaden.

Beschreibung der Peer Group (1/8)

PULSION Peer Group – Tier 1	
Unternehmen	Beschreibung
Baxter International Inc.	<p>Baxter International Inc. bietet über seine Tochtergesellschaften ein Portfolio von Gesundheitsprodukten in den Vereinigten Staaten an. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Medizinprodukte und Therapien, Gesundheitssysteme und Technologien sowie Pharmazeutika. Es bietet sterile intravenöse (IV) Lösungen, Infusionssysteme und -geräte, parenterale Ernährungstherapien, Verwaltungssätze, generische injizierbare Pharmazeutika, chirurgische Hämostase- und Versiegelungsprodukte, fortschrittliche chirurgische Ausrüstung, intelligente Bettsysteme, Patientenüberwachungs- und Diagnosetechnologien sowie Atemgesundheitsgeräte an. Darüber hinaus umfasst das Angebot fortschrittliche Ausrüstung für den chirurgischen Bereich, einschließlich Technologien zur Integration von Operationssälen, Präzisionspositionierungsgeräten und anderen Zubehörteilen.</p> <p>Das Unternehmen bietet auch spezielle injizierbare Pharmazeutika, inhalierte Anästhetika und Dienstleistungen zur Arzneimittelherstellung an. Die Produkte werden in Krankenhäusern, Pflegeheimen, Rehabilitationszentren, ambulanten chirurgischen Zentren, Arztpraxen, Nierendialysezentren und bei Patienten zu Hause unter ärztlicher Aufsicht eingesetzt. Baxter verkauft seine Produkte über eine direkte Vertriebsorganisation, unabhängige Distributoren, Arzneimittelgroßhändler und Spezialapotheken oder andere alternative Anbieter. Es besteht eine Vereinbarung mit Celerity Pharmaceuticals, LLC zur Entwicklung von generischen injizierbaren Premix- und onkolytischen Produkten für die Akutversorgung.</p> <p>Das Unternehmen ist in Osteuropa, dem Nahen Osten, Afrika, Lateinamerika, Asien, Westeuropa, Kanada, Japan, Australien und Neuseeland tätig. Baxter International Inc. wurde 1931 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Deerfield, Illinois/USA.</p>
Edwards Lifesciences Corporation	<p>Edwards Lifesciences Corporation bietet Produkte und Technologien zur Behandlung fortgeschrittener Herz-Kreislauf-Erkrankungen in den Vereinigten Staaten, Europa, Japan und international an. Das Unternehmen bietet Transkatheter-Herzklappenersatzprodukte für minimalinvasive Ersetzungen von Aortenherzklappen unter dem Edwards SAPIEN Ventilsystem an. Zudem bietet es Transkatheter-Herzklappenreparatur- und Ersatzprodukte zur Behandlung von Mitral- und Trikuspidalklappenerkrankungen unter den Marken PASCAL PRECISION und Cardioband an.</p> <p>Darüber hinaus stellt Edwards chirurgische Lösungen für strukturelle Herzprobleme bereit, wie die Aortenklappe unter dem Markennamen INSPIRIS; die INSPIRIS RESILIA Aortenklappe, die RESILIA-Gewebe und VFit-Technologie bietet; KONECT RESILIA, ein vormontiertes Gewebeventil-Leitungssystem für komplexe kombinierte Verfahren; und die MITRIS RESILIA Klappe. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte über eine direkte Vertriebsorganisation und unabhängige Distributoren.</p> <p>Anfang September 2024 verkaufte die Edwards Lifesciences Corporation ihre Critical Care Sparte an den Wettbewerber Becton, Dickinson and Company, nach der Ankündigung dieser Transaktion im ersten Halbjahr 2024.</p> <p>Edwards Lifesciences Corporation wurde 1958 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Irvine, Kalifornien/USA.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Beschreibung der Peer Group (2/8)

