



## **Researchstudie (Anno)**

### **HAEMATO AG**



**„Weitere Umsatzrekorde erwartet;  
Margenstarkes Geschäft soll ausgebaut werden;  
Kursziel bestätigt“**

**Kursziel: 6,20 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

## HAEMATO AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 6,20**

aktueller Kurs: 5,00  
21.4.2016 / ETR / 17:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0006190705  
WKN: 619070  
Börsenkürzel: HAE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 20,779  
Marketcap<sup>3</sup>: 103,89  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 121,03  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 49,9 %

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 19

### Unternehmensprofil

Branche: Pharma

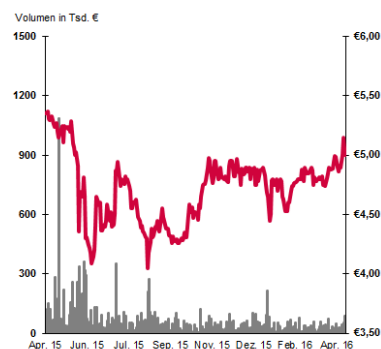
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 173 Stand: 31.12.2015

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	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	229,73	245,24	269,76	300,78
EBITDA	10,02	13,76	15,07	17,02
EBIT	8,22	11,96	13,37	14,92
Jahresüberschuss	5,54	9,03	10,21	11,24

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,27	0,43	0,49	0,54
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,53	0,49	0,45	0,40
EV/EBITDA	12,08	8,80	8,03	7,11
EV/EBIT	14,72	10,12	9,05	8,11
KGV	18,75	11,51	10,18	9,24
KBV	1,78			

### Finanztermine

26.05.2016: Veröffentlichung Q1-Bericht  
09.06.2016: Hauptversammlung  
29.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht  
28.11.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
18.12.2015: RG / 6,20 / KAUFEN  
1.9.2015: RG / 6,20 / KAUFEN  
16.4.2015: RG / 6,50 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einer insbesondere zum Jahresende hin dynamischen Umsatzentwicklung war die HAEMATO AG in der Lage, im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 eine deutliche Anhebung des Umsatzniveaus in Höhe von 13,4 % auf 229,73 Mio. € (VJ: 202,67 Mio. €) zu erzielen. Dieser neue Umsatzrekordwert wurde dabei trotz außergewöhnlicher Belastungen, die sich noch negativ auf das erste Quartal 2015 ausgewirkt hatten, erwirtschaftet. Dabei handelte es sich um strengere Import- und Nachweissvorschriften, welche für die Parallelimporteure, also auch für die HAEMATO AG, eine Verlangsamung bei der Produkt-Umschlagshäufigkeit zur Folge hatte. Nach endgültiger Aufhebung dieser strengeren und einmaligen Vorgaben ist die HAEMATO AG schnell wieder zum gewohnten Wachstum zurückgekehrt.
- Trotz der wieder erreichten hohen Umsatzdynamik blieb das EBIT mit 8,22 Mio. € (VJ: 8,23 Mio. €) gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert und damit reduzierte sich die EBIT-Marge weiter auf 3,6 % (VJ: 4,1 %). Die Fortsetzung des rückläufigen Margentrends steht in erster Linie mit den strengeren Importvorschriften in Zusammenhang, ist aber auch ein Resultat eines intensiveren Wettbewerbs im Bereich der Parallelimporte.
- Zur Verbesserung der Ergebnismargen will die Gesellschaft die Erschließung und das Angebot neuer margenstarker Produkte, wie etwa Medizinprodukte im Lifestyle-Beauty-Segment, umsetzen. Diese Produkte unterliegen beispielweise keinen gesetzlichen Rabattierungen und sind dementsprechend margenstärker als die klassischen Parallelimporte.
- Der Aufbau neuer Produkte aber auch die Erschließung neuer profitabler Absatzmärkte sollte auf Grundlage der Vermögenssituation der Gesellschaft gut zu bewerkstelligen sein. Dabei verfügt die HAEMATO AG, trotz der ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik, über ein Eigenkapital in Höhe von 58,29 Mio. €, was einer vergleichsweise hohen Eigenkapitalquote von 54,4 % entspricht. Den Finanzverbindlichkeiten in Höhe von insgesamt 34,37 Mio. € steht ein umfangreiches Finanzvermögen in Höhe von 17,71 Mio. € entgegen, so dass die Nettoverschuldung lediglich bei 16,66 Mio. € liegt.
- Für die kommenden Geschäftsjahre erwarten wir eine Fortsetzung des dynamischen Umsatzwachstums und berücksichtigen zudem den Wegfall der belastenden Sondereffekte. Bis zum Jahr 2018 sollte die HAEMATO AG in der Lage sein, die Umsatzmarke von 300,00 Mio. € zu überspringen. Hier ist einerseits die Realisierung von Skaleneffekten möglich sowie andererseits eine Margenverbesserung, vor dem Hintergrund einer erweiterten Produktpalette zu erwarten. Wir prognostizieren einen Anstieg der EBIT-Marge auf 5,0 %.
- **Wir haben im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Bewertungsmodells einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 6,20 € (bisher: 6,20 €) ermittelt. Im Zuge einer ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik dürfte die HAEMATO AG unverändert hohe Dividendenausschüttungen vornehmen. Die vorgeschlagene Dividende für 2015 in Höhe von 0,30 € je Aktie entspricht einer hohen Dividendenrendite von 6,0 %. Aufgrund des hohen Kurspotenzials vergeben wir erneut das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

