

NanoRepro AG^{*4,5a,5b,11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 1,90 €

Aktueller Kurs: 1,247
6.4.2016 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006577109
WKN: 657710
Börsenkürzel: NN6

Aktienanzahl³: 4,777
Marketcap³: 5,96
Enterprise Value³: 5,04
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 90,00 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
biw Bank
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

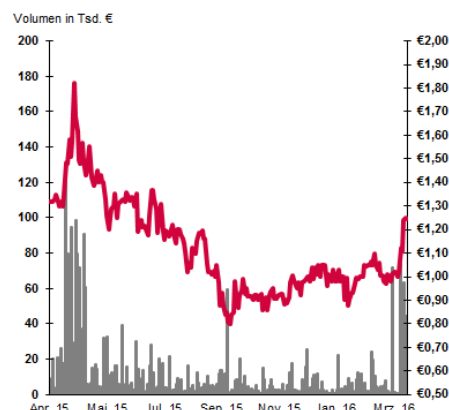
Branche: Life Science

Fokus: Schnelltests für den häuslichen und klinischen Gebrauch

Mitarbeiter: 14 Stand: 30.06.2015

Gründung: 2006

Firmensitz: Marburg



Die in Marburg an der Lahn ansässige NanoRepro AG ist als Schnelldiagnostik-Hersteller vorwiegend in der gesundheitlichen Planung und Vorsorge tätig. Das Unternehmen setzt dabei auf einen schnell wachsenden Markt, der durch das zunehmende Gesundheitsbewusstsein der Bevölkerung geprägt ist und in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnen wird. Das Unternehmen gehört zu den Innovationsführern im Bereich Selbstdiagnostika und hat momentan 15 medizinische Schnelltests im Portfolio – unter anderem einen Schwangerschaftstest, Tests zur Magengesundheit, Darmkrebs-Vorsorge und Fruchtbarkeitsbestimmung beim Mann sowie eine Palette von verschiedenen Allergie-Tests. Daneben bietet NanoRepro eine Reihe von Test für den medizinischen Fachgebrauch an. Hierbei ist in erster Linie der in 2015 zertifizierte HIV-Test zu nennen. Daneben befinden sich 5 weitere Tests für den professionellen Gebrauch im Produktsortiment.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatzerlöse	0,51	0,50	1,25	2,35
EBITDA	0,07	-0,75	-0,26	0,37
EBIT	-0,03	-0,97	-0,51	0,09
Jahresüberschuss	-0,03	-0,97	-0,51	0,09

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,00	-0,22	-0,11	0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	9,88	10,08	4,03	2,14
EV/EBITDA	77,56	neg.	neg.	13,62
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	56,00
KGV	neg.	neg.	neg.	66,22
KBV	2,14			

Finanztermine	
April 2016:	Veröffentlichung GJ-Bericht
Juni 2016:	Hauptversammlung
September 2016:	Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:	
Datum:	Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
11.11.2015:	RS / 2,05 / KAUFEN
03.06.2015:	RS / 2,05 / KAUFEN
21.04.2015:	RS / 2,05 / KAUFEN
25.02.2015:	RS / 2,05 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden	

Fertigstellung: 06.04.2016

Erstveröffentlichung: 07.04.2016

Kooperation mit internationalen Medizin- und Hygieneprodukt-hersteller weist hohes Umsatzpotenzial auf – Neue Vertriebsstrategie gewinnt an Dynamik – Portfolio um eigene Schnelltests ergänzt – Kursziel 1,90 € – Rating: KAUFEN

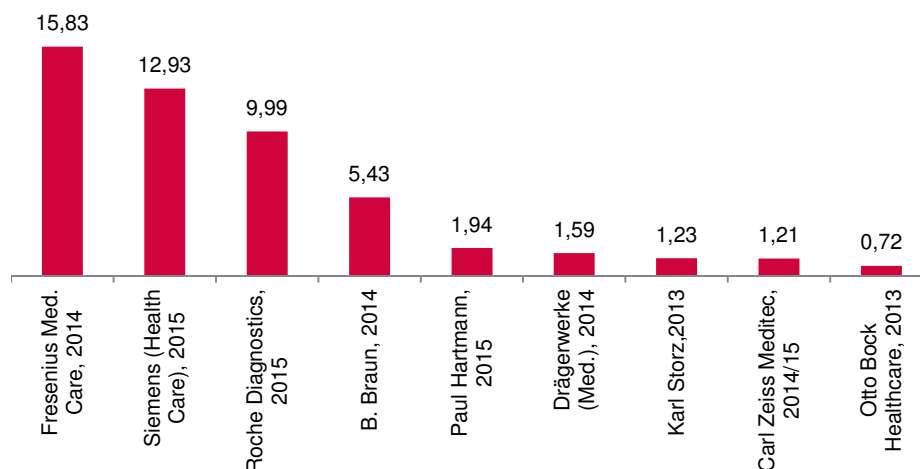
Vertriebsvereinbarung mit deutschem Medizin- und Hygieneprodukthersteller wichtiger Meilenstein

