



Researchstudie (Update)

HAEMATO AG



**„Dynamische Umsatzentwicklung fortgesetzt;
Margenniveau leicht über Erwartungen“**

Kursziel: 6,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

HAEMATO AG*5

Kaufen

Kursziel: 6,00

aktueller Kurs: 4,10
28.8.2014 / ETR / 17:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705
WKN: 619070
Börsenkürzel: HAE
Aktienanzahl³: 20,779
Marketcap³: 85,19
EnterpriseValue³: 99,23
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 30,0 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
ICF Kursmakler AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

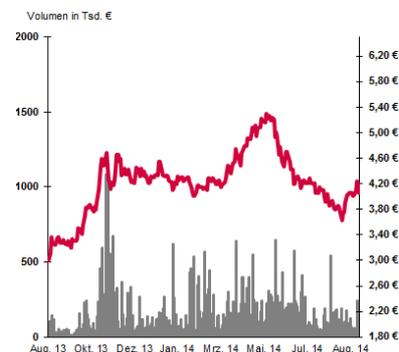
Branche: Pharma
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 146 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Christian Pahl



Nach der erfolgten Weiterentwicklung der HAEMATO AG (ehemals: Windsor AG) liegt der Fokus der Gesellschaft auf Generika, insbesondere im onkologischen Bereich, sowie auf europäischen Arzneimitteln. Die wichtigste 100%ige Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH ist seit dem Jahr 2005 in diesen Bereichen der Arzneimittelversorgung spezialisiert. Die ehemalige Windsor-Tochtergesellschaft Simgen GmbH, dessen Geschäftsstrategie ebenfalls den Generika- und Parallelimportbereich umfasste, wurde auf die HAEMATO PHARM GmbH verschmolzen. Komplettiert wird der derzeitige Konsolidierungskreis der HAEMATO AG durch die Tochtergesellschaften Sanate GmbH, Pharma Life Group Ltd. (Thailand), Sanago GmbH sowie Castell Pharma B.V. (Niederlande).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	25,04	173,57	225,64	248,20
EBITDA	9,97	11,75	11,83	13,10
EBIT	9,19	9,93	10,33	11,40
Jahresüberschuss	6,84	7,94	7,91	8,76

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,33	0,38	0,38	0,42
Dividende je Aktie	0,25	0,30	0,25	0,28

Kennzahlen				
EV/Umsatz	3,96	0,57	0,44	0,40
EV/EBITDA	9,95	8,45	8,39	7,58
EV/EBIT	10,80	9,99	9,61	8,70
KGV	12,46	10,73	10,77	9,73
KBV		1,46		