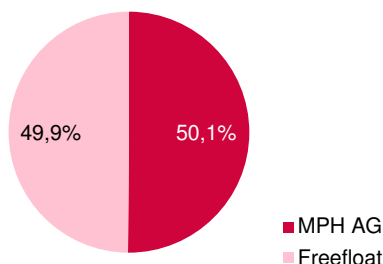
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Geschäftssegment Parallelimporte.....	4
Geschäftssegment Generika.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2015 .....	9
Umsatzentwicklung 2015 .....	9
Ergebnisentwicklung 2015 .....	10
Vergleich zu den GBC-Schätzungen.....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
SWOT-Analyse .....	13
Prognose und Modellannahmen .....	14
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell.....	17
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

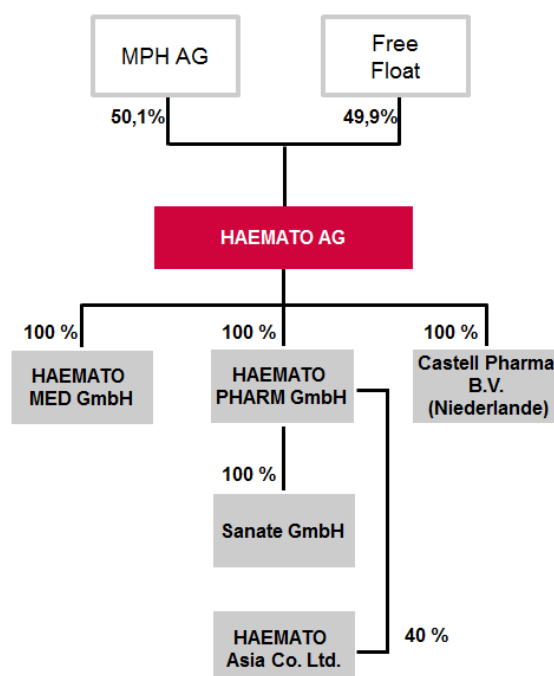
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH Mittelständische Pharma Holding AG	50,1
Freefloat	49,9

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Als Tochtergesellschaft der MPH Mittelständische Pharma Holding 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. Das Arzneimittelportfolio der HAEMATO AG umfasst in diesem Bereich derzeit über 750 Zulassungen.

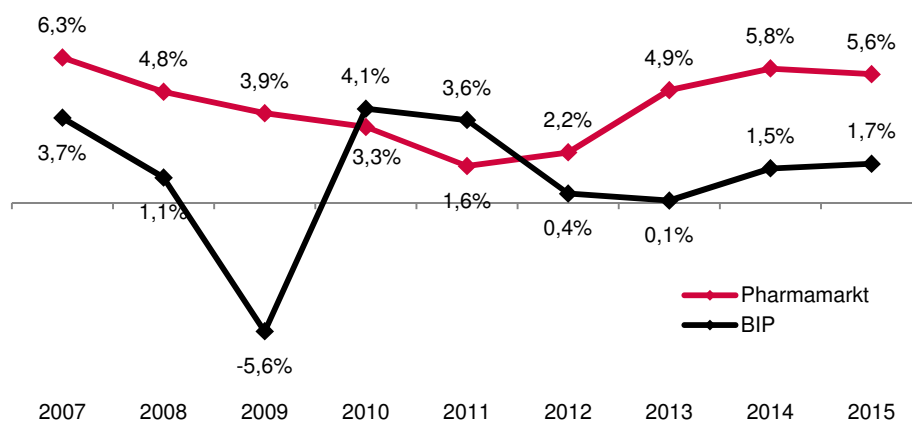
### ***Geschäftssegment Generika***

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 ist als Anbieter von Arzneimitteln in einer Branche tätig, welche von vergleichsweise hohen Wachstumsraten gekennzeichnet ist. Dabei ist eine stetig steigende Nachfrage nach Arzneimitteln maßgeblich von der demografischen Entwicklung in Deutschland geprägt, mit einer überproportionalen Steigerung des für die Pharmabranche älteren Bevölkerungsteils. Weitere Faktoren wie etwa der medizinische Fortschritt sowie ein wachsendes Gesundheitsbewusstsein der deutschen Bevölkerung, haben die Pharmaumsätze im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 mit einem Plus in Höhe von 5,6 % erneut deutlich stärker als die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (BIP: +1,7 %) in Deutschland ansteigen lassen.