PULSION Peer Group – Tier 1	
Unternehmen	Beschreibung
ICU Medical, Inc.	<p>ICU Medical, Inc. entwickelt, produziert und verkauft weltweit medizinische Geräte, die in der Infusionstherapie, beim Gefäßzugang und in der Vitalversorgung eingesetzt werden. Das Unternehmen bietet Infusionstherapieprodukte an, darunter nadelfreie Produkte unter den Marken MicroClave, MicroClave Clear und NanoClave; Neutron-Katheterdurchlässigkeitsgeräte; ChemoLock geschlossene Systemübertragungsgeräte und ChemoClave™ für die Vorbereitung und Verabreichung gefährlicher Medikamente; Tego nadelfreie Anschlüsse; Deltec GRIPPER nicht durchdringende Nadeln für den Portalzugang; ClearGuard, SwabCap und SwabTip Desinfektionskappen sowie Gefäßzugangsprodukte.</p> <p>Das Unternehmen stellt IV-Therapie und Verdünnungsmittel bereit, wie Natriumchlorid, Dextrose, ausgewogene Elektrolytlösungen, Lactated Ringer's, Ringer's, Mannitol, Natriumchlorid/Dextrose und steriles Wasser; sowie Spüllösungen, die Natriumchlorid, sterile Wasser-Spülung, physiologische Lösungen, Ringer's-Spülung, Essigsäure-Spülung, Glycin-Spülung, Sorbitol-Mannitol-Spülung, flexible Behälter und Gießflaschenoptionen umfassen.</p> <p>ICU Medical bietet Infusionspumpen unter den Marken Plum 360 und Plum Duo an; ambulante und Spritzeninfusions-Hardwareprodukte; IV-Medikationssicherheitssoftware, einschließlich ICU Medical MedNet, einer unternehmensweiten Plattform für Medikamentenmanagement; LifeShield und PharmGuard Medikamenteninfusionssicherheitssoftware; hämodynamische Überwachungsprodukte; Anästhesiesysteme und -geräte, Atemkreisläufe, Beatmungs-, Atemwegs- und Spezialprodukte; Temperaturmanagementlösungen; Anästhesie-/Schmerzmanagement-Sets und -Komponenten sowie professionelle Dienstleistungen.</p> <p>Zu den Kunden des Unternehmens gehören Akutkrankenhäuser, Großhändler, ambulante Kliniken und alternative Einrichtungen wie ambulante Kliniken, häusliche Gesundheitsdienstleister und Langzeitpflegeeinrichtungen. ICU Medical, Inc. wurde 1984 gegründet und hat seinen Hauptsitz in San Clemente, Kalifornien.</p>
Masimo Corporation	<p>Masimo Corporation entwickelt, produziert und vermarktet weltweit verschiedene Technologien zur Patientenüberwachung sowie Automatisierungs- und Konnektivitätslösungen. Das Unternehmen bietet die Masimo Signal Extraction Technology (SET) Pulsoximetrie an, die Messungen bei Bewegung und niedriger Perfusion ermöglicht, um die Hauptbeschränkungen der herkömmlichen Pulsoximetrie zu überwinden. Die Masimo Rainbow SET Plattform umfasst Rainbow SET Pulse CO-Oximetrie-Produkte, die eine nicht-invasive Überwachung von Sauerstoff, Carboxyhämoglobin, Methämoglobin, Hämoglobin, fraktionierter arterieller Sauerstoffsättigung, Pleth-Variabilitätsindex, Rainbow Pleth-Variabilitätsindex, Atemfrequenz aus der Pleth und Sauerstoffreserveindex sowie akustische Atemüberwachung, NomoLine Kapnographie und Gasüberwachung und regionale Oximetrie ermöglichen.</p> <p>Darüber hinaus bietet Masimo Lösungen zur Überwachung der Gehirnfunktion und Hämodynamik, zur Patientenpositions- und Aktivitätsverfolgung sowie zur Neuromodulationstechnologie an. Die Masimo Hospital Automation Plattform umfasst Krankenhausautomatisierungslösungen wie Patient SafetyNet, SafetyNet, Replica, Iris, MyView, UniView, Uniview: 60, Masimo Sleep, Centroid und Bridg; sowie nasale Hochfluss-Atemunterstützungstherapie, Neuromodulationstechnologie und Telehealth-Lösungen.</p> <p>Das Unternehmen vertreibt seine Produkte über eine direkte Vertriebsorganisation, Distributoren und Partner von Originalgeräteherstellern an Krankenhäuser, Notfallmedizinische Dienste und häusliche Pflegeanbieter, Langzeitpflegeeinrichtungen, Arztpraxen, Tierärzte und Verbraucher. Zudem bietet es Wellness-Produkte für zu Hause über E-Commerce-Websites wie masimopersonalhealth.com, amazon.com und shopify.com an. Masimo Corporation wurde 1989 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Irvine, Kalifornien.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Beschreibung der Peer Group (3/8)

PULSION Peer Group – Tier 1	
Unternehmen	Beschreibung
Medtronic plc	<p>Medtronic plc entwickelt, produziert und verkauft gerätebasierte medizinische Therapien an Gesundheitssysteme, Ärzte, Kliniker und Patienten in den Vereinigten Staaten, Irland und weltweit.</p> <p>Das Cardiovascular Portfolio umfasst implantierbare Herzschrittmacher, Kardioverter-Defibrillatoren und Geräte zur kardialen Resynchronisationstherapie; Produkte zur Herzablation; einsetzbare Herzüberwachungssysteme; TYRX-Produkte sowie Fernüberwachungs- und patientenzentrierte Software. Zudem bietet es Aortenklappen, chirurgische Klappenersatz- und Reparaturprodukte, endovaskuläre Stentgrafts und Zubehör, transkatheter Pulmonalklappen sowie Produkte für perkutane Koronarinterventionen, perkutane Angioplastieballons und weitere Produkte an.</p> <p>Das Neuroscience Portfolio bietet medizinische Geräte und Implantate, biologische Lösungen, Systeme zur Rückenmarkstimulation und Gehirnmodulation, implantierbare Medikamenteninfusionssysteme und interventionelle Produkte sowie ein Nervenablation-System unter dem Namen Accurian. Diese Produkte sind für Wirbelsäulenchirurgen, Neurochirurgen, Neurologen, Schmerzmanagement-Spezialisten, Anästhesisten, Orthopäden, Urologen, Urogynäkologen und interventionelle Radiologen sowie Hals-Nasen-Ohren-Spezialisten und chirurgische Energieinstrumente gedacht.</p> <p>Das Medical Surgical Portfolio umfasst chirurgische Klammergeräte, Gefäßversiegelungsinstrumente, Wundverschluss- und Elektrochirurgieprodukte, eine KI-gestützte chirurgische Video- und Analyseplattform, robotergestützte Chirurgieprodukte, mechanische Herniengeräte, Netzimplantate, Gynäkologieprodukte, gastrointestinale und hepatologische Diagnostik und Therapien sowie Therapien zur Behandlung von Krankheiten und Zuständen sowie Produkte zur Patientenüberwachung und Atemwegsmanagement.</p> <p>Die Diabetes Operating Unit bietet Insulinpumpen und Verbrauchsmaterialien, kontinuierliche Glukoseüberwachungssysteme und Sensoren sowie InPen, einen intelligenten Insulinpen. Medtronic plc wurde 1949 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Galway, Irland.</p>
Nihon Kohden Corporation	<p>Nihon Kohden Corporation ist in der Entwicklung, Herstellung, dem Verkauf, der Wartung und Beratung von medizinischen elektronischen Geräten sowie verwandten Systemen und Produkten tätig, sowohl in Japan als auch international, einschließlich Amerika, Europa und dem übrigen Asien.</p> <p>Das Unternehmen bietet physiologische Messgeräte an, darunter Elektrokardiographen, Elektroenzephalographen und Polygraphen für Katheterlabore. Es stellt Patientenüberwachungssysteme bereit, wie Bett- und Zentralmonitore, sowie Behandlungsgeräte, darunter Defibrillatoren, automatisierte externe Defibrillatoren, Beatmungsgeräte und Herzschrittmacher.</p> <p>Darüber hinaus bietet Nihon Kohden ein medizinisches Unterstützungssystem an, das diagnostische und klinische Informationssysteme umfasst, sowie In-vitro-Diagnosegeräte, darunter Hämatologie- und klinische Chemie-Analysegeräte. Zusätzlich betreibt das Unternehmen ein Versicherungsmakler- und Technologie-lizenzierungsgeschäft. Nihon Kohden Corporation wurde 1951 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Shinjuku, Japan.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Beschreibung der Peer Group (4/8)