Finanztermine

25.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 5,60 / KAUFEN

30.4.2014: RS / 5,60 / KAUFEN

2.9.2013: RS / 5,60 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +80,5 % auf 114,13 Mio. € (VJ: 63,21 Mio. €) hat die HAEMATO AG im ersten Halbjahr 2014 eine beeindruckende Dynamik präsentiert. Ein Vergleich zum Vorjahr ist jedoch nur eingeschränkt möglich, da die wichtigste operative Tochtergesellschaft, die HAEMATO PHARM GmbH, nur für neun Monate (ab Q2 2013) in den Vorjahreswerten enthalten war. In unserem Pro-Forma-Vergleich (gemäß GBC-Berechnung) wird dennoch ein dynamischer Anstieg der Umsatzbasis um +9,6 % auf 114,13 Mio. € (VJ: 104,14 Mio. €) sichtbar. Dieser hat unsere Erwartungen erfüllt.
- Das operative Ergebnis des ersten Halbjahres 2014 lag mit 5,67 Mio. € in etwa auf dem Pro-Forma-Niveau des Vorjahres (Pro-Forma-EBIT: 5,68 Mio. €). Angesichts der Umsatzausweitung wird dabei wie erwartet ein Rückgang der EBIT-Marge auf 5,0 % (VJ: 5,5 %) ersichtlich. Gemäß Unternehmensangaben erklärt sich dies durch ein Umsatzwachstum im Generika- und Parallelimportbereich, welches teilweise zu schlechteren Konditionen realisiert worden ist. Zudem hat sich lt. Unternehmensangaben ein zunehmender Wettbewerb bei Parallelimporten ebenfalls auf die Rentabilität negativ ausgewirkt.
- Unsere Ergebnisprognosen des laufenden und des kommenden Geschäftsjahres berücksichtigen die verschärfte Wettbewerbssituation sowie die steigenden Einkaufspreise. Gemäß Unternehmensangaben hat die im ersten Halbjahr 2014 erfolgte Reduktion des Herstellerzwangsrabatts auf 7,0 % (zuvor: 16,0 %) noch keine positiven Auswirkungen nach sich gezogen. Dementsprechend gehen wir von einer weiterhin schwierigen Margensituation und rechnen somit mit einer EBIT-Marge von jeweils 4,6 % (GJ 2014 und GJ 2015).
- Dass die Gesellschaft dennoch steigende Ergebnisse vorweisen dürfte, ist der anhaltenden starken Wachstumsdynamik bei den Umsätzen zu verdanken. Auf Gesamtjahresbasis 2014 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +30,0 % auf 225,64 Mio. €. Angesichts der Halbjahresumsätze in Höhe von 114,13 Mio. €, welche unserer Ansicht nach auf das Gesamtjahr hochgerechnet werden können, ist dies eine plausible Annahme. Das für 2015 prognostizierte Umsatzwachstum in Höhe von +10,0 % auf 248,20 Mio. € lässt, angesichts der hohen Spezialisierung der HAEMATO AG in einem stark wachsenden und von Kosteneinsparungen geprägten Markt, noch Potenzial nach oben.
- Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 6,00 € (bisher: 5,60 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist durch den Prolongationseffekt bedingt, wodurch wir die Kurszielbasis auf das Geschäftsjahr 2015 (bisher: 2014) gemäß unserer Bewertungssystematik prolongiert haben. Vor dem Hintergrund des sich auf dem aktuellen Kursniveau ergebenden deutlichen Kurspotenzials, vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

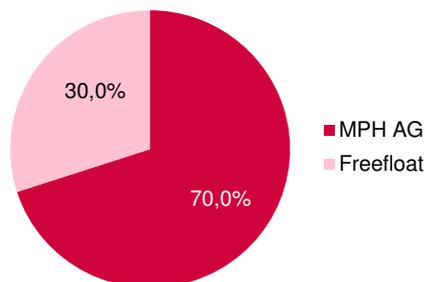
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2014.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014	7
Prognosen und Bewertung.....	8
Bewertung.....	9
Modellannahmen.....	9
Bestimmung der Kapitalkosten.....	9
Bewertungsergebnis.....	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

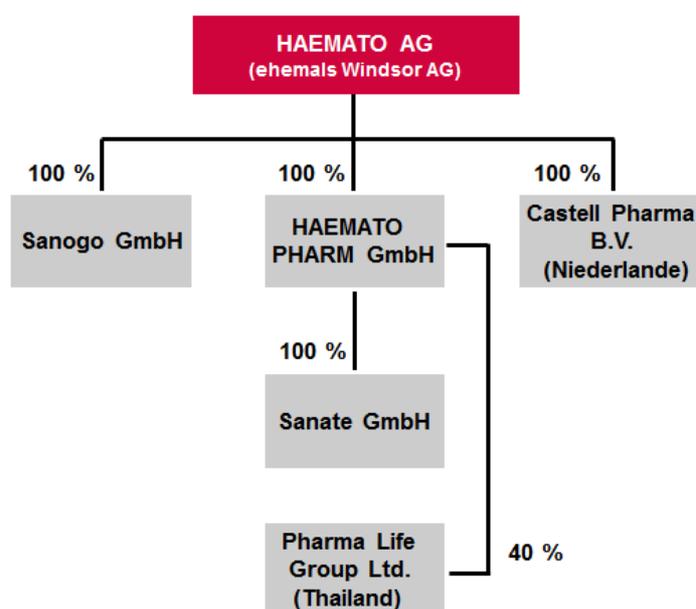
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH Mittelständische Pharmaholding AG	70,0
Freefloat	30,0

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; Stand: 25.08.2014



Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die HAEMATO-Gruppe deckt die Bereiche **Parallelimporte** und **Generika** ab, mit dem Schwerpunkt auf den Indikationsgebieten Onkologie, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma. Ein Großteil der Umsätze wird dabei im Bereich der Parallelimporte mit dem Import preisgünstiger Original- oder Markenpräparate, die ausschließlich aus den Mitgliedsländern der EU bezogen werden, erzielt. Hierbei werden die Preisunterschiede ausgenutzt, welche sich durch unterschiedliche Preisstrategien der Hersteller in verschiedenen Ländern ergeben. Darüber hinaus bietet die Gesellschaft Generika, als Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen, an. Dabei handelt es sich um eine wirkungsgleiche Nachahmung eines bereits unter einem Markennamen auf dem Markt befindlichen Medikaments. Generika sind aufgrund fehlender Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als die Originalpräparate.

