



Researchstudie (Anno)

HAEMATO AG



„Umsatz 2014 durch verschärfte Arzneimittelvorschriften im 2.HJ belastet; Verbesserung der Rohmarge und hoher operativer Cashflow erzielt;

Positive Aussichten für Wachstum in 2015“

Kursziel: 6,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

HAEMATO AG*⁵

Kaufen

Kursziel: 6,50

aktueller Kurs: 5,34
15.4.2015 / ETR / 17:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705
WKN: 619070
Börsenkürzel: HAE
Aktienanzahl³: 20,779
Marketcap³: 110,96
EnterpriseValue³: 128,27
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 20

Unternehmensprofil

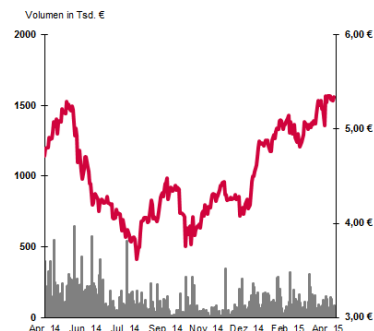
Branche: Pharma
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 146 Stand: 31.12.2014

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 HAEMATO MED GmbH, HAEMATO Asia Co. Ltd. (Thailand), Sanate GmbH sowie Castell Pharma B.V. (Niederlande).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	202,67	222,94	245,24	269,76
EBITDA	10,29	12,55	13,76	15,07
EBIT	8,23	10,51	11,96	13,37
Jahresüberschuss	6,98	7,88	9,03	10,21

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,34	0,38	0,43	0,49
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,35	0,35

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,63	0,58	0,52	0,48
EV/EBITDA	12,47	10,22	9,32	8,51
EV/EBIT	15,58	12,20	10,72	9,59
KGV	15,90	14,08	12,29	10,87
KBV	1,88			

Finanztermine

26.05.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
09.06.2015: Hauptversammlung
28.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
27.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
29.8.2014: RS / 6,00 / KAUFEN
29.7.2014: RG / 5,60 / KAUFEN
30.4.2014: 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 202,67 Mio. € (VJ: 173,57 Mio. €) konnte die auf den Bereichen „Parallelimporte“ und „Generika“ spezialisierte HAEMATO AG ein deutliches Umsatzwachstum generieren. Ein Vergleich zu den Vorjahreszahlen ist jedoch nur eingeschränkt möglich, da die Vorjahreswerte erst ab dem zweiten Quartal 2013 den Handel mit Arzneimitteln repräsentieren. Bis März 2013 lag der Fokus der Gesellschaft noch auf dem Immobilienbereich sowie erst in geringem Umfang auf dem Pharmasegment. Mit Einbringung der operativen Tochtergesellschaft HAMEATO Pharm GmbH in die damalige Windsor AG, bei einer gleichzeitigen Umfirmierung in die HAEMATO AG, ist eine Neuorientierung des Geschäftsmodells ab dem zweiten Quartal 2013 umgesetzt worden.
- In der Pro-Forma-Betrachtung, wobei die HAEMATO-Umsätze des Gesamtjahres 2013 mit einbezogen werden, wird eine rückläufige Umsatzentwicklung in Höhe von etwa 8,0 % ersichtlich. Diese ist laut Unternehmensaussage in erster Linie mit einer temporären Verschärfung der Arzneimittelvorschriften zu erklären, was zu einer Verlangsamung der Umschlagshäufigkeit bei wichtigen Produkten im Bereich der Parallelimporte geführt hat. Das zuständige Institut hat der HAEMATO AG jedoch die Möglichkeit einer Erleichterung der Arzneimittelvorschriften angeboten. Damit wäre eine schnelle Rückkehr zum Umsatzwachstum möglich.
- Sowohl in der Pro-Forma-Betrachtung als auch gemäß dem 2014er Geschäftsbericht hat sich das EBIT auf 8,23 Mio. € (VJ gem. GB: 9,93 Mio. €; VJ gem. Pro-Forma: 12,50 Mio. €) rückläufig entwickelt. Neben fehlenden Sondererträgen, die den Vorjahreswert stark positiv beeinflusst hatten, zeichnet die rückläufige Erlösentwicklung dafür verantwortlich. Die negativen Effekte im Zusammenhang mit den verschärften Arzneimittelvorschriften hatten die positiven Effekte aus der Reduktion des Herstellerzwangsrabattes übertroffen.
- Für 2015 sowie für die kommenden Geschäftsjahre gehen wir vom Wegfall der verschärften Arzneimittelvorschriften und folglich von einer Rückkehr zum Umsatzwachstum aus. Weiterhin dürfte die HAEMATO AG vom wachsenden Marktumfeld, mit einer Fortsetzung der Einsparbemühungen im Bereich der Arzneimittelversorgung, profitieren. Zudem werden die Kapazitäten mit der Inbetriebnahme einer neuen Umverpackungs-Halle für den Bereich Parallelimporte weiter ausgebaut. Bei einem prognostizierten Umsatzwachstum in Höhe von jeweils 10 % für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit Umsätzen in Höhe von 222,94 Mio. € (2015e), 245,24 Mio. € (2016e) sowie 269,76 Mio. € (2017e).
- Analog zum Umsatzwachstum dürfte die HAEMATO AG Skaleneffekte realisieren und somit einen überproportionalen EBIT-Anstieg erreichen. Im Zuge einer sukzessiven Margenverbesserung rechnen wir mit einem EBIT, als Basis für unser DCF-Bewertungsmodell, in Höhe von 10,51 Mio. € (2015e), 11,96 Mio. € (2016e), respektive 13,37 Mio. € (2017e).
- Darauf aufbauend haben wir im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Bewertungsmodells einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 6,50 € ermittelt. Damit heben wir das bisherige Kursziel von 6,00 € an. Ein wesentlicher Faktor dafür ist die systematische Reduktion des risikolosen Zinssatzes auf 1,00 % (bisher: 2,00 %) als Grundlage für den Diskontierungssatz. Im Zuge einer ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik dürfte die HAEMATO AG unverändert hohe Dividendenausschüttungen vornehmen. Die vorgeschlagene Dividende für 2014 in Höhe von 0,30 € je Aktie entspricht einer hohen Dividendenrendite von 5,6 %. Aufgrund des hohen Kurspotenzials vergeben wir erneut das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