PULSION Peer Group – Tier 2	
Unternehmen	Beschreibung
Getinge AB (publ)	<p>Getinge AB (publ) bietet Produkte und Lösungen für Operationssäle, Intensivstationen und Sterilisationsabteilungen in Schweden und international an. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Akutpflege-Therapien, Life Science und Chirurgische Arbeitsabläufe.</p> <p>Im Akutpflege-Therapien Segment bietet Getinge extrakorporale Membranoxygenierung, mechanische Beatmung, fortschrittliche Patientenüberwachung, Infrastrukturgeräte für Intensivstationen und Drainagelösungen an.</p> <p>Im Chirurgische Arbeitsabläufe Segment stellt das Unternehmen chirurgische Perfusion, endoskopische Gefäßentnahme, intraaortale Ballon-Gegenpulsation, Gefäß- und kardiothorakale Chirurgieausrüstung, peripheres Stenting, OEM-Lösungen und Geräte für die schlagende Herzchirurgie bereit. Zudem bietet es Operationssaal-ausrüstung, Anästhesie, fortschrittliche Patientenüberwachung und Lösungen zur Integration von Operationssälen an.</p> <p>Im Life Science Segment bietet Getinge Lösungen zur Vorreinigung, Reinigung und Desinfektion, Sterilisation, Verbrauchsmaterialien, Endskopfaufbereitung und Management steriler Versorgung an. Dazu gehören auch vernetzte medizinische Geräte und Patientenflussmanagement sowie Niedertemperatursterilisation, Biocontainment in der Impfstoffproduktion, Endsterilisation, sterile Isolationstechnologie, Reinigung und Sterilisation, aseptische Übertragung und großflächige Kultivierung.</p> <p>Zusätzlich bietet das Unternehmen Lösungen zur Bioreaktorvorbereitung, Bioprozessentwicklung und -optimierung, Reinigung und Sterilisation von Labormaterialien, Biocontainment und Vivarium an.</p> <p>Getinge vertreibt seine Produkte über ein Netzwerk von Vertriebsunternehmen sowie über Agenten und Distributoren in Amerika, Europa, dem Nahen Osten, Afrika und Asien-Pazifik. Getinge AB (publ) wurde 1904 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Göteborg, Schweden.</p>
Abbott Laboratories	<p>Abbott Laboratories entdeckt, entwickelt, produziert und verkauft weltweit Gesundheitsprodukte zusammen mit seinen Tochtergesellschaften. Das Unternehmen ist in vier Segmenten tätig: Etablierte Pharmazeutische Produkte, Diagnostische Produkte, Ernährungsprodukte und Medizinische Geräte.</p> <p>Im Bereich der Etablierten Pharmazeutischen Produkte bietet Abbott generische Medikamente zur Behandlung von exokriner Pankreasinsuffizienz, Reizdarmsyndrom oder Gallengangspasmen, intrahepatischer Cholestase oder depressiven Symptomen, gynäkologischen Störungen, Hormonersatztherapie, Dyslipidämie, Bluthochdruck, Hypothyreose, Hypertriglyceridämie, Morbus Ménière und vestibulärem Schwindel, Schmerzen, Fieber, Entzündungen und Migräne an. Zudem bietet es antiinfektives Clarithromycin, Grippeimpfstoffe und Produkte zur Regulierung des physiologischen Rhythmus des Dickdarms. Im Bereich der Diagnostischen Produkte stellt Abbott Labor- und Transfusionsmedizin-Systeme in den Bereichen Immunoassay, klinische Chemie, Hämatologie und Transfusionsserologie-Tests bereit. Es bietet molekulare Diagnostik-Polymerase-Kettenreaktions-Instrumentensysteme, die die Extraktion, Reinigung und Vorbereitung von DNA und RNA aus Patientenproben automatisieren und infektiöse Erreger erkennen und messen. Dazu gehören auch Point-of-Care-Systeme, Testkartuschen für Blutgas, Chemie, Elektrolyte, Gerinnung und Immunoassay, sowie Schnelltests für HIV, SARS-CoV-2, Influenza A und B, RSV und Streptokokken A, kardiometabolische Testsysteme und Drogen- und Alkoholtests. Im Bereich der Ernährungsprodukte bietet Abbott pädiatrische und erwachsene Ernährungsprodukte sowie Säuglingsnahrung an. Im Bereich der Medizinischen Geräte stellt Abbott Rhythmusmanagement-, Elektrophysiologie-, Herzinsuffizienz-, Gefäß- und strukturelle Herzgeräte zur Behandlung von Herz-Kreislauf-Erkrankungen bereit. Dazu gehören auch Diabetespflegeprodukte wie Glukose- und Blutzuckermesssysteme sowie Neuromodulationsgeräte zur Behandlung von chronischen Schmerzen und Bewegungsstörungen.</p> <p>Abbott Laboratories wurde 1888 gegründet und hat seinen Hauptsitz in North Chicago, Illinois.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Beschreibung der Peer Group (5/8)