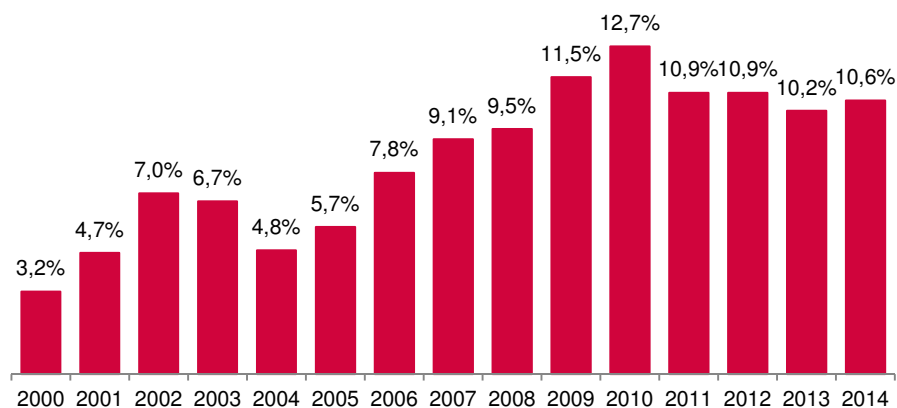
### Wachstum Pharmamarkt vs. BIP-Wachstum



Quelle: IMS Health; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Parallel zum Anstieg der Pharmaumsätze legten die arzneimittelbezogenen Ausgaben der GKV um etwa 5,4 % zu. Um eine Entlastung bei den Gesundheitsausgaben umzusetzen, werden verschiedene Instrumente angewendet, wie etwa gesetzlich vereinbarte Herstellerzwangsrabatte (seit April 2014: 7,0 %), Apothekennachlässe oder eine vereinbarte Mindestimportquote bei Arzneimitteln. Als Parallelimporteure profitiert die HAEMATO AG von den Einsparbemühungen im Krankensektor und ist damit in einem der wachstumsstärksten Untersegmente des Pharmamarktes tätig. Sichtbar wird dies anhand des tendenziell steigenden Umsatzanteils von Parallelimporten an den Gesamtumsätzen des Apothekenmarktes und einer damit verbundenen überproportionalen Umsatzentwicklung:

### Anteil der Parallelimporte am Apothekenmarkt

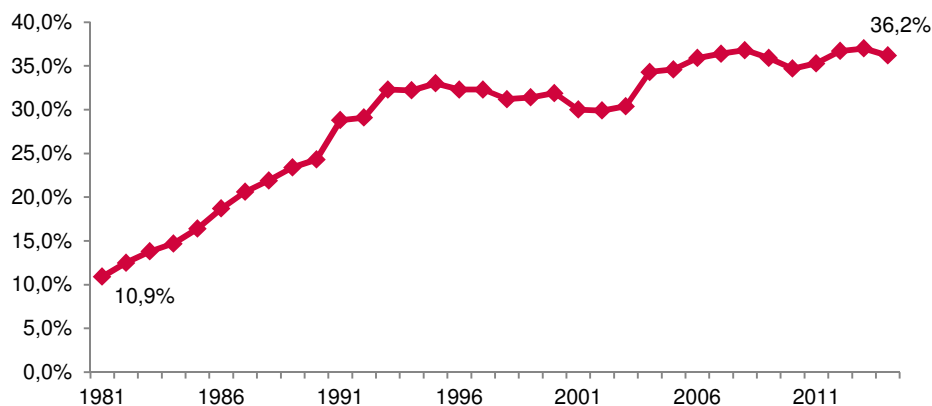


Quelle: IMS Health; GBC AG

Zuletzt stagnierte der Umsatzanteil der Parallelimporte auf knapp unterhalb der 11,0 %-Marke. Dies wird insbesondere mit der Erhöhung des Herstellerzwangsrabattes von zuvor 6,0 % auf 16,0 % begründet, was eine Stagnation der Parallelimportumsätze insbesondere in den Jahren 2011 bis 2013 zur Folge hatte. Seit April 2014 gilt mit 7,0 % wieder ein reduzierter Rabattsatz, was bereits eine leichte Erhöhung des Parallelimportanteils nach sich gezogen hat. Vor dem Hintergrund eines steigenden Drucks auf die Arzneimittelpreise wird mit einer zunehmenden Dynamik bei den Parallelimporten gerechnet.