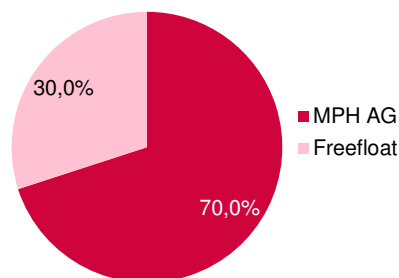
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur zum 31.12.2013	4
Geschäftssegmente/verkürzter Konsolidierungskreis	4
Geschäftssegment Parallelimporte.....	4
Geschäftssegment Generika.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2014	9
Umsatzentwicklung 2014	9
Ergebnisentwicklung 2014	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Cashflowentwicklung 2014	13
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

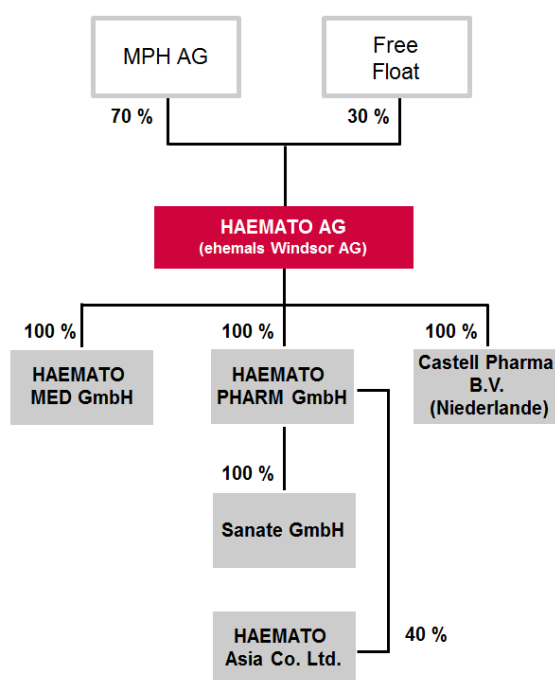
Aktionärsstruktur zum 31.12.2013

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

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



Geschäftssegmente/verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Als Tochtergesellschaft der MPH Mittelständische Pharmaholding AG (MPH AG) deckt die HAEMATO AG den Pharmabereich mit den Segmenten „Parallelimporte“ und „Generika“ des MPH-Konzerns ab. Die Gesellschaft ist somit ein Bestandteil eines vornehmlich auf die Bereiche „Pharma“ und „Healthcare“ ausgerichteten, börsennotierten Konzerns.

Geschäftssegment Parallelimporte

Neben dem Bereich Generika ist das Geschäftssegment der Parallelimporte für die HAEMATO AG von hoher Bedeutung. Hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei der Import preisgünstiger Original- oder Markenpräparate, die ausschließlich aus Mitgliedsländern der EU bezogen werden. Hierbei werden die Preisunterschiede genutzt, welche sich durch die unterschiedlichen Preisstrategien der Hersteller in verschiedenen Ländern ergeben. Insgesamt zeichnen die Parallelimporte für 90 % der in Europa importierten Markenarzneimittel verantwortlich. Die importierten Arzneimittel müssen für den deutschen Markt aufbereitet („umverpackt“) werden.

Um sowohl den Bereich der Parallelimporte als auch den Generikabereich abdecken zu können, besitzt die HAEMATO PHARM GmbH seit 2006 die Herstellerlaubnis nach § 13

AMG und unterliegt damit der deutschen Arzneimittelgesetzgebung sowie den Arzneimittelgesetzen der Europäischen Union. Wichtige Kriterien hierfür sind die Herstellung unter kontrollierten Reinraumbedingungen sowie die lückenlose Rückverfolgbarkeit der Produkte durch eine ordnungsgemäße Dokumentation.

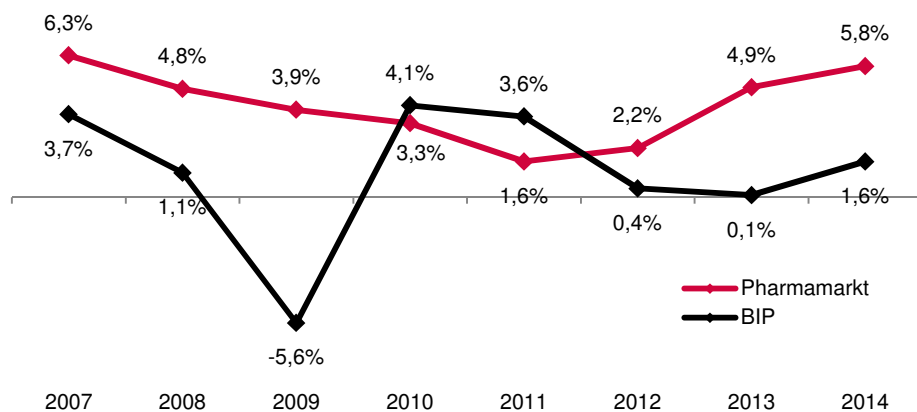
Geschäftssegment Generika

Generika sind Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen und damit eine wirkungsgleiche Nachahmung eines bereits unter einem Markennamen auf dem Markt befindlichen Medikaments darstellen. Nach Auslauf des Patentschutzes, welcher in der Regel einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren umfasst, dürfen Generika produziert und vertrieben werden. Der Vorteil von Generika liegt im Kostenfaktor, da diese aufgrund fehlender Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als das Originalpräparat sind.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die HAEMATO AG positioniert sich mit den Segmenten Parallelimporte und Generika in einem wachstumsstarken Bereich des Arzneimittelmarktes, welcher seinerseits von stabilen Wachstumsraten in Deutschland geprägt ist. Die demografischen Trends, mit einer Zunahme der für die Pharmabranche relevanten Altersgruppen, sind der wesentliche übergeordnete Treiber des zunehmenden Arzneimittelverbrauches in Deutschland. Darüber hinausgehend sorgt der medizinische Fortschritt für einen stetigen Zuwachs an Arzneimitteln und folglich einer zunehmenden Nachfrageabdeckung. Vor diesem Hintergrund stiegen die Umsätze der Pharmabranche in einem 9jährigen Zeitraum (2006-2014) um durchschnittlich 4,1 % pro Jahr von insgesamt 25,3 Mrd. € (2006) auf 36,2 Mrd. € (2014) deutlich an. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland weist im gleichen Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum in Höhe von 1,1 % auf.