Hauptkunden der Gesellschaft sind die auf die entsprechenden Therapiebereiche spezialisierten Apotheken. Außer der direkten Bestellung können Apotheker die Ware auch über den vollsortierten Großhandel abrufen, der ebenfalls von der HAEMATO PHARM GmbH beliefert wird. Von den derzeit 21.600 Apotheken in Deutschland werden rund 1.600 durch die HAEMATO AG beliefert.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2014

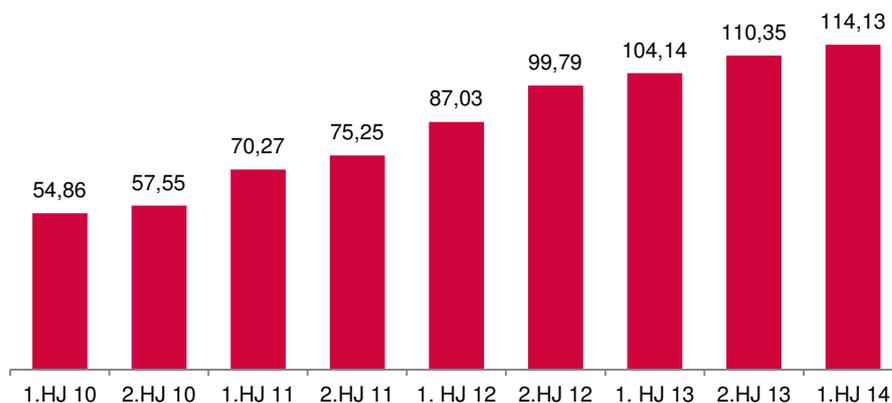
in Mio. €	1.HJ 2013	Δ zum VJ	1. HJ 2014
Umsatzerlöse	63,21	+80,5%	114,13
EBITDA	5,45	+22,6%	6,68
EBITDA-Marge in %	8,6%	-2,7Pp.	5,9%
EBIT	4,66	+21,7%	5,67
EBIT-Marge in %	7,4%	-2,4Pp.	5,0%
Periodenüberschuss	2,68	+81,7%	4,88
EPS in €	0,13	+81,7%	0,24

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2014 - starkes Umsatzwachstum erreicht

Gemäß der kürzlich erfolgten Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2014 verzeichnete die HAEMATO AG einen deutlichen Umsatzzuwachs in Höhe von +80,5 % auf 114,13 Mio. € (VJ: 63,21 Mio. €). Die Analyse der im Rahmen der Halbjahresberichtserstattung veröffentlichten Zahlen ist jedoch aufgrund der im Geschäftsjahr 2013 vorgenommenen Weiterentwicklung und damit verbundenen Veränderung des Konsolidierungskreises, nur eingeschränkt möglich. Da die wichtigste Tochtergesellschaft der HAEMATO AG, die HAEMATO Pharm GmbH, erst ab dem zweiten Quartal 2013 in die aktuelle Konzernstruktur integriert wurde, sind die Vorjahreswerte nicht direkt vergleichbar. Zuvor war die HAEMATO Pharm GmbH vollständig in die Muttergesellschaft MPH AG (MPH Mittelständische Pharma Holding AG) integriert. Um einen Pro-Forma-Vergleich zu den Vorjahresumsätzen zu bewerkstelligen, beziehen wir uns auf den von der MPH AG kommunizierten Umsatzzahlen. Dies ist insofern relativ aussagekräftig, als die HAEMATO Pharm AG für den Großteil der MPH-Umsätze verantwortlich ist:

Historische Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (Pro-Forma*)