Anfang April 2016 konnte die NanoRepro AG eine Vertriebskooperation mit einem deutschen, international agierenden Medizin- und Hygieneprodukthersteller mit einem Umsatzvolumen von rund 2 Mrd. € abschließen und damit einen wesentlichen Meilenstein seit der strategischen Neuausrichtung Mitte 2014 erzielen. Der Kooperationspartner wird zunächst 6 Produkte aus dem Sortiment der NanoRepro AG vertreiben (FOBCHECK, EisenCHECK, GlutenCHECK, Heli-C-Test, FertiQUICK, AllergoCHECK). Dabei sollen die Tests unter der Eigenmarke des Kooperationspartners in 16 Ländern Europas vertrieben werden. In der Schweiz, Tschechien, der Slowakei und Italien beginnt der Roll-out seit April. Im Juni werden die Länder Deutschland, Griechenland, Bulgarien, Rumänien, Kroatien, Slowenien und Ungarn hinzukommen. Auf alle weiteren Länder wird der Vertrieb im Laufe der kommenden 12 Monate ausgeweitet werden.

Mit der Gewinnung des neuen Vertriebspartners von internationalem Format als Kunden konnte die NanoRepro AG einen großen Schritt tätigen. Dies gilt nicht nur hinsichtlich der Umsatzpotenziale, sondern zeigt vor allem auch auf, dass die NanoRepro AG auch für große Kunden ein verlässlicher Partner ist. Der Kooperationspartner ist ein global agierender Konzern im Medizin- und Hygieneproduktbereich mit rund 2 Mrd. € Umsatz pro Jahr.

Wer der neue Vertriebspartner ist, lässt sich nur spekulieren. Deutlich wird aber, dass es nicht allzu viele deutsche Unternehmen aus der Branche mit einem Umsatzvolumen von rund 2 Mrd. € gibt. Gemäß unseren Recherchen sind die folgenden Unternehmen die größten deutschen Unternehmen im Medizintechnikbereich.

Führende deutsche Medizintechnikunternehmen nach Umsatz (in Mrd. €)



Quelle: Statista, Unternehmensangaben

Im konkret genannten Bereich der Medizin- und Hygieneprodukte gibt es neben der ebenfalls börsennotierten Paul Hartmann AG weitere deutsche Unternehmen, wie z.B. Lohmann & Rauscher International GmbH & Co. KG (515,6 Mio. €, 2014) oder die

Mölnlycke Health Care GmbH (104,1 Mio. €, 2014), die aber bei weitem nicht an eine Umsatzgröße von 2 Mrd. € heranreichen.

Die erste Auslieferung von Tests ist dabei bereits Mitte März 2016 erfolgt, so dass die Produkte bereits im April auf den Markt eingeführt werden. Wir rechnen daher damit, dass die Kooperation bereits im GJ 2016 einen Umsatzbeitrag in Höhe von rund 0,50 Mio. € beisteuern wird und damit einen erheblichen Teil dazu beitragen kann, dass die Gewinnschwelle für die NanoRepro AG in greifbare Nähe rückt. In den Folgejahren gehen wir von nochmals erhöhten Umsatzniveaus aus der Kooperation aus. Dies begründet sich vor allem durch die zunehmende Ausweitung auf die weiteren Vertriebsländer innerhalb der nächsten 12 Monate.

Insofern blicken wir auch insgesamt mit Zuversicht auf das Geschäftsjahr 2016 der NanoRepro AG. Nachdem das Jahr 2015 als Übergangsjahr betrachtet werden kann, in welchem stark in den Ausbau des Vertriebs sowie in die Portfolioerweiterung und internationale Zulassung investiert wurde.