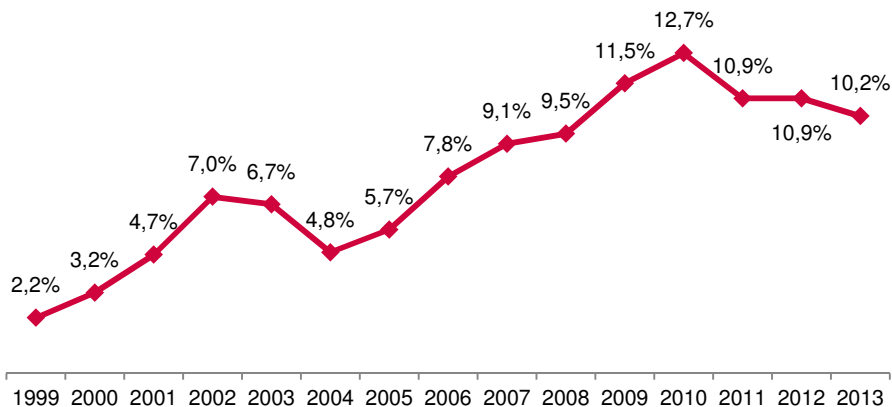
Wachstum Pharmamarkt vs. BIP-Wachstum



Quelle: IMS Health; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Erwähnenswert ist hier die im Jahr 2014 erfolgte Reduktion des Herstellerzwangsrabattes von 16 % auf 7 % (seit April 2014), was einen positiven Einfluss auf das Gesamtbranchen-Wachstum hatte. Die Teilbereiche der Pharmabranche bzw. des Apothekenmarktes weisen jedoch eine heterogene Entwicklung auf. Als Spezialist für Parallelimporte ist die HAMEATO AG beispielsweise in sehr dynamischen Teilmärkten tätig. Seit dem Jahr 1999 hat sich der Anteil der Parallelimporte am Apothekenmarkt von 2,2 % auf 10,2 % (2013) vervielfacht.

Anteil der Parallelimporte am Apothekenmarkt

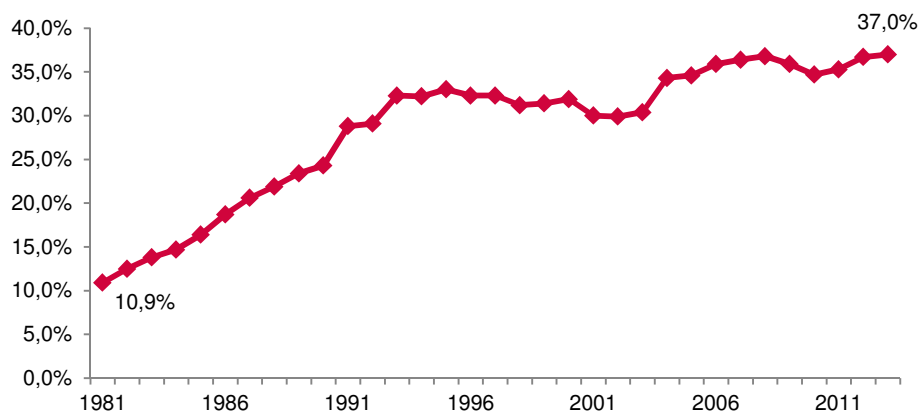


Quelle: IMS Health; GBC AG

In den Jahren 2011-2013 stagnierte der Anteil der Parallelimporte am Gesamtmarkt insbesondere aufgrund des auf 16 % angehobenen Herstellerzwangsrabatts. Der seit April 2014 wieder gesenkte Herstellerzwangsrabatt auf 7 % dürfte zu einem weiteren Anstieg der importierten Arzneimittel, insbesondere im Bereich der Onkologie und ZNS-Präparate, geführt haben (Quelle: IMS Health). Der wesentliche Grund dafür sind die immer noch bestehenden Preisunterschiede zu den Arzneimittelmärkten mit geringerer Kaufkraft.

Auch der Bereich Generika, das zweite Segment der HAEMATO AG, weist ein im Vergleich zum Gesamtmarktumfeld dynamisches Wachstum auf. Ähnlich wie bei den Parallelimporten spielt der Kostenaspekt von Generika, insbesondere vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen der GKV, eine wichtige Rolle. Gemäß einer Auswertung der Gesundheitsberichterstattung des Bundes liegt das Einsparpotenzial ausgewählter Arzneimittel unter entsprechender Verwendung von Generika bei rund 25 % (Preise aus dem Jahr 2013). Folglich ist die Nachfrage nach den patentfreien Arzneimitteln in den letzten Jahren überproportional stark angestiegen. Während der Umsatzanteil von Generikapräparaten im Jahr 1990 noch 24,3 % ausmachte, erhöhte sich dieser im Jahr 2013 auf 37,0 %. Damit partizipieren Generika überdurchschnittlich stark an der umseitig skizzierten Gesamtmarktentwicklung:

Umsatzanteil der verordneten Generikapräparate am Gesamtmarkt



Quelle: Gesundheitsberichterstattung des Bundes; GBC AG

Die HAEMATO AG bedient mit dem Produktportfolio „Parallelimporte“ und „Generika“ die sehr dynamischen Teilmärkte der ohnehin wachstumsstarken Pharmabranche. Auch die künftige Entwicklung wird insbesondere von der demografischen Struktur profitieren, mit einem zunehmend höheren arzneimittelverbrauchenden Bevölkerungsanteil. Daraus folgernd ist von einer Forcierung der Einsparbemühungen seitens der gesetzlichen Krankenkassen auszugehen, was eine erhöhte Nachfrage nach kostengünstigen Arzneimitteln bedeutet. Eine weiterhin überproportionale Entwicklung von Parallel- und Reimporten sowie von Generika dürfte die Folge sein.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	173,57	202,67	222,94	245,24	269,76
Bestandsveränderungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	8,40	4,50	0,40	0,15	0,10
Materialaufwand	-161,85	-186,38	-200,65	-220,71	-242,78
Rohertrag	20,12	20,80	22,69	24,67	27,08
Personalaufwand	-3,54	-4,50	-4,57	-5,03	-5,53
Abschreibungen	-1,81	-2,06	-2,04	-1,80	-1,70
sonstiger betrieblicher Aufwand	-4,84	-6,01	-5,57	-5,89	-6,47
EBIT	9,93	8,23	10,51	11,96	13,37
Zinserträge	0,44	0,18	0,20	0,17	0,14
Zinsaufwendungen	-1,37	-1,55	-1,45	-1,50	-1,50
EBT	9,01	6,87	9,27	10,63	12,01
Steuern	-0,61	0,11	-1,39	-1,59	-1,80
sonstige Steuern	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
JÜ vor Minderheiten	8,38	6,98	7,88	9,03	10,21
Minderheitenanteile	-0,44	0,00	0,00	0,00	0,00
JÜ nach Minderheiten	7,94	6,98	7,88	9,03	10,21
EBITDA	11,75	10,29	12,55	13,76	15,07
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,6%</i>
EBIT	9,93	8,23	10,51	11,96	13,37
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,0%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,38	0,34	0,38	0,43	0,49
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,35	0,35
Aktienzahl in Mio. Stück	20,78	20,78	20,78	20,78	20,78