PULSION Peer Group – Tier 2	
Unternehmen	Beschreibung
Becton, Dickinson and Company	<p>Becton, Dickinson and Company entwickelt, produziert und verkauft weltweit medizinische Verbrauchsmaterialien, Geräte, Laborausüstung und diagnostische Produkte für Gesundheitseinrichtungen, Ärzte, Lebenswissenschaftsforscher, klinische Labore, die Pharmaindustrie und die allgemeine Öffentlichkeit.</p> <p>Das BD Medical Segment bietet periphere intravenöse (IV) und fortschrittliche periphere Katheter, zentrale Leitungen, akute Dialysekatheter, Gefäßzugangstechnologie, Gefäßpflege- und Vorbereitungsprodukte, nadelfreie IV-Anschlüsse und Verlängerungssätze, geschlossene Systemübertragungsgeräte für Medikamente, gefährliche Medikamentenerkennungen, hypodermische Spritzen und Nadeln, Anästhesienadeln und -sets, enterale Spritzen und Systeme zur Entsorgung von scharfen Gegenständen an. Zudem umfasst es IV-Medikamentensicherheit und Infusionstherapiesysteme, Medikamentenherstellungs-Workflow-Systeme, automatisierte Medikamentenabgabe- und Versorgungsmanagementsysteme, Informatik- und Analysesysteme sowie Apothekenautomatisierungssysteme und Systeme zur Optimierung und Verfolgung von Medikamentenbeständen. Darüber hinaus bietet es hämodynamische Überwachungssysteme und vorfüllbare Medikamentenabgabesysteme. Das BD Life Sciences Segment bietet Produkte zur Proben- und Blutentnahme, automatisierte Blut- und Tuberkulosekultivierung, molekulare Tests, Mikroorganismenidentifikation und Arzneimittelanfälligkeit sowie Systeme für zytologische Tests auf Flüssigkeitsbasis, schnelle diagnostische Tests, Automatisierungsprodukte für Mikrobiologielabore und Plattenmedienprodukte. Es umfasst auch fluoreszenzaktivierte Zellsortierer und -analysatoren, Antikörper und Kits, Reagenssysteme und Lösungen für die Einzelzellgenexpressionsanalyse sowie klinische Onkologie-, immunologische und Transplantationsdiagnostik-/Überwachungsreagenzien und -analysatoren. Das BD Interventional Segment bietet Produkte zur Hernien- und Weichgewebereparatur, biologische und bioresorbierbare Transplantate, Biosurgery und andere chirurgische Produkte, chirurgische Infektionsprävention, periphere Interventionsprodukte sowie Urologie- und Intensivpflegeprodukte.</p> <p>Das Unternehmen wurde 1897 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Franklin Lakes, New Jersey.</p>
Boston Scientific Corporation	<p>Boston Scientific Corporation entwickelt, produziert und vermarktet weltweit medizinische Geräte für verschiedene interventionelle medizinische Fachgebiete. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: MedSurg und Cardiovascular.</p> <p>Im MedSurg Segment bietet Boston Scientific Geräte zur Diagnose und Behandlung einer Vielzahl von gastrointestinalen Erkrankungen an, darunter Resolution Clips, biliäre Stentsysteme, Stents und elektrokauterisch verbesserte Abgabesysteme, Direktvisualisierungssysteme, digitale Katheter und Einweg-Duodenoskope sowie Portfolios für endoluminale Chirurgie und Infektionsprävention. Zudem stellt es Geräte zur Behandlung urologischer Erkrankungen bereit, darunter Ureteralstents, Katheter, Körbchen, Führungsdrähte, Harn- und Darmfunktionsstörungen, Schäfte, Ballons, Einweg-Digital-Flexible-Ureteroskope, Holmium-Lasersysteme, Penile Implantate, künstliche Harnröhrenschließmuskeln, Lasersysteme und Hydrogelsysteme. Für neurologische Bewegungsstörungen und das Management chronischer Schmerzen bietet das Unternehmen Systeme zur Rückenmarkstimulation, proprietäre Programmiersoftware, Radiofrequenzablation, indirekte Dekompressionssysteme sowie intraossäre Nervenablation und Systeme zur Tiefenhirnstimulation an. Im Cardiovascular Segment stellt Boston Scientific Technologien zur Diagnose und Behandlung von Koronararterienkrankungen und Aortenklappenerkrankungen bereit, darunter das WATCHMAN FLX, ein Gerät zum Verschluss des linken Vorhofohrs (LAAC). Es bietet implantierbare Geräte, die das Herz überwachen und elektrische Impulse zur Behandlung von Herzrhythmusstörungen liefern, wie Kardioverter und Defibrillatoren zur kardialen Resynchronisationstherapie, MRI S-ICD Systeme, Herzschrittmacher zur kardialen Resynchronisationstherapie, quadripolare LV-Leads, ICD-Leads, Pacing-Leads, Systeme zur Fernüberwachung von Patienten, einsetzbare Herzüberwachungssysteme und Systeme zur Fernüberwachung des Herzens. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Produkte zur Diagnose und Behandlung von Herzfrequenz- und Rhythmusstörungen, peripheren arteriellen und venösen Erkrankungen sowie zur Diagnose, Behandlung und Linderung von Krebsformen an.</p> <p>Boston Scientific Corporation wurde 1979 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Marlborough, Massachusetts.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.