Erfolgreicher Aufbau des Kooperationsnetzwerkes

Mit der Neuausrichtung des Vertriebs hat die NanoRepro in den vergangenen Monaten vor allem im Auslandsgeschäft planmäßig alte Distributionspartnerschaften aufgekündigt, um neue, geeignetere Partnerschaften schließen zu können, welche ein höheres Wachstumspotenzial versprechen. Dass sich diese Optimierungsmaßnahmen der Vertriebspartnerschaften als zielführend erweisen, zeigen die bereits erreichten Erfolge der vergangenen Wochen. Neben der jüngsten Kooperation mit einem internationalen Hersteller von Medizin- und Hygieneprodukten wurden mehrere weitere neue Partnerschaften etabliert.

So konnten bspw. im Jahresverlauf 2015 und 2016 neue Vertriebspartner für ost- und südeuropäische Länder (z.B. Rumänien, Moldawien, Serbien, Montenegro, Bosnien, Herzegowina und Weißrussland) sowie für Spanien, Brasilien und den Iran gewonnen werden. Die jüngsten Erfolge im Auslandsvertrieb sind auch der personellen Neuorganisation des Vertriebs geschuldet. So wurde das Vertriebsteam Anfang 2015 neu aufgestellt, so dass nunmehr steigende Erfolgsraten verkündet werden können. Erste Zulassungen in diesen Ländern und somit auch die ersten Markteinführungen werden noch in 2016 erwartet und sollten somit zu einer weiteren Umsatzsteigerung beitragen.

Nun auch mit eigenproduzierten Produkten am Markt

Nicht zuletzt verkündete die NanoRepro AG Ende Januar einen weiteren wichtigen Schritt für eine erfolgreiche zukünftige Entwicklung. Schon vor einigen Monaten hatte das Unternehmen angekündigt, Schnelltests neu entwickeln und zertifizieren zu lassen, womit sich diese dann vollständig im Eigentum der NanoRepro AG befinden. Dies hat zur Konsequenz, dass deutlich günstigere Produktionskosten anfallen, da Lizenzgebühren entfallen, was die Produkte nicht nur wettbewerbsfähiger macht, vor allem in Schwellen- und Entwicklungsländern, sondern auch die Rohertragsmarge stärkt und damit positiv auf die Rentabilitätssituation wirken sollte.

Nun hat das Unternehmen bereits vier der bisher angebotenen Schnelltests in Eigenentwicklung in den Markt eingeführt (FertiQUICK, GlutenCHECK, Heli-C-CHECK, FOB-CHECK). Die Zertifizierung ist erfolgt. Darüber hinaus wurden im gleichen Zuge zwei neue Tests entwickelt, die das Produktportfolio der NanoRepro nunmehr ergänzen. Bei den neu entwickelten Tests handelt es sich um den EisenCHECK, zum Nachweis von Eisenreserven im Blut und den TSH-CHECK, zum Nachweis einer Schilddrüsenunter-

funktion. Beide Tests werden in den kommenden Wochen auf dem Markt eingeführt werden.

Halbjahreszahlen 2015 noch durch strategische Neuausrichtung geprägt

in Mio. €	1. HJ 2014	1. HJ 2015
Umsatzerlöse	0,32	0,18
EBITDA (Marge)	-0,11 (neg.)	-0,55 (neg.)
EBIT (Marge)	-0,12 (neg.)	-0,66 (neg.)
Periodenergebnis	-0,13	-0,66

Quelle: NanoRepro, GBC

Mit einem Umsatzrückgang von 0,32 Mio. € auf 0,18 Mio. € war die Umsatzentwicklung im 1. HJ 2015 rückblickend sicherlich nicht zufriedenstellend. Die angestoßene Neuausrichtung des Vertriebs nimmt entsprechend Zeit in Anspruch, bevor zählbare Effekte sichtbar werden. Die Entwicklung verläuft jedoch weitestgehend planmäßig. Dies zeigt sich an den in 2015 und 2016 geschlossenen Vertriebsfolgen. Aber auch der Ausbau des E-Commerce- und Einzelhandelsgeschäfts z.B. durch Kooperationen mit Grünspecht Naturprodukte, Vimedica oder nu3 weisen auf eine zukunftsfähige Neupositionierung des Unternehmens hin. Die Markteinführung wird in 1. HJ 2016 erwartet und wird somit positive Effekte auf den Umsatz in 2016 haben. Für den Vertrieb im Einzelhandel und in Drogerien hat die NanoRepro AG im 1. HJ 2015 die entsprechende Zulassung erhalten und sich damit einen neuen Absatzkanal eröffnet. Auch hier gehen wir jedoch davon aus, dass Umsatzbeiträge daraus erst in den kommenden Jahren spürbar werden.