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	25,04	173,57	202,67
EBITDA	9,97	11,75	10,29
EBITDA-Marge	39,8%	6,8%	5,1%
EBIT	9,19	9,93	8,23
EBIT-Marge	36,7%	5,7%	4,1%
Jahresüberschuss	6,84	7,94	6,98
EPS in €	0,49	0,38	0,34

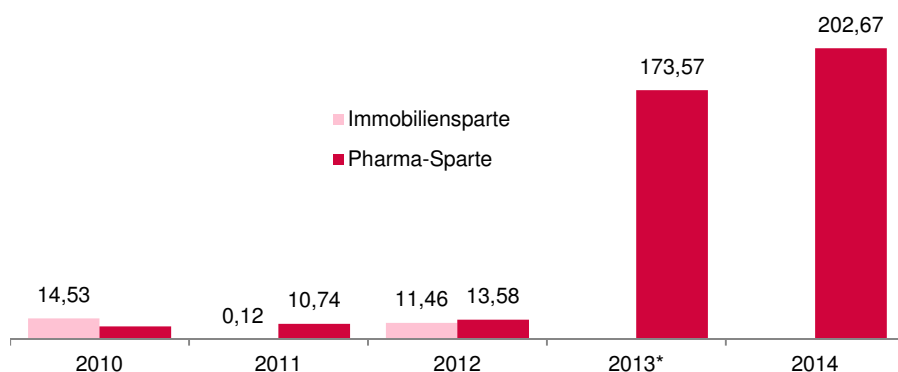
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Die Analyse der historischen operativen Geschäftsentwicklung der HAEMATO AG ist, aufgrund der im Geschäftsjahr 2013 vorgenommenen Neustrukturierung des Konzernkreises, mit Einschränkungen behaftet. Bis zum ersten Quartal 2013 lag dabei der operative Fokus der HAEMATO AG (Firmierung zu diesem Zeitpunkt: Windsor AG) hauptsächlich auf dem Immobilienbereich sowie erst in geringem Umfang auf dem Pharmasegment. Mit der Einbringung der HAEMATO Pharm GmbH in die ehemalige Windsor AG (umbenannt in HAEMATO AG) liegt nun der Fokus der Gesellschaft hauptsächlich auf dem Volumengeschäft Parallelimporte sowie auf dem Bereich Generika. Seit dem zweiten Quartal 2013 weist die Gesellschaft damit eine vollständig veränderte Umsatz- und Kostenstruktur auf.

Dies erklärt auch die deutlich erhöhte Umsatzbasis, welche im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 erstmalig eine ganzjährige Auswirkung hatte. Gegenüber dem Vorjahr verbesserten sich die Umsatzerlöse, die vornehmlich auf den Vertrieb von Parallelimporten zurückzuführen sind, auf 202,67 Mio. € (VJ: 173,57 Mio. €).

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; *Umsätze mit Generika- und Parallelimporte ab dem Q2/13

Zur besseren Vergleichbarkeit der Umsatzentwicklung muss ein ganzjähriger Einbezug der 2013er Umsätze der Tochtergesellschaft HAEMATO Pharm GmbH vorgenommen werden. Im Gesamtjahr 2013 wurden, gemäß unseren Erkenntnissen, mit dem Vertrieb von Parallelimporten und Generika Pro-Forma Umsätze in Höhe von über 220,0 Mio. € erzielt. Demnach verzeichnete die HAEMATO AG eine etwas rückläufige Umsatzentwicklung in Höhe von etwa 8,0 % auf 202,67 Mio. €.

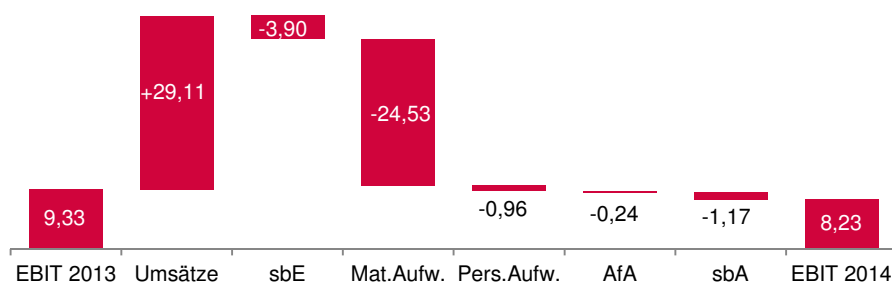
Zwei gegenläufige Faktoren, die eine erhebliche Auswirkung auf die HAEMATO-Umsätze hatten, sind zu nennen. Einerseits wurde der Herstellerzwangsrabatt seit April

2014 auf nunmehr 7,0 % festgelegt (zuvor: 16 %), was einen positiven Erlöseffekt für Parallelimporteure hat. Dem standen jedoch negative Effekte aus einer Verschärfung von Importvorschriften entgegen, wodurch insbesondere die Umschlagshäufigkeit bei wichtigen Produkten im zweiten Halbjahr 2014 verlangsamt wurde. Das für die Importvorschriften zuständige Institut hat der HAEMATO AG die Möglichkeit zu einer Erleichterung der Importvorschriften ab Mai 2015 in Aussicht gestellt. Eine Rückkehr zur dynamischen Umsatzentwicklung wäre folglich kurzfristig möglich.