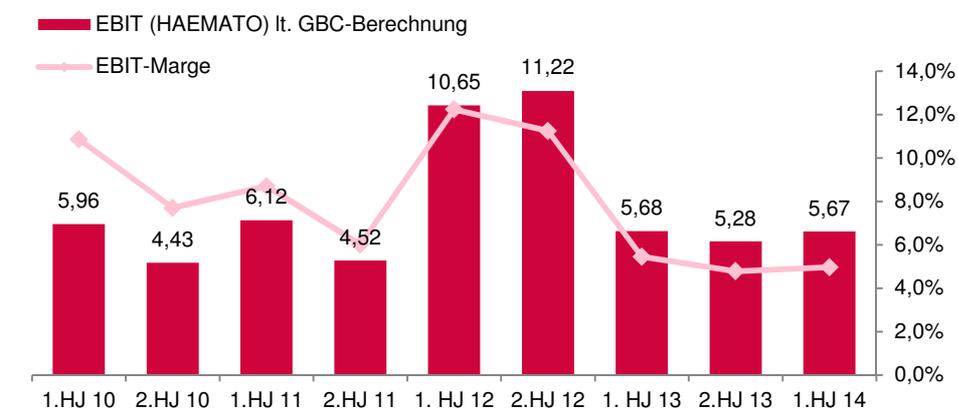
Quelle: HAEMATO AG; MPH AG; GBC AG; *Pro-Forma gemäß GBC-Berechnung

Auch anhand des Pro-Forma-Vergleichs wird die Fortsetzung des Umsatzwachstums ersichtlich. Dabei erhöhte sich die Umsatzbasis im ersten Halbjahr 2014 um +9,6 % auf 114,13 Mio. € (VJ: 104,14 Mio. €) und hat somit unsere Erwartungen erfüllt. Anhand des von der Gesellschaft kommunizierten Umsatzmix wird die hohe Bedeutung von Präparaten für den Onkologie-Bereich sichtbar. Rund 60 % der Umsatzerlöse werden in diesem Bereich erzielt. Sowohl im Bereich HIV als auch im Bereich Rheumatologie, Neurologie und Herz-Kreislaufkrankungen werden jeweils 20 % der Umsatzerlöse erwirtschaftet.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014 - solide Ergebnisentwicklung

Analog zur deutlichen Umsatzverbesserung verzeichnete die HAEMATO AG einen EBIT-Anstieg in Höhe von +21,7 % auf 5,67 Mio. € (VJ: 4,66 Mio. €). Getrübt wird die gute Ergebnisentwicklung durch einen weiteren leichten Margenrückgang. Ein Vergleich zum Vorjahr ist unter den bereits erwähnten Prämissen jedoch ebenfalls mit einer eingeschränkten Aussagekraft verbunden. Analog zur Umsatzentwicklung haben wir eine, auf den MPH-Zahlen basierende, Pro-Forma-Rechnung aufgestellt. Auch hier gilt der Zusammenhang, wonach die Ergebnisbestandteile der wichtigsten Tochtergesellschaft HAEMATO Pharm GmbH erst ab dem zweiten Quartal im HAEMATO-Konzern einbezogen waren:

Historische EBIT-Entwicklung auf Halbjahresbasis (Pro-Forma)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; *Pro-Forma gemäß GBC-Berechnung

Gemäß unserer Pro-Forma-Darstellung, wobei das Vorjahres-EBIT (1.HJ 2013) gleichzusetzen mit dem Halbjahresergebnis der MPH AG ist, erwirtschaftete die HAEMATO AG ein stabiles EBIT in Höhe von 5,67 Mio. € (VJ: 5,68 Mio. €). Angesichts des höheren Umsatzniveaus der abgelaufenen Berichtsperiode, bedeutet dies einen Rückgang der EBIT-Marge auf 5,0 % (VJ: 5,5 %). Tendenziell ist jedoch eine Verbesserung der operativen Rentabilität zu beobachten. Denn die EBIT-Marge des zweiten Halbjahres 2013 lag mit 4,8 % noch unterhalb des aktuellen Niveaus. Darüber hinaus war das operative Ergebnis des zweiten Halbjahres 2013 von Erträgen im Zusammenhang mit der Veräußerung von Tochtergesellschaften (2,64 Mio. €) sowie der Höherbewertung von Finanzinstrumenten (2,17 Mio. €) positiv geprägt. Außerordentliche Erträge sind in der Form im laufenden Geschäftsjahr 2014 unseres Erachtens nicht erfolgt.