Entsprechend der niedrigen Umsatzerlöse war auch das EBIT im 1. HJ 2015 belastet und lag mit -0,66 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus von -0,12 Mio. €. Neben den niedrigeren Umsatzerlösen fiel auch die Kostenbasis im Bereich der Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen gegenüber dem Vorjahr erhöht aus, was auf die verstärkten Anstrengungen für die Neuentwicklung von Schnelltests sowie die Zulassungsprozesse für den Einzelhandel und diverse Auslandsmärkte zurückzuführen ist. Insofern sind die erhöhten Aufwendungen als Investitionen in das zukünftige Wachstum zu verstehen.

Personell hat die NanoRepro AG in 2015 unseres Erachtens eine solide Grundlage gelegt. Dabei wurde, wie bereits erwähnt, sowohl das Vertriebsteam neu aufgestellt, als auch im wichtigen Bereich Qualitätsmanagement eine Verstärkung vollzogen.

Zu berücksichtigen ist bei den Halbjahreszahlen auch, dass das Ergebnis zusätzlich zu den operativen Zukunftsinvestitionen durch Einmaleffekte belastet war. So schlugen z.B. die Kosten für die Kapitalerhöhung zu Jahresbeginn 2015 zu Buche.

Umsatzprognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e
Umsatzerlöse	0,52	1,70	0,50	2,80	1,25	2,35
EBITDA (Marge)	0,07 (12,6 %)	0,21 (12,1 %)	-0,75 (neg.)	0,65 (23,0 %)	-0,26 (neg.)	0,37 (15,5 %)
EBIT (Marge)	-0,03 (neg.)	0,05 (3,2 %)	-0,97 (neg.)	0,50 (17,7 %)	-0,51 (neg.)	0,09 (3,8 %)
Konzernjahresergebnis	-0,03	0,05	-0,97	0,50	-0,51	0,09
EPS in €	-0,01	0,01	-0,22	0,11	-0,11	0,02

Quelle: GBC

Für das gesamte GJ 2015 ist auf Grund der schwächer als erwarteten Umsatz- und Ergebnisentwicklung im 1. HJ 2015 im Zuge der länger als gedacht dauernden Umstrukturierungen nicht mehr davon auszugehen, dass unsere ursprünglichen Prognosen erreicht werden können. Daher passen wir unsere Umsatzerwartung auf 0,50 Mio. € an und gehen zudem nunmehr von einem deutlich negativen EBIT in Höhe von -0,97 Mio. € aus.

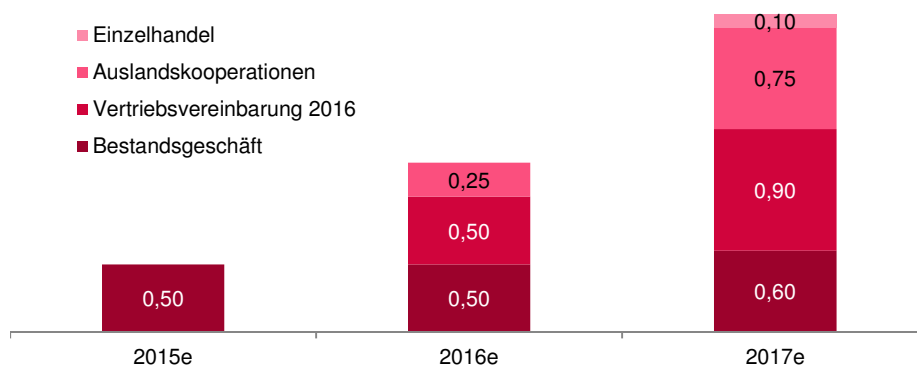
Wenngleich diese Anpassung der Prognose für 2015 sehr deutlich ausfällt und die Entwicklung der NanoRepro AG im GJ 2015 damit zahlenseitig nicht zufriedenstellend ist, heben wir die erfolgreichen strategischen Weichenstellungen als sehr positiv hervor. Das Unternehmen konnte eine Reihe von Partnerschaften und Kooperationen verkünden, welche zusammengenommen ein hohes Umsatzpotenzial versprechen. Damit ist die qualitative Positionierung des Unternehmens wahrnehmbar vorangebracht worden.

Unter Berücksichtigung aller Faktoren, wie der erfolgter Zulassung des HIV-Tests, der Zulassung der Schnelltests für den Einzelhandel, dem Ausbau des Kooperationsnetzwerkes in den Bereichen E-Commerce, Einzelhandel und im Auslandsgeschäft sowie dem Ausbau des Produktportfolios, gehen wir unverändert davon aus, dass die NanoRepro AG in den kommenden Jahren erhebliche Umsatzsteigerungen erreichen kann.