Ergebnisentwicklung 2014

Das EBIT „as reported“ reduzierte sich, entgegen dem Umsatzanstieg, auf 8,23 Mio. € (VJ: 9,93 Mio. €). Die Ergebnissituation des Vorjahres 2013 war dabei wesentlich von Sondererträgen im Zusammenhang mit Veräußerungsgewinnen von Tochtergesellschaften aus dem Pharmasegment der ehemaligen Windsor AG in Höhe von 2,64 Mio. € positiv geprägt. Zusammen mit darüber hinausgehenden Erträgen aus der Höherbewertung von Finanzinstrumenten beliefen sich die sonstigen betrieblichen Erträge des Geschäftsjahres 2013 auf 8,40 Mio. €. In 2014 weist die HAEMATO AG sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 4,50 Mio. € aus (Gewinn aus Veräußerung einer Tochtergesellschaft; Höherbewertung von Finanzinstrumenten), was deutlich niedriger als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum ist. Folgende Faktoren sind insgesamt für den EBIT-Rückgang verantwortlich:

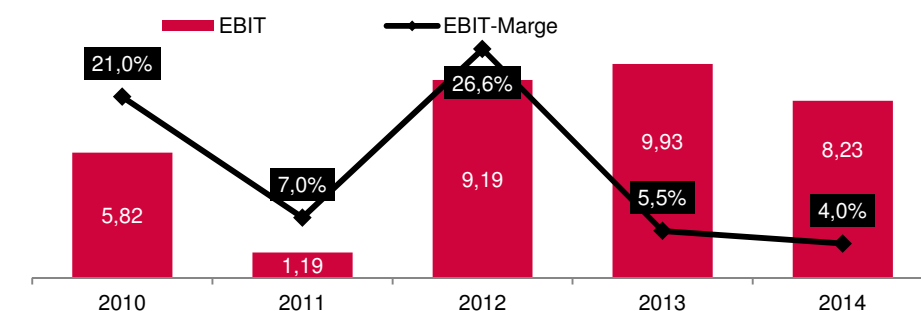
EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Neben der rückläufigen Entwicklung der sonstigen betrieblichen Erträge sind die Materialaufwendungen im Zuge der ausgeweiteten Umsatzbasis unterproportional um 24,53 Mio. € auf 186,38 Mio. € (VJ: 161,85 Mio. €) angestiegen. Auf Ebene dieses größten Kostenblockes reduzierte sich folglich die Aufwandsquote auf 92,0 % (VJ: 93,3 %). Aufgrund der Belastungen aus den verschärften Arzneimittelvorschriften für den Bereich Parallelimporte, hat sich hier eine leichte Verschiebung hin zum margenstärkeren Generikabereich ergeben.

EBIT-Entwicklung (in Mio. €)

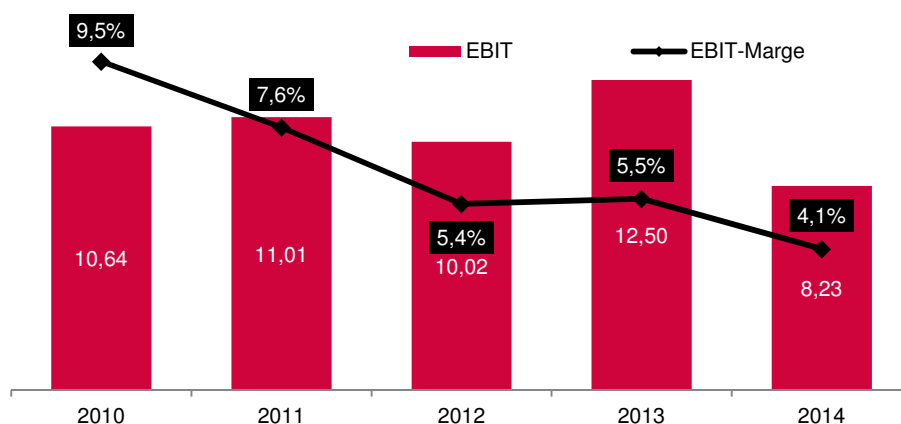


Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Der langjährige EBIT-Vergleich offenbart, insbesondere gegenüber dem Zeitraum vor dem Geschäftsjahr 2013, einen Margenrückgang. Dies ist dem seit dem Geschäftsjahr 2013 deutlich veränderten Geschäftsmodell, mit dem neuen Fokus auf das marginenschwächere Volumengeschäft der Parallelimporte und Generika geschuldet. Zuvor stand die Entwicklung von Immobilienprojekten im Vordergrund, wodurch deutlich höhere Ergebnismargen möglich waren.

Eine höhere Aussagekraft der EBIT-Entwicklung wird, analog zur Umsatzanalyse, durch die Isolierung der Tochtergesellschaft HAEMATO Pharm GmbH erreicht. Hierfür bedienen wir uns den veröffentlichten Geschäftszahlen der Konzernobergesellschaft MPH AG, welche in den letzten Geschäftsjahren nahezu ausschließlich durch die HAEMATO Pharm GmbH repräsentiert wird:

Isolierter EBIT-Vergleich der HAEMATO Pharm GmbH (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; MPH AG; GBC AG; GBC-Berechnungen der Werte 2010-2013 auf Basis der von der Konzernobergesellschaft MPH AG veröffentlichten Zahlen

Die aus der bereinigten Darstellung ersichtliche Tendenz rückläufiger Ergebnismargen ist vordergründig einem zunehmenden Wettbewerb geschuldet, wodurch sich die Einkaufskonditionen für die HAEMATO AG ungünstig entwickelt haben. Gleichzeitig ist dies auch eine Folge des Umsatzmix, im Rahmen dessen die Umsatzerlöse aus dem marginenschwächeren Bereich der Parallelimporte überproportional an Bedeutung gewonnen haben.

Das Geschäftsjahr 2014 ist sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisbasis unterhalb unserer Erwartungen ausgefallen. Insbesondere die verschärften Arzneimittelvorschriften standen ab dem zweiten Halbjahr 2014 einer stärkeren Umsatzentwicklung und damit der Erzielung höherer Ergebnisniveaus entgegen. Diesen Effekt hatten wir auf Basis der Halbjahreszahlen (siehe Researchstudie vom 29.08.2014) so noch nicht erwartet und prognostiziert und somit waren unsere Erwartungen optimistischer.

in Mio. €	GJ 2014 (as reported)	GBC-Prognosen 2014	Δ zu GBC-Prognosen
Umsatzerlöse	202,67	225,64	-10,2%
EBITDA	10,29	11,83	-13,0%
EBIT	8,23	10,33	-20,3%
Periodenergebnis	6,98	7,91	-11,8%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