© 2025 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.

Beschreibung der Peer Group (6/8)

PULSION Peer Group – Tier 2	
Unternehmen	Beschreibung
Carl Zeiss Meditec AG	<p>Carl Zeiss Meditec AG ist ein Medizintechnikunternehmen mit Sitz in Deutschland und operiert in Europa, Nordamerika und Asien. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: Ophthalmologie und Mikrochirurgie.</p> <p>Im Ophthalmologie Segment bietet Carl Zeiss Meditec Produkte und Lösungen zur Diagnose und Behandlung chronischer Augenerkrankungen wie Ametropie (Refraktion), Katarakte, Glaukom und Netzhauterkrankungen an. Dieses Segment umfasst Geräte für allgemeine ophthalmologische Untersuchungen und Pflege, darunter Spaltlampen, Refraktometer, Tonometer, Geräte für die optische Kohärenztomographie und Funduskameras sowie Geräte für funktionelle Diagnostik. Zudem bietet es digitale Produkte zur Speicherung, Auswertung und Weitergabe klinischer Daten an. Darüber hinaus umfasst dieses Segment chirurgische ophthalmologische Produkte wie Operationsmikroskope, Biometer, Phakoemulsifikations- und Vitrektomiegeräte, intraokulare Linsen für Kataraktpatienten sowie Systeme und Verbrauchsmaterialien für die Laser-Augenchirurgie.</p> <p>Das Mikrochirurgie Segment stellt Produkte und Lösungen für invasive chirurgische Behandlungen bereit und bietet Lösungen in den Bereichen Hals-Nasen-Ohren-, plastische und rekonstruktive, neuro-, dental- und Wirbelsäulenchirurgie. Es bedient Ärzte in verschiedenen Fachgebieten und Krankenhäuser.</p> <p>Carl Zeiss Meditec AG wurde 1846 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Jena, Deutschland. Das Unternehmen ist eine Tochtergesellschaft der Carl Zeiss AG. Das BD Interventional Segment bietet Produkte zur Hernien- und Weichgewebereparatur, biologische und bioresorbierbare Transplantate, Biosurgery und andere chirurgische Produkte, chirurgische Infektionsprävention, periphere Interventionsprodukte sowie Urologie- und Intensivpflegeprodukte.</p> <p>Das Unternehmen wurde 1897 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Franklin Lakes, New Jersey.</p>
Drägerwerk AG & Co. KGaA	<p>Drägerwerk AG & Co. KGaA ist ein weltweit tätiges Unternehmen für Medizin- und Sicherheitstechnik. Es entwickelt, produziert und vermarktet Systemlösungen, Geräte und Dienstleistungen für die medizinische Abteilung, einschließlich Notfallmedizin, perioperative Pflege, Intensivpflege und perinatale Medizin.</p> <p>Im Bereich der Medizintechnik bietet Drägerwerk Produkte wie Patientenüberwachungssysteme, Anästhesiemaschinen, medizinische Beatmungsgeräte und Lungenüberwachung, Inkubatoren und Thermoregulation für Neugeborene, Phototherapielampen und Bilirubinometer, chirurgische und Untersuchungsleuchten, medizinische Pendants und Infrastrukturdesign, medizinische Gasleitungssysteme in Krankenhäusern sowie Krankenhausverbrauchsmaterialien und Zubehör. Zudem bietet das Unternehmen Dienstleistungen zur Krankenhausplanung und -gestaltung an.</p> <p>Im Bereich der Sicherheitstechnik entwickelt, produziert und vermarktet Drägerwerk Produkte, Systemlösungen und Dienstleistungen für den persönlichen Schutz, die Gasmessungstechnologie und das umfassende Risikomanagement für Kunden in der Industrie und im Bergbau sowie im öffentlichen Sektor, wie Feuerwehren, Polizei und Katastrophenschutz. Zu den Produkten gehören Alkohol- und Drogentests, feste Gasdetektoren, Gefahrstoffanzüge, tragbare Gasdetektion, Kopfschutz, Rettung und Flucht, Atemschutz, Sicherheitstrainingssysteme, Wärmebildkameras sowie Werkstattlösungen und Atemgasversorgung.</p> <p>Darüber hinaus bietet das Unternehmen verschiedene Schulungen und Dienstleistungen an. Drägerwerk AG & Co. KGaA wurde 1889 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Lübeck, Deutschland. Die Familie Dräger führt das Unternehmen in fünfter Generation und hält die Mehrheit der Stammaktien.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Beschreibung der Peer Group (7/8)