Nachdem sich die Prozesse in 2015 noch etwas verzögert dargestellt haben, gehen wir, wie auch das Management des Unternehmens, davon aus, dass bereits in 2016 ein maßgeblicher Umsatzsprung erfolgen wird. Dennoch korrigieren wir unsere bisherige Umsatzschätzung für das GJ 2016 auf 1,25 Mio. €. Erstmals beziehen wir auch den Prognosezeitraum 2017 in unsere konkreten Schätzungen ein und erwarten dann einen Umsatz von dann 2,35 Mio. €.

Aus der Kooperation mit dem neuen Vertriebspartner erwarten wir für 2016 einen Umsatzbeitrag von rund 0,50 Mio. €, womit die jüngste Partnerschaft der NanoRepro AG einen erheblichen Teil dazu beitragen können sollte, dass die Gewinnschwelle wieder in greifbare Nähe rückt. In den Folgejahren gehen wir von nochmals erhöhten Umsatzniveaus aus der Kooperation heraus aus.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Ergebnisprognosen

Anfang 2016 hat die NanoRepro AG bereits die ersten eigenentwickelten Schnelltests auf den Markt gebracht. Entsprechend wird das Unternehmen in Zukunft in der Lage sein, die volle Handelsspanne für sich zu vereinnahmen, mit einem erwartungsgemäß deutlich positiven Effekt auf die Rohmarge. Abhängig vom Test können die Produktions-

kosten somit um bis zu 70 % gesenkt werden. Wichtig ist dabei, dass die vier nachentwickelten Tests (FertiQUICK, GlutenCHECK, Heli-C-CHECK, FOBCHECK) in der Vergangenheit zusammen rund 50 % der Umsatzerlöse ausgemacht haben. Insofern sollten sich die reduzierten Produktionskosten sehr schnell und merklich auf den Rohertrag auswirken. Weitere neue Schnelltests befinden sich laut Unternehmen darüber hinaus bereits in der Endphase der Entwicklung.

Insofern ist neben den positiven Effekten aus der erwarteten Umsatzsteigerung auch mit einem sukzessiven Anstieg der Rohertragsmarge zu rechnen. Darüber hinaus gehen wir auch davon aus, dass die Fixkostenstruktur nur unterproportional zur Umsatzsteigerung verlaufen wird, was entsprechende Skaleneffekte nach sich ziehen sollte. Personell wurden wichtige Kernpositionen besetzt und sollten in den kommenden Perioden mit dem Umsatzwachstum einhergehend keiner wesentlichen Ausweitung bedürfen. Daher rechnen wir damit, dass sich auch die Margensituation in den Folgejahren klar verbessern wird.

Die Zahlen für das GJ 2015, welche voraussichtlich im April 2016 veröffentlicht werden, dürften dagegen noch von der sich im Prozess befindlichen Neuausrichtung des Unternehmens geprägt sein. Vielmehr werden sich die zahlreichen erzielten Erfolge erst in den Jahren 2016 und 2017 in steigenden Umsatzerlösen und Ergebnissen niederschlagen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das GJ 2015 noch ein EBIT in Höhe von -0,97 Mio. €. Auch in 2016 dürfte noch ein EBIT-Verlust, wenn auch in deutlich reduzierter Höhe, anfallen, bevor wir dann für das GJ 2017 mit einem ausgeglichenen EBIT und Jahresüberschuss rechnen.

Zur weiteren Finanzierung des bevorstehenden Wachstums hat die Nanorepro AG jüngst eine Kapitalerhöhung in Höhe von 10 % des Grundkapitals durchgeführt. Im Rahmen dessen wurden 434.285 neue Aktien zu 1,00 € ausgegeben, womit dem Unternehmen ein Bruttoemissionserlös von rund 0,43 Mio. € zugeflossen ist.

Fazit

Wenngleich die Zahlen in 2015 voraussichtlich schwächer als zunächst von uns erwartet ausfallen dürften, ist bei der NanoRepro AG im Verlauf der vergangenen Monate in unseren Augen eine qualitativ deutliche Weiterentwicklung erkennbar gewesen. Im Rahmen der Neuausrichtung des Geschäfts wurden ganz wesentliche Meilensteine erreicht, welche die Grundlage für zukünftiges profitables Wachstum darstellen. Vor allem wurde auch eine verlässliche Umsatzbasis geschaffen, auf der nunmehr die zukünftigen Wachstumsprojekte aufgebaut werden können. Dabei ist nicht zuletzt die jüngst geschlossene und vielversprechende Kooperation mit einem internationalen Medizin- und Hygieneproduktanbieter zu nennen.