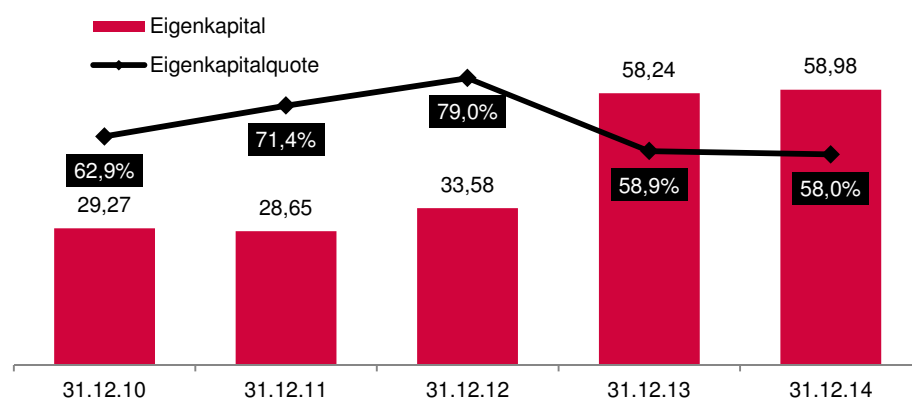
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	33,58	58,24	58,98
EK-Quote	79,0%	58,9%	58,0%
Operatives Anlagevermögen	9,14	43,04	42,53
Working Capital	1,93	29,27	33,76
Net Debt	-22,50	14,07	17,31

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die bilanzielle Vermögenslage der HAEMATO AG hat sich zum Geschäftsjahresende 2014 gegenüber dem 31.12.13 nur unwesentlich verändert. Sichtbar wird dies insbesondere auf Ebene des Eigenkapitals, welches mit 58,98 Mio. € (31.12.13: 58,24 Mio. €) in etwa auf dem Niveau des Vorjahres geblieben ist. Zwar verbesserte sich das Eigenkapital durch das positive Periodenergebnis um 6,98 Mio. €, dem stand jedoch eine Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2013 in Höhe von 6,23 Mio. € entgegen. Insgesamt verringerte sich die EK-Quote von 58,9 % (31.12.13) nur marginal auf 58,0 % (31.12.14), was als Folge der leichten Bilanzverlängerung auf 101,70 Mio. € (31.12.13: 98,86 Mio. €) zu verstehen ist. Nach wie vor ist die Eigenkapitalausstattung der HAEMATO AG als überdurchschnittlich hoch einzustufen.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die Neustrukturierung des HAEMATO-Konzerns hat eine insgesamt veränderte Bilanzstruktur nach sich gezogen. Aufgrund einer im April 2013 durchgeführten Kapitalerhöhung (6,93 Mio. €), der in 2013 erfolgten Veräußerung ehemaliger Windsor-Gesellschaften (5,42 Mio. €) sowie aufgrund des positiven Jahresüberschusses, weist die Gesellschaft eine insgesamt erhöhte Eigenkapitalbasis auf. Gleichzeitig hat sich die Bilanzsumme als Folge der veränderten Geschäftstätigkeit ausgeweitet, wodurch eine insgesamt niedrigere Eigenkapitalquote ausgewiesen wird.

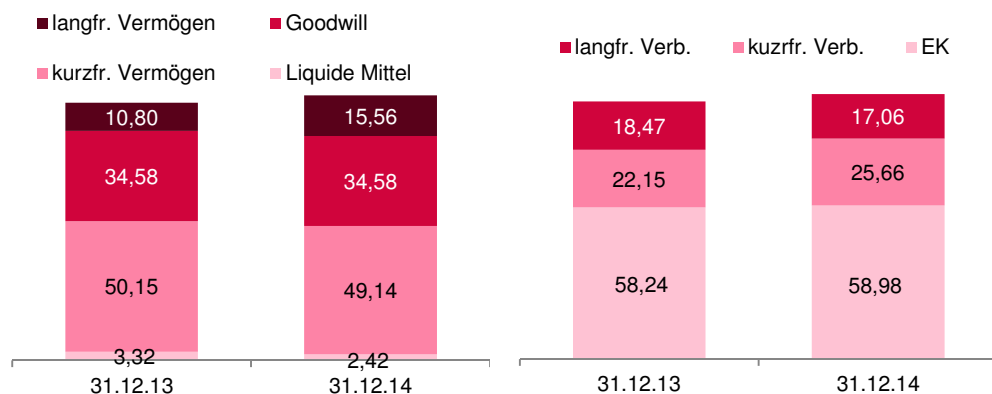
Die Ausweitung der Bilanzsumme ist einerseits im Bereich des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) mit einem Anstieg auf 33,76 Mio. € (31.12.13: 29,27 Mio. €) zu finden. Hauptsächlich handelt es sich dabei um einen Anstieg der Vorräte in Verbindung mit der Lagerbestandshaltung von Arzneimitteln. Vor dem Geschäftsjahr 2013 hatte die Gesellschaft, als Immobilienentwickler, einen nur geringen Vorratsbestand ausgewiesen. Flankierend hierzu ist der dem Anlagevermögen zugeordnete Goodwill, im Zuge des Übertrags der Tochtergesellschaft HAEMATO Pharm GmbH, auf 34,58 Mio. € angestiegen.

Die Finanzierung des erhöhten Nettoumlauf- und Anlagevermögens wird zum Teil über Bankkredite sowie Genussscheine (9,0 % p.a.), die von der ehemaligen Windsor AG begeben waren, abgedeckt. Die finanziellen Verbindlichkeiten belaufen sich zum

31.12.2014 auf insgesamt 30,66 Mio. € (31.12.13: 29,58 Mio. €). Es ergibt sich folgendes Bilanzbild, welches unserer Ansicht nach auch zukünftig keine erheblichen Veränderungen ausweisen dürfte:

Aktiva (in Mio. €)

Passiva (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Cashflowentwicklung 2014

In Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Cashflow (operativ)	2,02	-3,82	6,56
Cashflow (Investition)	8,78	3,57	-1,83
Cashflow (Finanzierung)	-2,05	2,07	-5,62
Summe	8,75	1,82	-0,89

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Der operative Cashflow verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr deutlich von -3,82 Mio. € (GJ 2013) auf 6,56 Mio. €. Neben der positiven Ergebnisentwicklung profitierte die Gesellschaft von rückläufigen kurzfristigen Kaufpreisforderungen (sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte), wodurch die Bereinigung der sonstigen betrieblichen Erträge (Gewinn aus Veräußerung einer Tochtergesellschaft; Höherbewertung von Finanzinstrumenten) ausgeglichen wurde.