Auch beim Generikabereich, dem zweiten wichtigen Segment der HAMEATO AG, spielt der Kostenaspekt speziell vor dem Hintergrund der GKV-Einsparbemühungen, eine wichtige Rolle. Gemäß dem vom AOK-Bundesverband veröffentlichten „Arzneimittelverordnungsreport 2015“ liegen die Einsparpotenziale durch die stärkere Nutzung von Generika in Deutschland bei 4,63 Mrd. €, was einem Gesamtmarktumsatzanteil von 14,9 % entspricht. Eine Auswertung der Gesundheitsberichterstattung des Bundes sieht sogar ein Einsparpotenzial in Höhe von rund 25 % (Preise aus dem Jahr 2013). Zuletzt stagnierte der Generika-Umsatzanteil an den Gesamtumsätzen der Arzneimittelbranche auf einem hohen Niveau von 36,2 % (2014). Aufgrund der immensen Einsparpotenziale wird mit einem überproportionalen Anstieg der Umsätze in diesem Bereich gerechnet.

#### 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 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	202,67	229,73	245,24	269,76	300,78
Bestandsveränderungen	0,00	0,05	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	4,50	6,57	1,56	1,20	1,00
Materialaufwand	-186,38	-214,45	-220,71	-242,78	-270,70
<b>Rohertrag</b>	<b>20,80</b>	<b>21,89</b>	<b>26,08</b>	<b>28,18</b>	<b>31,08</b>
Personalaufwand	-4,50	-5,41	-5,80	-6,20	-6,86
Abschreibungen	-2,06	-1,80	-1,80	-1,70	-2,10
sonstiger betrieblicher Aufwand	-6,01	-6,46	-6,52	-6,90	-7,20
<b>EBIT</b>	<b>8,23</b>	<b>8,22</b>	<b>11,96</b>	<b>13,37</b>	<b>14,92</b>
Zinserträge	0,18	0,01	0,17	0,14	0,10
Zinsaufwendungen	-1,55	-2,21	-1,50	-1,50	-1,80
<b>EBT</b>	<b>6,87</b>	<b>6,03</b>	<b>10,63</b>	<b>12,01</b>	<b>13,22</b>
Steuern	0,11	-0,49	-1,59	-1,80	-1,98
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,98</b>	<b>5,54</b>	<b>9,03</b>	<b>10,21</b>	<b>11,24</b>
EBITDA	10,29	10,02	13,76	15,07	17,02
in % der Umsatzerlöse	5,1%	4,4%	5,6%	5,6%	5,7%
EBIT	8,23	8,22	11,96	13,37	14,92
in % der Umsatzerlöse	4,1%	3,6%	4,9%	5,0%	5,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,34	0,27	0,43	0,49	0,54
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Aktienzahl in Mio. Stück	20,78	20,78	20,78	20,78	20,78

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	173,57	202,67	229,73
EBITDA	11,75	10,29	10,02
EBITDA-Marge	6,8%	5,1%	4,4%
EBIT	9,93	8,23	8,22
EBIT-Marge	5,7%	4,1%	3,6%
Jahresüberschuss	7,94	6,98	5,54
EPS in €	0,38	0,34	0,27

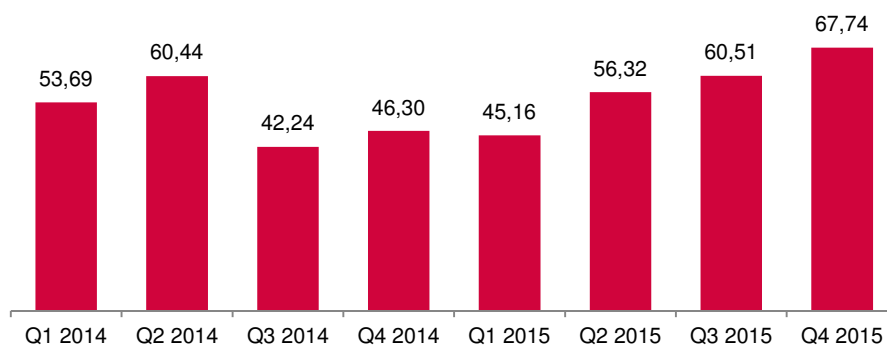
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2015

Mit einer insbesondere zum Jahresende hin dynamischen Umsatzentwicklung war die HAEMATO AG in der Lage, das Umsatzniveau auf 229,73 Mio. € (VJ: 202,67 Mio. €) und damit gegenüber dem Vorjahr um 13,4 % anzuheben. In unseren Prognosen haben wir mit niedrigeren Umsatzerlösen in Höhe von 210,78 Mio. € gerechnet, so dass unsere Erwartungen deutlich übertroffen wurden.