PULSION Peer Group – Tier 2	
Unternehmen	Beschreibung
Eckert & Ziegler SE	<p>Eckert & Ziegler SE stellt weltweit Komponenten der Isotopentechnologie her und verkauft diese. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: Medizin und Isotopenprodukte.</p> <p>Im Medizin Segment bietet Eckert & Ziegler SE kleine Implantate zur Behandlung von Prostatakrebs an, sogenannte Seeds, sowie Augenapplikatoren auf Basis von Ruthenium-106 und Iod-125 zur Behandlung von uvealen Melanomen. Zudem umfasst das Angebot Gehirn-Seeds, HDR- und Brachytherapie, ophthalmologische Produkte, therapeutische und Strahlentherapie-Zubehör, Röntgentherapie, GA-68-Generatoren, Radiochromatographie, Hot Cells sowie Radiopharmazeutika, Laborausüstung, Radiosynthese-Geräte, Qualitätskontrollgeräte, Verbrauchsmaterialien, therapeutische Produkte und Anlagenbau sowie weitere Dienstleistungen.</p> <p>Im Isotopenprodukte Segment bietet das Unternehmen Standard- und Strahlungsquellen für medizinische und industrielle Sektoren an, darunter medizinische Bildgebung und Spektraldiagnostik, industrielle Analyse- und Instrumentenquellen, hochaktive CS-137 und CO-60 sowie Quellen für die Ölquellenprotokollierung. Es stellt Blutbestrahlungsgeräte und Dienstleistungen zur Entsorgung von Umweltquellen bereit und bietet Bulk-Isotope sowie kalibrierungsbezogene Quellen für Radioisotope an.</p> <p>Eckert & Ziegler SE bedient medizinische, wissenschaftliche und industrielle Anwendungen. Das Unternehmen war früher als Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG bekannt und änderte seinen Namen im März 2024 in Eckert & Ziegler SE. Es wurde 1992 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Berlin, Deutschland.</p>
Koninklijke Philips N.V.	<p>Koninklijke Philips N.V. ist ein Unternehmen für Gesundheitstechnologie, das in Nordamerika, China und international tätig ist. Es operiert in drei Segmenten: Diagnose & Behandlung, Vernetzte Pflege und Persönliche Gesundheit.</p> <p>Im Diagnose & Behandlung Segment bietet Koninklijke Philips N.V. diagnostische Bildgebungslösungen an, darunter Magnetresonanztomographie, Röntgensysteme und Computertomographie (CT) Systeme und Software, einschließlich detektorbasierten spektralen CT-Lösungen. Es stellt Ultraschall-Bildgebungslösungen bereit, die sich auf Diagnose, Behandlungsplanung und Führung für kardiologische, allgemeine Bildgebung, Geburtshilfe/Gynäkologie und Point-of-Care-Anwendungen konzentrieren. Zudem bietet es integrierte interventionelle Röntgensysteme und Softwarelösungen sowie interventionelle Bildgebungsgeräte und Software zur Unterstützung bei der Diagnose, Navigation, Behandlung und Bestätigung bei minimal-invasiven interventionellen Koronar-, peripheren Gefäß- und Herzrhythmusmanagementverfahren.</p> <p>Im Vernetzte Pflege Segment bietet das Unternehmen Lösungen für das Management akuter Patienten, Notfallversorgungslösungen, Patientenmanagement in der ambulanten und häuslichen Pflege, Schlaf- und Atemwegspflegelösungen sowie herstellerunabhängige Softwarelösungen an.</p> <p>Im Persönliche Gesundheit Segment stellt Philips elektrische Zahnbürsten, Bürstenköpfe, Produkte zur Interdentalreinigung und Zahnaufhellung bereit. Es bietet auch Produkte für die Säuglingsernährung, Babyüberwachungsgeräte und digitale Lösungen für die Eltern- und Frauengesundheit sowie Pflege- und Schönheitsprodukte und -lösungen an.</p> <p>Das Unternehmen war früher als Koninklijke Philips Electronics N.V. bekannt und änderte seinen Namen im Mai 2013 in Koninklijke Philips N.V. Es wurde 1891 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Amsterdam, Niederlande.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Beschreibung der Peer Group (8/8)