Insgesamt reduzierte sich der Finanzmittelbestand um 0,89 Mio. €. Dies ist insbesondere eine Folge der gezahlten Dividenden in Höhe von 6,23 Mio. €, wodurch der Finanzierungs-Cashflow mit -5,62 Mio. € negativ ausgefallen ist.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Als Anbieter von Generika und Parallelimporten ist die Gesellschaft in einem sehr dynamischen Marktumfeld tätig. • Die HAEMATO AG war in den letzten Geschäftsjahren in der Lage, überdurchschnittlich stark vom Marktumfeld zu profitieren. • Mit einer Eigenkapitalquote von 58,0 % weist die HAEMATO AG eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf. • Mit den aktuellen Kapazitäten ist die HAEMATO AG in der Lage ein Umsatzniveau von ca. 300 Mio. € ohne große Investitionen zu realisieren. • Als Anbieter von Generika deckt die Gesellschaft auch einen wertschöpfungsintensiveren Bereich ab. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die HAEMATO AG ist in einem stark regulierten Marktumfeld tätig. • Das margenstarke Generika-Geschäft nimmt eine vergleichsweise untergeordnete Rolle ein. • Herstellerzwangsrabatte und ein intensiverer Wettbewerb haben in den letzten Geschäftsjahren zu einem Rückgang der Ergebnismargen bei der Tochter HAEMATO Pharm GmbH geführt. • Es werden größtenteils nur Apotheken und Großhändler mit einer Spezialisierung auf Onkologie und HIV beliefert. • Durch die hohe Ausschüttungsquote findet kaum eine Gewinnthesaurierung statt. • Der Anteil des Goodwills an der Bilanzsumme ist mit 34,0 % vergleichsweise hoch.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Eine Ausweitung auf das internationale Geschäft könnte höhere Ergebnisbeiträge (kein Herstellerzwangsrabatt im Ausland) ermöglichen. • Die Einsparbemühungen der Krankenkassen lassen eine weiterhin hohe Dynamik bei Generika und Parallelimporten erwarten. • Vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsatzniveaus ist die Realisierung von Skaleneffekten möglich. • Die HAEMATO AG hat Zugang zu mehreren Liefermöglichkeiten. Folglich kann die Gesellschaft auf Preisänderungen flexibel reagieren. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eine Verschärfung der regulatorischen Vorgaben könnte einen weiteren Margenschwund nach sich ziehen. • Der Einstieg neuer Wettbewerber ist aufgrund der geringen Markteintrittsbarrieren leicht möglich. • Eine Homogenisierung der Preisniveaus bei Arzneimitteln in Europa würde sich auf die operative Entwicklung der HAEMATO AG negativ auswirken.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	202,67	222,94	245,24	269,76
EBITDA	10,29	12,55	13,76	15,07
EBITDA-Marge	5,1%	5,6%	5,6%	5,6%
EBIT	8,23	10,51	11,96	13,37
EBIT-Marge	4,1%	4,7%	4,9%	5,0%
Jahresüberschuss	6,98	7,88	9,03	10,21
EPS in €	0,34	0,38	0,43	0,49

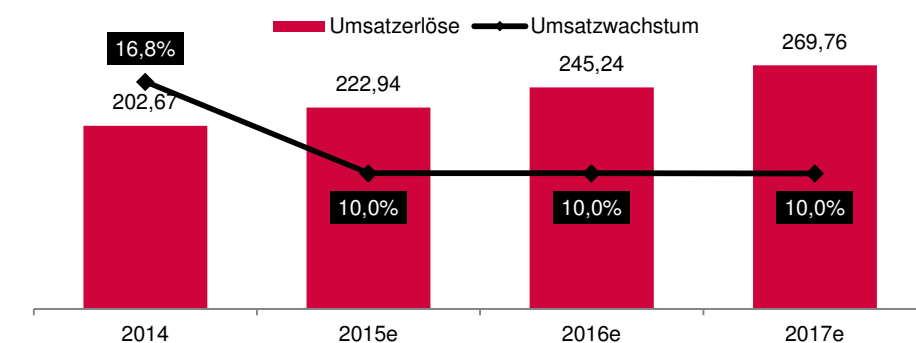
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Nach der im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Neustrukturierung bei der HAEMATO AG, liefert das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 ein aussagekräftiges Bild zur neuen Umsatz- und Ergebnisstruktur der Gesellschaft. Grundsätzlich werden sich die Umsatzerlöse, aufgrund des Volumengeschäftes Parallelimporte und Generika, auf einem hohen Niveau bewegen. Die Umsatzentwicklung der HAEMATO AG war dabei in den letzten Geschäftsjahren von einer hohen Dynamik geprägt. Diese Aussage leitet sich aus der historischen Entwicklung der Konzernobergesellschaft MPH Mittelständische Pharmaholding AG ab, welche bis zum Geschäftsjahr 2013 nahezu ausschließlich die Bereiche Parallelimporte und Generika der HAEMATO beinhaltet hatte. Zwischen 2009 und 2013 wurden in diesem Segment die Umsätze um 264,6 % gesteigert, was einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum (CAGR) von 38,2 % entspricht.

Lediglich im Geschäftsjahr 2014 verzeichnete die HAEMATO AG eine rückläufige Umsatzentwicklung (Pro-Forma; gemäß GBC-Berechnung) in Höhe von 8,0 % auf 202,67 Mio. €. Gemäß Unternehmensangaben ist der Erlösrückgang auf temporäre verschärfte Arzneimittelvorschriften zurückzuführen, wodurch die Umschlagshäufigkeit bei den wichtigen Produkten verlangsamt wurde. Das zuständige Institut hat der HAEMATO AG die Möglichkeit zu einer Erleichterung der Arzneimittelvorschriften ab Mai 2015 in Aussicht gestellt. Eine Rückkehr zur dynamischen Umsatzentwicklung wäre damit möglich.

Darüber hinaus wird die HAEMATO AG als Parallelimporteure und Hersteller von Generika von den Einsparbemühungen im Bereich der Arzneimittelversorgung profitieren. Das Wachstum in diesem Bereich wird darüber hinaus von der demografischen Struktur profitieren, mit einem zunehmend höheren arzneimittelverbrauchenden Bevölkerungsanteil. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für die Geschäftsjahre 2015e-2017e mit einer Rückkehr zum Wachstumspfad mit einem jährlichen Umsatzwachstum in Höhe von jeweils 10,0 % und prognostizieren damit Umsatzerlöse in Höhe von 224,94 Mio. € (2015e), 245,24 Mio. € (2016e) sowie 269,76 Mio. € (2017e).