Vor diesem Hintergrund behalten wir unsere positive Einschätzung zur NanoRepro AG unverändert bei. Ungeachtet der adjustierten Schätzungen für die GJ 2015 und 2016 halten wir unsere mittel- und langfristigen Erwartungen aufrecht. Daher ergibt sich auf Basis unseres neuen Bewertungsmodells und der Berücksichtigung der Verwässerung durch die Kapitalerhöhung ein neuer fairer Wert je Aktie in Höhe von 1,90 € (bisher: 2,05 €). Entsprechend dem nach wie vor hohen Potenzial der Aktie bleibt das Rating KAUFEN unverändert bestehen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die NanoRepro AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 bis 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir jährlich abnehmende Steigerungsraten beim Umsatz von 10,0 % bis 30,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 25,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 0,0-25,0 % 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der NanoRepro 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.

Der risikolose Zinssatz wird 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 1,50 %.

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 1,59 (bislang: 1,72).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,2 % (bislang: 11,2 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,2 % (bislang: 11,2 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,2 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 1,90 € (bislang: 2,05 €).

DCF-Modell

NanoRepro AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	25,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	25,0%	ewige EBITA - Marge	22,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	23,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,50	1,25	2,35	3,06	3,82	4,58	5,27	5,80	
US Veränderung	-2,9%	150,0%	88,0%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,36	0,94	2,04	3,00	4,17	5,50	6,88	8,13	
EBITDA	-0,75	-0,26	0,37	0,76	0,95	1,15	1,32	1,45	
EBITDA-Marge	-150,0%	-20,6%	15,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITA	-0,97	-0,51	0,09	0,53	0,75	0,96	1,15	1,30	
EBITA-Marge	-194,0%	-40,6%	3,8%	17,5%	19,7%	21,0%	21,8%	22,4%	22,2%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,08	-0,14	-0,23	-0,32	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,97	-0,51	0,09	0,51	0,68	0,82	0,92	0,97	
Kapitalrendite	-50,8%	-30,7%	5,6%	29,9%	38,9%	45,1%	48,2%	48,5%	44,3%
Working Capital (WC)	0,26	0,27	0,55	0,72	0,90	1,08	1,24	1,36	
WC zu Umsatz	52,0%	21,8%	23,3%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	
Investitionen in WC	0,21	-0,01	-0,28	-0,17	-0,18	-0,18	-0,16	-0,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,39	1,32	1,15	1,02	0,92	0,83	0,77	0,71	
AFA auf OAV	-0,22	-0,25	-0,28	-0,23	-0,20	-0,18	-0,17	-0,15	
AFA zu OAV	15,8%	18,9%	23,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-0,17	-0,18	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investiertes Kapital	1,65	1,60	1,70	1,74	1,81	1,91	2,00	2,08	
EBITDA	-0,75	-0,26	0,37	0,76	0,95	1,15	1,32	1,45	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,08	-0,14	-0,23	-0,32	
Investitionen gesamt	0,03	-0,19	-0,38	-0,27	-0,28	-0,28	-0,26	-0,22	
Investitionen in OAV	-0,17	-0,18	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Investitionen in WC	0,21	-0,01	-0,28	-0,17	-0,18	-0,18	-0,16	-0,12	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,72	-0,45	-0,01	0,47	0,60	0,72	0,83	0,90	10,67
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,10	8,27							
Barwert expliziter FCFs	1,70	2,32							
Barwert des Continuing Value	5,40	5,95							
Nettoschulden (Net debt)	-0,82	-0,81							
Wert des Eigenkapitals	7,92	9,08							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	7,92	9,08							
Ausstehende Aktien in Mio.	4,34	4,78							
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,82	1,90							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,59
Eigenkapitalkosten	10,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,2%

Kapitalrendite	WACC				
	8,2%	9,2%	10,2%	11,2%	12,2%
42,3%	2,41	2,08	1,84	1,66	1,51
43,3%	2,45	2,12	1,87	1,68	1,53
44,3%	2,49	2,15	1,90	1,71	1,55
45,3%	2,54	2,19	1,93	1,73	1,58
46,3%	2,58	2,22	1,96	1,76	1,60

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: (4,5a,5b,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. 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:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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