Damit hat die HAEMATO AG nach der Beendigung strengerer Importvorschriften schnell wieder zur Wachstumsdynamik zurückgefunden. Die strengereren Import- und Nachweissvorschriften hatten bei der Gesellschaft in den Quartalen Q3/2014 – Q1/2015 zu einer Verlangsamung bei der Produkt-Umschlagshäufigkeit geführt, was in der genannten Periode eine temporäre Umsatzdelle zur Folge hatte:

## Quartalsbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

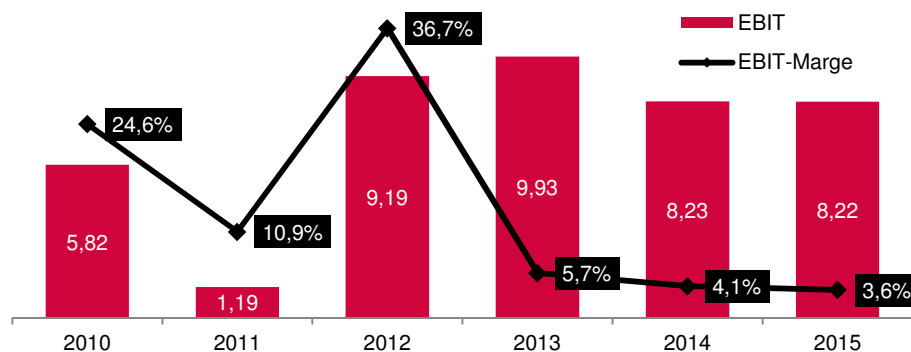
Trotz der außergewöhnlichen Belastungen gelang es der Gesellschaft einen neuen Umsatzrekord aufzustellen. In der historischen Betrachtung gilt es dabei zu bedenken, dass im Geschäftsjahr 2013 eine Neustrukturierung stattgefunden hatte. Bis zum ersten Quartal 2013 lag der operative Fokus der HAEMATO AG (damals: Windsor AG) hauptsächlich auf dem Immobilienbereich. Mit der Einbringung der wichtigsten Konzerntochter HAEMATO PHARM GmbH erfolgte die Konzentration auf das Volumengeschäft Parallelimporte und Generika.

Insofern sind lediglich die Geschäftsjahre 2014 und 2015 miteinander zu vergleichen. Gemäß unseren Erkenntnissen wurde aber auch der bisherige Umsatzrekord der Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH, welcher gemäß unseren Erkenntnissen im Geschäftsjahr 2013 bei ca. 220,0 Mio. € lag, übertroffen.

## Ergebnisentwicklung 2015

Zwar erhöhten sich die Umsätze im Vorjahresvergleich erheblich, das EBIT lag jedoch mit 8,22 Mio. € nahezu exakt auf dem Vorjahresniveau in Höhe von 8,23 Mio. €, was einen auf den Umsatz bezogenen EBIT-Margenrückgang auf 3,6 % (VJ: 4,1 %) bedeutet. Dabei wird über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg eine rückläufige Margentendenz sichtbar. Neben dem Sondereffekt im Zusammenhang mit der Verschärfung der Importvorschriften, welcher auch die margenstarken Produkte betroffen hatte, ist die rückläufige Margentendenz zudem auf eine intensivere Wettbewerbssituation zurückzuführen. Darüber hinaus ist der Umsatzmix entscheidend für die Ergebnisentwicklung. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg ergab sich in diesem Zusammenhang eine Verschiebung zum margenschwächeren Bereich der Parallelimporte hin, wohingegen der Verkauf der margenstärkeren Generika an Bedeutung verloren hat.