Insgesamt hat sich die EBIT-Marge auf dem aktuell niedrigen Niveau eingependelt. Gemäß Unternehmensangaben erklärt sich dies durch ein Umsatzwachstum im Generika- und Parallelimportbereich, welches teilweise zu schlechteren Konditionen realisiert worden ist. Zudem hat sich nach Unternehmensangaben ein zunehmender Wettbewerb bei Parallelimporten ebenfalls auf die Rentabilität negativ ausgewirkt. Hiervon ausgehend haben wir für das laufende und kommende Geschäftsjahr eine EBIT-Marge von jeweils 4,6 % (siehe Researchstudie vom 30.04.14) prognostiziert. Der Wert zum Halbjahr 2014 in Höhe von 5,0 % lag zwar oberhalb unserer Prognosen, das Marktumfeld, insbesondere im Einkaufsbereich, ist jedoch weiterhin als schwierig zu bezeichnen.

Der in diesem Kontext überproportionale erfreuliche Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 4,88 Mio. € (VJ: 2,68 Mio. €) ist in erster Linie auf den Wegfall der Minderheitenanteile zurückzuführen. Diese hatten in der Vorjahresperiode den, den MPH-Aktionären zustehenden Gewinn, um 1,09 Mio. € reduziert. Die Veränderungen innerhalb des Konsolidierungskreises hatten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 Minderheitenanteile nach sich gezogen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014 - weiterhin solide EK-Quote

in Mio. €	30.06.2013	31.12.2013	30.06.2014
Eigenkapital (EK-Quote in %)	53,57 (57,7%)	58,24 (58,9%)	55,88 (56,3%)
Operatives Anlagevermögen	24,08	43,04	42,37
Working Capital	32,99	29,24	32,13
Net Debt	3,50	14,04	17,62
Cashflow (operativ)	-8,26	-3,82	4,57
Cashflow (Investition)	9,90	3,57	-0,58
Cashflow (Finanzierung)	0,71	2,07	-4,89

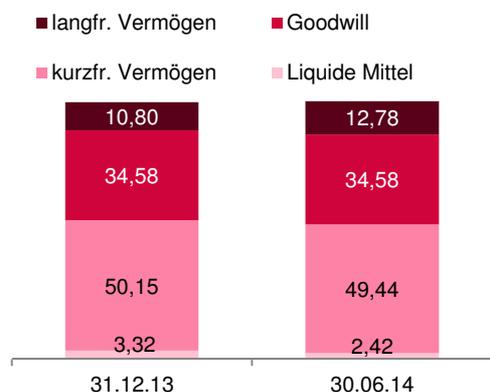
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Gegenüber dem 31.12.2013 gibt es bei der HAEMATO AG zum 30.06.2014 keine nennenswerten bilanziellen Veränderungen. Zwar wird, trotz des positiven Periodenergebnisses in Höhe von 4,88 Mio. €, ein Rückgang des Eigenkapitals von 58,24 Mio. € (31.12.13) auf 55,88 Mio. € (30.06.14) sichtbar, dieser ist jedoch ausschließlich auf die erfolgte Dividendenauszahlung in Höhe von 6,23 Mio. € zurückzuführen. Weiterhin weist die Gesellschaft eine überdurchschnittlich hohe EK-Quote in Höhe von 56,3 % (31.12.13: 58,9 %) auf. Sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Verbindlichkeiten haben sich solide entwickelt, wobei der Anteil der zinstragenden Verbindlichkeiten leicht auf 32,13 Mio. € (31.12.13: 30,98 Mio. €) angestiegen ist.

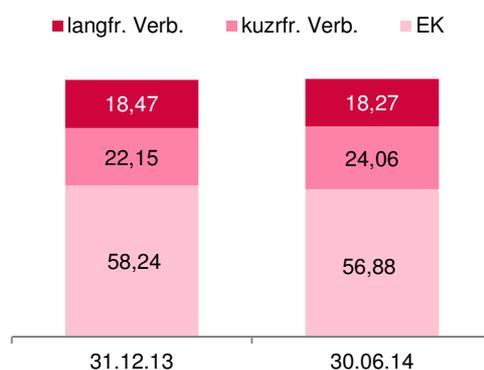
Die Aktivseite der HAEMATO-Bilanz wird einerseits von den Vorräten in Höhe von 34,50 Mio. € (31.12.13: 30,79 Mio. €) sowie andererseits von den Firmenwerten in Höhe von 34,58 Mio. € (31.12.13: 34,58 Mio. €) dominiert. Die Vorräte repräsentieren den bereits erworbenen Arzneimittelbestand, um eine entsprechende Nachfrage schnell bedienen zu können. Die Firmenwerte stehen im Zusammenhang mit dem im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Erwerb und der damit verbundenen Übertragung des Nettovermögens der operativ wichtigsten Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH durch die MPH AG.