Umsatzprognosen (in Mio. €)

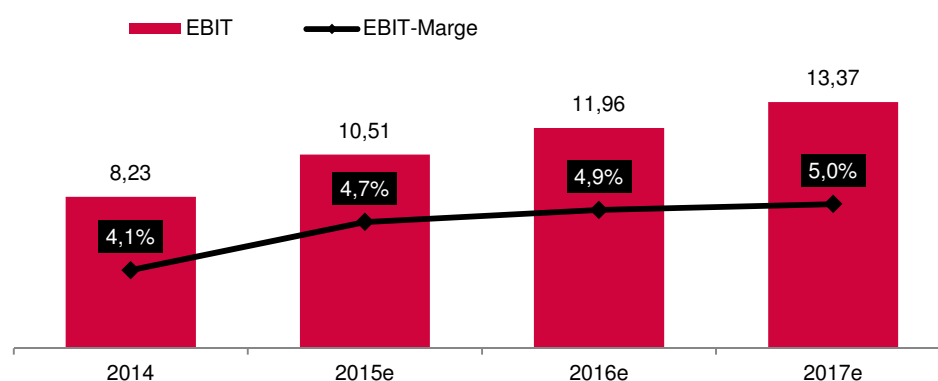


Quelle: GBC AG

Das von uns prognostizierte Erlöswachstum fundiert auf dem erwarteten Marktwachstum, dem prognostizierten Wegfall der verschärften Arzneimittelvorschriften sowie auf einer Ausweitung der Produktpalette der HAEMATO AG, insbesondere im Bereich der Parallelimporte. Noch im ersten Halbjahr 2015 soll eine neue Umverpackungs-Halle in Betrieb genommen und damit die Kapazitäten erweitert werden. Folglich ist das prognostizierte Umsatzwachstum von jeweils 10,0 % eine realistische Annahme.

Bei steigenden Umsätzen ist die mögliche Realisierung von Skaleneffekten ein wichtiger Ergebnisfaktor. Grundsätzlich gehen wir von Skaleneffekten aus und rechnen daher mit einem nur unterproportionalen Anstieg des Personalaufwandes, der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie der Abschreibungen, so dass sich eine leichte Verbesserung der EBIT-Marge einstellen sollte. Nachdem bei den Parallelimporten und Generika in den Vorjahren eine tendenziell rückläufige Ergebnismarge (historischer Vergleich der Tochtergesellschaft HAEMATO Pharm GmbH) sichtbar war, ist unserer Ansicht nach der Boden erreicht. Wichtig ist hierbei zudem die seit April 2014 umgesetzte Reduktion des Herstellerzwangsrabattes auf 7,0 % (zuvor: 16,0 %). Diesem positiven Effekt standen in 2014 jedoch die verschärften Arzneimittelvorschriften entgegen, so dass die reduzierten Herstellerzwangsrabatte noch nicht in einer Rentabilitätsverbesserung zu finden waren. Ab dem laufenden Geschäftsjahr 2015 dürften jedoch die positiven Effekte überwiegen, was sich in einem sukzessiven Anstieg der EBIT-Marge manifestieren sollte. Dies dient als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell zur Ermittlung des fairen Unternehmenswertes.

Prognose des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 6,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 15,0 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

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 1,54 (bisher: 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,49% (bisher: 10,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,02 % (bisher: 9,92 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 6,50 € (bisher: 6,00 €). Die damit vorgenommene Kurszielerhöhung basiert im Wesentlichen auf unserer systematischen Reduktion des risikolosen Basiszinssatzes auf 1,00 % (bisher: 2,00 %) zur Ermittlung des Diskontierungssatzes.

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	6,4%	ewige EBITA - Marge	5,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	14,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	222,94	245,24	269,76	283,25	297,41	312,28	327,89	344,29	
<i>US Veränderung</i>	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	5,31	5,98	5,98	5,98	5,98	5,98	5,98	5,98	
EBITDA	12,55	13,76	15,07	18,13	19,03	19,99	20,99	22,03	
<i>EBITDA-Marge</i>	5,6%	5,6%	5,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
EBITA	10,51	11,96	13,37	16,43	17,25	18,11	19,02	19,97	
<i>EBITA-Marge</i>	4,7%	4,9%	5,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Steuern auf EBITA	-1,58	-1,79	-2,01	-2,46	-2,59	-2,72	-2,85	-3,00	
<i>zu EBITA</i>	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	8,93	10,17	11,37	13,96	14,66	15,39	16,16	16,97	
Kapitalrendite	11,7%	13,2%	14,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	13,7%
Working Capital (WC)	35,00	36,00	37,80	39,68	41,67	43,75	45,94	48,23	
<i>WC zu Umsatz</i>	15,7%	14,7%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,24	-1,00	-1,80	-1,88	-1,98	-2,08	-2,19	-2,30	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	41,00	45,10	47,36	49,72	52,21	54,82	57,56	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,04	-1,80	-1,70	-1,70	-1,79	-1,87	-1,97	-2,07	
<i>AFA zu OAV</i>	4,9%	4,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,51	-0,80	-5,80	-3,96	-4,15	-4,36	-4,58	-4,81	
Investiertes Kapital	77,00	77,00	82,90	87,04	91,39	95,96	100,76	105,80	
EBITDA	12,55	13,76	15,07	18,13	19,03	19,99	20,99	22,03	
Steuern auf EBITA	-1,58	-1,79	-2,01	-2,46	-2,59	-2,72	-2,85	-3,00	
Investitionen gesamt	-2,75	-1,80	-7,60	-5,84	-6,14	-6,44	-6,77	-7,10	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,51	-0,80	-5,80	-3,96	-4,15	-4,36	-4,58	-4,81	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,24	-1,00	-1,80	-1,88	-1,98	-2,08	-2,19	-2,30	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,22	10,17	5,47	9,83	10,31	10,83	11,37	11,93	187,80

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	151,69	155,21
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	49,12	43,38
<i>Barwert des Continuing Value</i>	102,57	111,83
Nettoschulden (Net debt)	16,56	13,96
Wert des Eigenkapitals	135,13	141,25
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	135,13	141,25
Ausstehende Aktien in Mio.	20,78	20,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,50	6,80

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
12,7%	6,73	6,37	6,04	5,75	5,48
13,2%	7,00	6,62	6,27	5,96	5,68
13,7%	7,26	6,86	6,50	6,18	5,89
14,2%	7,53	7,11	6,73	6,39	6,09
14,7%	7,80	7,36	6,96	6,61	6,29

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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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

Sonstige an dieser Analyse beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Vorstand

§ 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