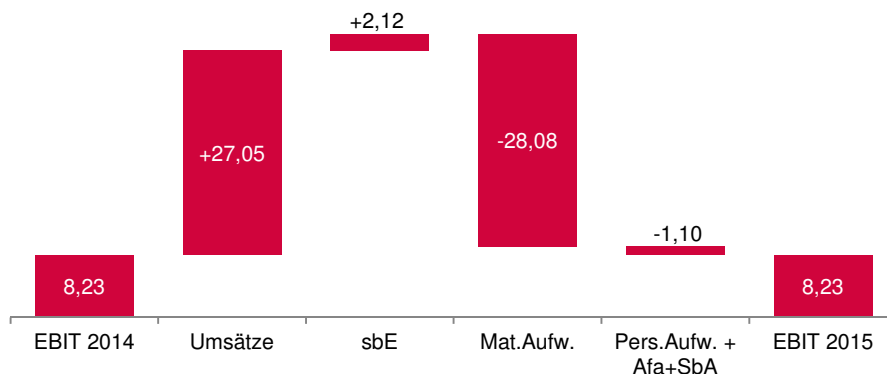
### EBIT in Mio. € und EBIT-Marge (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das in der Grafik dargestellte EBIT der Geschäftsjahre 2010 - 2013 enthielt auch Bestandteile des veräußerten margenstarken Geschäftsbereiches „Immobilien“ und ist somit nur mit Einschränkungen vergleichbar. Die dargestellte rückläufige Margensituation wird nur in der Gegenüberstellung zum Geschäftsjahr 2014 sichtbar. Im Rahmen eines Kostenvergleichs zum Vorjahr wird dabei ersichtlich, dass der Umsatzanstieg in Höhe von 27,05 Mio. € vollständig durch einen Kostenanstieg bei den Materialaufwendungen in Höhe von 28,08 Mio. € aufgezehrt wird. Zugleich erhöhte sich die Materialquote auf 93,4 % (VJ: 92,0 %) und lag damit deutlich oberhalb der historischen Durchschnittswerte. Ein intensiverer Wettbewerb, die verschärften Importvorschriften und die dazugehörige Verschiebung hin zu den margenschwächeren Umsätzen mit Parallelimporten, sind dafür maßgeblich verantwortlich.

### Kosten-Differenzanalyse 2014 vs. 2015



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das Nachsteuerergebnis in Höhe von 5,54 Mio. € (VJ: 6,98 Mio. €) hat sich, ausgehend vom im Vergleich zum Vorjahr nahezu unveränderten EBIT, schwächer entwickelt. Einerseits ergaben sich beim Finanzergebnis in Höhe von -2,20 Mio. € (VJ: -1,37 Mio. €) höhere Belastungen als im Vorjahr. Dies ist in erster Linie auf Abschreibungen auf Finanzanlagen (negative Kursentwicklung bei gehaltenen Wertpapieren) sowie auf Abschreibungen im Zusammenhang mit einer Werthaltigkeitsprüfung bei der nicht konsolidierten Tochtergesellschaft HAEMATO ASIA Co. Ltd zurückzuführen. Darüber hinaus gab es steuerliche Belastungen in Höhe von -0,49 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €) welche im Vergleich zum Vorjahr von fehlenden Steuererträgen geprägt waren.

### **Vergleich zu den GBC-Schätzungen**

<b>in Mio. €</b>	<b>GJ 2015 (as reported)</b>	<b>GBC-Prognosen 2015</b>	<b>Δ zu GBC-Prognosen</b>
Umsatzerlöse	229,73	210,78	+9,0%
EBITDA	10,02	11,89	-15,7%
EBIT	8,22	9,85	-16,5%
Periodenergebnis	5,54	7,10	-22,0%

*Quelle: HAEMATO AG; GBC AG*

Umsatzseitig hat die HAEMATO AG unsere bisherigen Prognosen um 9,0 % deutlich übertroffen und ist damit, nach dem Ablauf der verschärften Importvorschriften, frühzeitig wieder zur gewohnten Wachstumsdynamik zurückgekehrt. Dem stehen jedoch die Auswirkungen eines intensiveren Wettbewerbs sowie einer Umsatzverschiebung hin zu den margenschwächeren Parallelimporten entgegen, was wir in Summe nicht in der Höhe antizipiert hatten. Demzufolge hatten wir auf allen Ergebnisebenen höhere Niveaus prognostiziert.

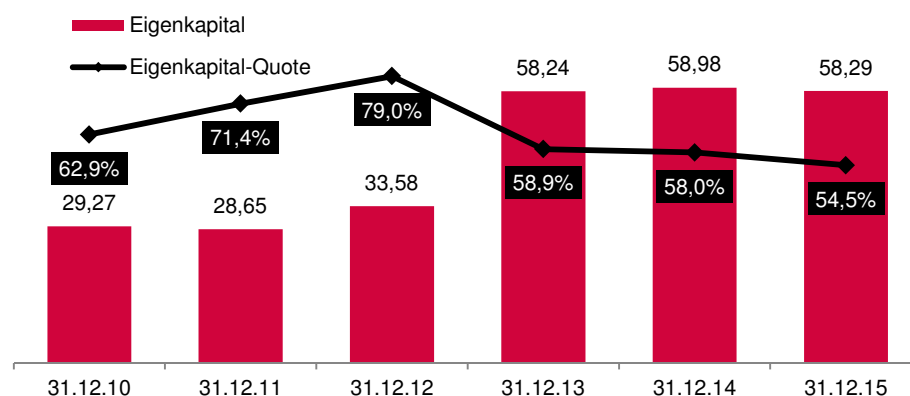
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	58,24	58,98	58,29
EK-Quote	58,9%	58,0%	54,5%
Operatives Anlagevermögen	43,04	42,53	41,52
Working Capital	29,27	33,76	34,21
Net Debt	12,77	16,34	16,66
Cashflow - operativ	-3,82	6,56	3,03
Cashflow - Investition	3,57	-1,83	-0,44
Cashflow - Finanzierung	2,07	-5,62	-2,56