Erwähnenswert ist die beim Berliner Immobilienunternehmen CR Capital Real Estate AG erfolgte Sachkapitalerhöhung in Höhe von 3,78 Mio. €, welche im zweiten Quartal 2014 vollständig von der HAEMATO AG gezeichnet wurde. Als Sacheinlage wurde eine alte Forderung aus dem Verkauf eines Immobilienportfoliounternehmens an die CR Capital Real Estate AG eingebracht. Insgesamt hat dies zu einem liquiditätsneutralen Aktivtausch geführt, wobei sich der Forderungsbestand dementsprechend reduziert hat und die Finanzanlagen (Beteiligung an der CR Capital Real Estate AG mit einer Beteiligungsquote in Höhe von 20,1%) in gleicher Höhe angestiegen sind.

Aktiva (in Mio. €)



Passiva (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	173,57	225,64	248,20
EBITDA (EBITDA-Marge)	11,75 (6,8%)	11,83 (5,2%)	13,10 (5,3%)
EBIT (EBIT-Marge)	9,93 (5,7%)	10,33 (4,6%)	11,40 (4,6%)
Jahresüberschuss	7,94	7,91	8,76

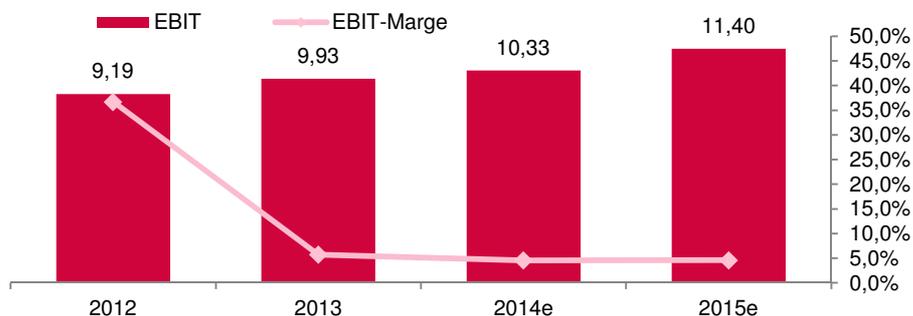
Quelle: GBC AG

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 114,13 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 5,67 Mio. € hat die HAEMATO AG in den ersten sechs Monaten 2014 eine gute Grundlage für das Gesamtjahr 2014 gelegt. Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen hat die Gesellschaft eine Umsatz-Guidance (Umsatz > 200 Mio. €) ausgegeben, welche wir als sehr realistisch einstufen.

Auf Umsatzebene ist unserer Ansicht nach eine Hochrechnung der Halbjahresumsätze auf das Gesamtjahr eine plausible Herangehensweise. Daran orientieren sich auch unsere, gegenüber der letzten Researchstudie (siehe Researchstudie vom 30.04.14) unveränderten Umsatzprognosen, wonach wir für das Geschäftsjahr 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 225,64 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahr ein Umsatzwachstum in Höhe von +30,0 % erwarten. Für das kommende Geschäftsjahr 2015 rechnen wir unverändert mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +10,0 % auf 248,20 Mio. €. Angesichts der hohen Spezialisierung der HAEMATO AG in einer stark wachsenden und von Kosteneinspargedanken geprägten Branche, ist diese Annahme als konservativ zu verstehen und unserer Ansicht nach gut erreichbar.

Für unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen wir eine verschärfte Wettbewerbssituation im Bereich der Parallelimporte sowie eine von steigenden Preisen geprägte Einkaufsseite, wodurch das operative Ergebnis der letzten Berichtsperioden belastet war. Gemäß Unternehmensangaben hat, vor diesem Hintergrund, die Reduktion des Herstellerzwangsrabattes auf 7,0 % (zuvor: 16,0 %) noch keine positiven Auswirkungen nach sich gezogen. Dementsprechend ist von einem weiterhin reduzierten Margenniveau auszugehen, was wir in unseren Prognosen mit einer erwarteten EBIT-Marge von jeweils 4,6 % (GJ 2014e und GJ 2015e) berücksichtigen.