PULSION Peer Group – Tier 2	
Unternehmen	Beschreibung
Smith & Nephew plc	<p>Smith & Nephew plc entwickelt, produziert, vermarktet und verkauft medizinische Geräte und Dienstleistungen im Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten und international. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Orthopädie, Sportmedizin & HNO sowie Fortgeschrittenes Wundmanagement.</p> <p>Im Orthopädie Segment bietet Smith & Nephew Knieimplantate für Knieersatzverfahren, Hüftimplantate für Revisionsverfahren sowie Trauma- und Extremitätenprodukte an, die interne und externe Geräte zur Stabilisierung schwerer Frakturen und zur Korrektur von Deformitäten umfassen. Zudem stellt es weitere Rekonstruktionsprodukte bereit.</p> <p>Im Sportmedizin & HNO Segment bietet das Unternehmen Produkte zur Gelenkrepaur in der Sportmedizin an, darunter Instrumente, Technologien und Implantate für minimalinvasive Chirurgie sowie zur Behandlung von Weichteilverletzungen und degenerativen Erkrankungen der Schulter, des Knies, der Hüfte und kleiner Gelenke. Es stellt auch arthroskopische Technologien bereit, darunter Flüssigkeitsmanagementgeräte für den chirurgischen Zugang, Kameras, digitale Bildaufnahme, Endoskope, Lichtquellen und Monitore zur Unterstützung der Visualisierung innerhalb der Gelenke, sowie Radiofrequenz-, elektromechanische und mechanische Gewebereaktionsgeräte und Handinstrumente zur Entfernung von beschädigtem Gewebe. Zudem bietet es Lösungen für Ohr, Nase und Hals an.</p> <p>Im Fortgeschrittenes Wundmanagement Segment bietet Smith & Nephew fortschrittliche Wundpflegeprodukte zur Behandlung und Vorbeugung von akuten und chronischen Wunden, Bein-, diabetischen und Druckgeschwüren, Verbrennungen und postoperativen Wunden an. Es umfasst auch fortschrittliche Wundbioaktive, wie biologische und andere bioaktive Technologien für das Débridement und die dermale Reparatur/Regeneration sowie regenerative Medizinprodukte, einschließlich Haut-, Knochentransplantat- und Gelenkknorpelersatz. Zudem bietet es fortschrittliche Wundgeräte an, wie traditionelle und Einweg-Negativdruck-Wundtherapie und Hydrosysteme.</p> <p>Smith & Nephew plc bedient Gesundheitsdienstleister und wurde 1856 gegründet. Der Hauptsitz befindet sich in Watford, Vereinigtes Königreich.</p>
Zimmer Biomet Holdings, Inc.	<p>Zimmer Biomet Holdings, Inc. ist ein weltweit tätiges Medizintechnikunternehmen, das zusammen mit seinen Tochtergesellschaften orthopädische Rekonstruktionsprodukte entwirft, herstellt und vermarktet.</p> <p>Das Unternehmen bietet orthopädische Rekonstruktionsprodukte an, darunter Knie- und Hüftprodukte. Im Bereich der S.E.T. Produkte umfasst das Angebot Sportmedizin, Biologika, Fuß- und Knöchelprodukte, Extremitäten- und Traumaprodukte. Zudem stellt Zimmer Biomet kranio-maxillofaziale und thorakale Produkte bereit, die Produkte zur Gesichts- und Schädelrekonstruktion sowie Produkte umfassen, die die Knochen des Brustkorbs fixieren und stabilisieren, um die Heilung oder Rekonstruktion nach einer offenen Herzoperation, einem Trauma oder bei Brustdeformitäten zu erleichtern.</p> <p>Das Unternehmen bietet auch Technologie und Daten, Knochenzement und chirurgische Produkte an. Die Produkte und Lösungen von Zimmer Biomet werden zur Behandlung von Patienten eingesetzt, die an Erkrankungen oder Verletzungen der Knochen, Gelenke oder unterstützenden Weichteile leiden.</p> <p>Zimmer Biomet bedient orthopädische Chirurgen, Neurochirurgen, Krankenhäuser, Lagerdistributoren, Gesundheitsfachhändler und andere Spezialisten sowie Agenten, Gesundheitsbeschaffungsorganisationen oder Einkaufsgemeinschaften. Das Unternehmen war früher als Zimmer Holdings, Inc. bekannt und änderte seinen Namen im Juni 2015 in Zimmer Biomet Holdings, Inc. Es wurde 1927 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Warsaw, Indiana.</p>

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Anm.: Maschinelle Übersetzung.

Multiplikatoren der Peer Group

PULSION - EBITDA-Multiplikatoren			
Analysestichtage	Erwartung		
	30.06.2026	30.06.2027	30.06.2028
Tier 1 Peer Group			
Baxter International Inc.	8,6 x	8,1 x	6,3 x
Edwards Lifesciences Corporation	21,5 x	19,1 x	17,3 x
ICU Medical, Inc.	9,8 x	8,9 x	7,1 x
Masimo Corporation	15,3 x	15,2 x	13,7 x
Medtronic plc	12,7 x	11,9 x	11,1 x
Nihon Kohden Corporation	9,3 x	8,0 x	7,3 x
Minimum	8,6 x	8,0 x	6,3 x
25%-Quantil	9,4 x	8,3 x	7,1 x
Mittelwert	12,8 x	11,8 x	10,4 x
Median	11,2 x	10,4 x	9,2 x
75%-Quantil	14,6 x	14,3 x	13,0 x
Maximum	21,5 x	19,1 x	17,3 x

PULSION - EBIT-Multiplikatoren			
Analysestichtage	Erwartung		
	30.06.2026	30.06.2027	30.06.2028
Tier 1 Peer Group			
Baxter International Inc.	12,1 x	11,1 x	8,3 x
Edwards Lifesciences Corporation	23,7 x	20,9 x	18,4 x
ICU Medical, Inc.	13,2 x	11,8 x	9,2 x
Masimo Corporation	22,9 x	19,9 x	17,8 x
Medtronic plc	14,8 x	13,8 x	13,0 x
Nihon Kohden Corporation	11,4 x	9,6 x	8,7 x
Minimum	11,4 x	9,6 x	8,3 x
25%-Quantil	12,4 x	11,2 x	8,8 x
Mittelwert	16,3 x	14,5 x	12,6 x
Median	14,0 x	12,8 x	11,1 x
75%-Quantil	20,9 x	18,4 x	16,6 x
Maximum	23,7 x	20,9 x	18,4 x

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse.

Allgemeine Auftragsbedingungen

für
**Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und
Wirtschaftsprüfungsgesellschaften**
vom 1. Januar 2024

1. Leistungsbereich

(1)Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2)Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1)Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2)Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3)Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1)Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2)Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1)Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2)Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerke oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1)Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2)Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1)Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlägen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlägen, Unterlassen, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2)Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3)Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formale Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1)Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2)Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1)Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2)Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3)Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(4)Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

(5)Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1)Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2)Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3)Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichts-ausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1)Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2)Der Steuerberatungs-auftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3)Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5)Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6)Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerfalschen,
- die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1)Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagensatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2)Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagensatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbelegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbelegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.