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Bei den Bilanzkennzahlen haben sich im vergangenen Geschäftsjahr 2015 nur unwesentliche Veränderungen ergeben. Dabei verfolgt die HAEMATO AG eine sehr ausschüttungsfreundliche Dividendenstrategie, was in den vergangenen Jahren (seit der Neuorientierung und damit seit dem Verkauf des Immobiliengeschäftes) eine konstante Entwicklung des Eigenkapitals zur Folge hatte. Unter Einbezug der ebenfalls nahezu konstanten Bilanzsumme unterliegt die hohe Eigenkapitalquote der HAEMATO AG nur geringfügigen Veränderungen. Nach wie vor ist die HAEMATO AG mit einem Eigenkapital in Höhe von 58,29 Mio. € und einer Eigenkapitalquote in Höhe von 54,5 % überdurchschnittlich gut ausgestattet.

### Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Der sichtbare Sprung des Eigenkapitals zum 31.12.2013 ist eine Folge der im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Veränderung des Geschäftsmodells.

Grundsätzlich greift die Gesellschaft für die Vorfinanzierung der Absatzgeschäfte nur in eingeschränktem Maße auf Fremdkapital zurück, wobei es sich hier überwiegend um Bankverbindlichkeiten handelt. In Summe erhöhte sich zwar die Finanzverschuldung auf 34,37 Mio. € (31.12.14: 28,99 Mio. €). Zeitgleich erhöhte sich jedoch auch das Finanzvermögen (liquide Mittel, Wertpapiere das Anlagevermögens) auf 17,71 Mio. € (31.12.14: 12,65 Mio. €), so dass die Nettoverschuldung mit 16,66 Mio. € (31.12.14: 16,34 Mio. €) nahezu unverändert geblieben ist.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als Anbieter von Generika und Parallelimporten ist die Gesellschaft in einem sehr dynamischen Marktumfeld tätig.</li> <li>• Die HAEMATO AG war in den letzten Geschäftsjahren in der Lage, überdurchschnittlich stark vom Marktumfeld zu profitieren.</li> <li>• Mit einer Eigenkapitalquote von 54,5 % weist die HAEMATO AG eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf.</li> <li>• Mit den aktuellen Kapazitäten ist die HAEMATO AG in der Lage, ein Umsatzniveau von ca. 300 Mio. € ohne große Investitionen zu realisieren.</li> <li>• Als Anbieter von Generika deckt die Gesellschaft auch einen wertschöpfungsintensiveren Bereich ab.</li> <li>• Trotz eines schwierigen Marktumfelds war die Gesellschaft in der Lage, positive Ergebnisse zu erwirtschaften.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die HAEMATO AG ist in einem stark regulierten Marktumfeld tätig.</li> <li>• Das margenstarke Generika-Geschäft nimmt eine vergleichsweise untergeordnete Rolle ein.</li> <li>• Herstellerzwangsrabatte und ein intensiverer Wettbewerb haben in den letzten Geschäftsjahren zu einem Rückgang der Ergebnismargen bei der Tochter HAEMATO PHARM GmbH geführt.</li> <li>• Es werden größtenteils nur Apotheken und Großhändler mit einer Spezialisierung auf Onkologie und HIV beliefert.</li> <li>• Der Anteil des Goodwills an der Bilanzsumme ist mit 32,3 % vergleichsweise hoch.</li> <li>• Durch die hohe Ausschüttungsquote findet kaum eine Gewinnthesaurierung statt.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine Ausweitung auf das internationale Geschäft könnte höhere Ergebnisbeiträge (kein Herstellerzwangsrabatt im Ausland) ermöglichen.</li> <li>• Die Einsparbemühungen der Krankenkassen lassen eine weiterhin hohe Dynamik bei Generika und Parallelimporten erwarten.</li> <li>• Vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsatzniveaus ist die Realisierung von Skaleneffekten möglich.</li> <li>• Die HAEMATO AG hat Zugang zu mehreren Liefermöglichkeiten. Folglich kann die Gesellschaft auf Preisänderungen flexibel reagieren.</li> <li>• Der derzeitige Ausbau des Sortiments um den Bereich Medizinprodukte für das Lifestyle-Beauty-Segment verspricht hohe Ergebnismargen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine Verschärfung der regulatorischen Vorgaben könnte einen weiteren Margenschwund nach sich ziehen.</li> <li>• Der Einstieg neuer Wettbewerber ist aufgrund der geringen Markteintrittsbarrieren leicht möglich.</li> <li>• Eine Homogenisierung der Preisniveaus bei Arzneimitteln in Europa würde sich auf die operative Entwicklung der HAEMATO AG negativ auswirken.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