Erwartetes EBIT (in Mio. €) und erwartete EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Langfristig dürfte ein Anstieg der Rentabilität möglich sein. Die geplante Ausweitung des margenstarken Generika-Bereiches („Ästhetische Medizin“; „Privatzahler“) sowie eine angestrebte Internationalisierung sind hierbei wichtige Faktoren einer künftigen überproportionalen Ergebnisentwicklung und einer Rückkehr zu einem EBIT-Margenniveau in einer Größenordnung von 5,8 % - 6,0 %.

Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 6,45 % angenommen, was mit einer EBIT-Marge in Höhe von 5,9 % korrespondiert. Die Steuerquote haben wir mit 29,8 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HAEMATO AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,5429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 10,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,92 % (bisher: 9,92 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,92 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als **Kursziel 6,00 €** (bisher: 5,60 €). Die leichte Kurszielanhebung ist, bei sonst unveränderten Prognosen, auf den Prolongationseffekt zurückzuführen. Die aktuelle Kurszielbasis ist gemäß unserer Bewertungssystematik nun das Geschäftsjahresende 2015 (bisher: 2014).

DCF-Modell

HAEMATO AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	6,5%	ewige EBITA - Marge	5,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	12,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency					final Endwert	
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e		GJ 21e
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	225,64	248,20	260,61	273,64	287,32	301,69	316,77	332,61	
US Veränderung	30,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,37	6,05	6,68	6,68	6,68	6,68	6,68	6,68	
EBITDA	11,83	13,10	16,82	17,66	18,54	19,47	20,44	21,47	
EBITDA-Marge	5,2%	5,3%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
EBITA	10,33	11,40	15,12	16,04	16,84	17,69	18,57	19,50	
EBITA-Marge	4,6%	4,6%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,55	-1,71	-4,51	-4,78	-5,02	-5,27	-5,53	-5,81	
	15,0%	15,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	8,78	9,69	10,61	11,26	11,82	12,42	13,04	13,69	
Kapitalrendite	12,1%	12,9%	14,2%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	15,7%
Working Capital (WC)	33,00	33,80	31,51	33,08	34,74	36,47	38,30	40,21	
WC zu Umsatz	14,6%	13,6%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	
Investitionen in WC	-3,76	-0,80	2,29	-1,58	-1,65	-1,74	-1,82	-1,91	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	41,00	39,00	40,95	43,00	45,15	47,40	49,77	
AFA auf OAV	-1,50	-1,70	-1,70	-1,62	-1,70	-1,78	-1,87	-1,97	
AFA zu OAV	3,6%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,70	0,30	-3,57	-3,75	-3,93	-4,13	-4,34	
Investiertes Kapital	75,00	74,80	70,51	74,03	77,73	81,62	85,70	89,99	
EBITDA	11,83	13,10	16,82	17,66	18,54	19,47	20,44	21,47	
Steuern auf EBITA	-1,55	-1,71	-4,51	-4,78	-5,02	-5,27	-5,53	-5,81	
Investitionen gesamt	-4,22	-1,50	2,59	-5,14	-5,40	-5,67	-5,95	-6,25	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,70	0,30	-3,57	-3,75	-3,93	-4,13	-4,34	
Investitionen in WC	-3,76	-0,80	2,29	-1,58	-1,65	-1,74	-1,82	-1,91	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,06	9,89	14,91	7,74	8,12	8,53	8,96	9,40	164,88

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	132,98	136,28
Barwert expliziter FCFs	47,96	42,83
Barwert des Continuing Value	85,02	93,45
Nettoschulden (Net debt)	15,24	11,65
Wert des Eigenkapitals	117,73	124,64
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	117,73	124,64
Ausstehende Aktien in Mio.	20,78	20,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,67	6,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,9%

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,6%	9,9%	10,2%	10,5%
14,7%	6,19	5,90	5,64	5,41	5,19
15,2%	6,39	6,09	5,82	5,57	5,35
15,7%	6,59	6,28	6,00	5,74	5,51
16,2%	6,79	6,47	6,18	5,91	5,66
16,7%	6,99	6,66	6,35	6,08	5,82

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de