© 2025 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.

Document Classification: KPMG Confidential

Anlage 3

**Beschluss des Landgerichts München vom 16. Mai 2025 (Az. 5 HK O 6348/25) zur Bestellung
der ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer
(Kopie)**

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 6348/25



In dem Rechtsstreit

Maquet Medical Systems AG, vertreten durch d. Vorstand, Kehler Straße 31, 76437 Rastatt
- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Friedrich Graf von Westphalen & Partner mbB**, Kaiser-Joseph-Straße 284,
79098 Freiburg, Gz.: 106119/2024

wegen Übertragungsprüfer

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richter
am Landgericht Kern am 16.05.2025 folgenden

Beschluss

1. Auf Antrag der

MAQUET Medical Systems AG

vertreten durch den Vorstand

Kehler Straße 31

76437 Rastatt

bestellt die stellvertretende Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I
gem. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 VO (EG) Nr.
2157/2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft die

ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

c/o Herrn WP Dipl. -Kfm. Wolfram Wagner

Breite Straße 29-31

40213 Düsseldorf

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer von der Antragstellerin als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung an die Aktionäre der

PULSION Medical Systems SE mit Sitz in Feldkirchen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563

2. Der Geschäftswert wird auf **€ 5.000,--** festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

Gründe:

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Abfindungsprüfer genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass dieser vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin aus den drei benannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

gez.

Kern
Vorsitzende Richterin am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
München, 16.05.2025

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Anlage 4

**Gewährleistungserklärung der Commerzbank AG gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. §
327b Abs. 3 AktG vom 27. August 2025 (Kopie)**

Commerzbank AG, Koppenstraße 93, 10243 Berlin

Garantiegeschäft

An die
MAQUET Medical Systems AG
Kehler Straße 31
76437 Rastatt

Leonard Thamm
Postanschrift:
Koppenstraße 93, 10243 Berlin
Telefon +49 69 935 343 309
Fax +49 69 795 361 971
guaranteebusinessberlin@commerzbank.com

Zur Übermittlung an
Verwaltungsrat und geschäftsführenden
Direktor der
Pulsion Medical Systems SE
Hans-Riedl-Str. 21
85622 Feldkirchen

Avalref. BAGAV70264109001

Gewährleistungserklärung nach § 327 b Abs. 3 AktG

27.08.2025

Sehr geehrte Damen und Herren,

die MAQUET Medical Systems AG mit Sitz in Rastatt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 719044, Kehler Straße 31, 76437 Rastatt, (im Folgenden auch „**Hauptaktionär**“) hat uns davon unterrichtet, dass

- sie per 31. August 2025 von den 8.250.000 Stückaktien der PULSION Medical Systems SE mit Sitz in Feldkirchen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563, Hans-Riedl-Str. 21, 85622 Feldkirchen (im Folgenden auch „**Gesellschaft**“), 7.889.909 Inhaber-Stückaktien, also rd. 95,64% des Grundkapitals und, rechnet man die von der Pulsion Medical Systems SE gehaltenen 5.086 eigenen Aktien von der Gesamtsumme von 8.250.000 Aktien nach § 16 Abs. 2 AktG heraus, 7.889.909 von 8.244.914, mithin also rd. 95,69 % der ausstehenden Aktien hält;
- ihr Anteil somit den in § 327a Abs. 1 AktG genannten Schwellenwert von 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft überschreitet und sie damit Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 S. 1 AktG ist;
- die auf Verlangen des Hauptaktionärs auf den 17. Oktober 2025 einzuberufende außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (**„Minderheitsaktionäre“**) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von Euro 20,57 je Aktie beschließen soll.

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Jens Weidmann
Vorstand: Bettina Orlopp (Vorsitzende),
Michael Kotzbauer, Sabine Mlnarsky, Thomas Schaufler,
Carsten Schmitt, Bernhard Spalt, Christiane Vorspel-Rüter

Commerzbank Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main
Handelsregister: Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB 32000
USt-IdNr.: DE 114 103 514

Garantiegeschäft

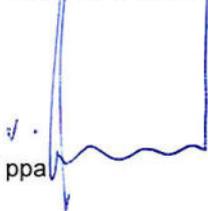
Dies vorausgeschickt, übernehmen wir, die Commerzbank Aktiengesellschaft mit Sitz in Frankfurt, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt unter HRB 32000, als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG, handelnd durch unsere Filiale Commerzbank Aktiengesellschaft, Avalcenter, Koppenstraße 93, 10243 Berlin, unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs, jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von Euro 20,57 je auf den Hauptaktionär übergegangene auf den Inhaber lautende Stückaktie der Gesellschaft zu zahlen.

Soweit für die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär den Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre verbriefen, erfolgt die Zahlung nur Zug um Zug gegen Aushändigung der jeweiligen Aktienurkunden bzw. gegen Übertragung der Rechte an einer Globalurkunde.

Diese Gewährleistungserklärung räumt im Wege eines echten Vertrags zugunsten Dritter (§ 328 BGB) jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen uns ein. Die Commerzbank AG kann aus der Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf die Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zum Hauptaktionär ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327 b Abs. 3 AktG unterliegt deutschem Recht.

Mit freundlichen Grüßen
Commerzbank AG


ppa.

Volker Seher


ppa.

Dirk Verlage

Anlage 5

Konzernstruktur der GETINGE Gruppe

- Corporate
- Group
- Global Sales
- Surgical Workflows
- Acute Care Therapies
- Life Science

As per July 1, 2025

100% ownership if no ratio is specified