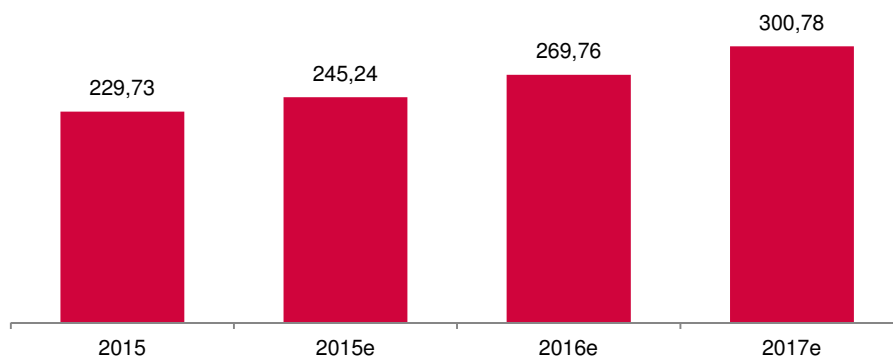
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	229,73	245,24	269,76	300,78
EBITDA	10,02	13,76	15,07	17,02
EBITDA-Marge	4,4%	5,6%	5,6%	5,7%
EBIT	8,22	11,96	13,37	14,92
EBIT-Marge	3,6%	4,9%	5,0%	5,0%
Jahresüberschuss	5,54	9,03	10,21	11,24
EPS in €	0,27	0,43	0,49	0,54

Quelle: GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 war die HAEMATO AG in der Lage, den Belastungen im Zusammenhang mit der Verschärfung von Importvorschriften zu trotzen und mit Umsatzerlösen in Höhe von 229,73 Mio. € (VJ: 202,67 Mio. €) einen neuen Rekordwert zu erzielen. Seit dem Wegfall dieses Belastungsfaktors hat die Gesellschaft das durchschnittliche Umsatzniveau (Q2-Q4 2015) auf 61,52 Mio. € je Quartal anheben können, nachdem im ersten Quartal 2015 deutlich niedrigere Umsatzerlöse in Höhe von 45,16 Mio. € erwirtschaftet wurden. Wird die quartalsweise „Run Rate“ der in 2015 durch den Sondereffekt nicht belasteten Quartale für die Umsatzprognosen des Gesamtjahres 2016 zugrunde gelegt, ergibt sich ein Umsatzpotenzial in Höhe von 245,0 Mio. €. Damit bestätigen wir unsere 2016er Umsatzprognose in Höhe von 245,24 Mio. €.

In den kommenden Geschäftsjahren sollte die HAMEATO AG, als Parallelimporteur und Hersteller von Generika, von den Einsparbemühungen im Bereich der Arzneimittelversorgung profitieren. Maßgeblich ist darüber hinaus die demografische Struktur in Deutschland, mit einem zunehmenden Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung. Auf dieser Basis rechnen wir für die kommenden beiden Geschäftsjahre mit einer Steigerung der Wachstumsdynamik und damit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % auf 269,76 Mio. € (GJ 2016e) sowie in Höhe von 11,5 % auf 300,78 Mio. € (GJ 2017e). Unsere bisherige Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2017 bleibt damit bestehen, für das Geschäftsjahr 2018 haben wir somit erstmals Umsatzprognosen ausformuliert. Zusätzliche Umsatzpotenziale ergeben sich zudem aus dem Vertrieb von Medizinprodukten für den Lifestyle-Beauty-Bereich. Im Rahmen dessen ist es denkbar, dass die Gesellschaft als Hersteller zertifizierter Produkte (bspw. Brustimplantate) fungiert, um den wachsenden Bedarf an medizinischen Lösungen im Bereich der Schönheitschirurgie zu bedienen. Die Schwestergesellschaft M1 Beauty AG könnte hier zudem als wichtiger Kunde fungieren.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)

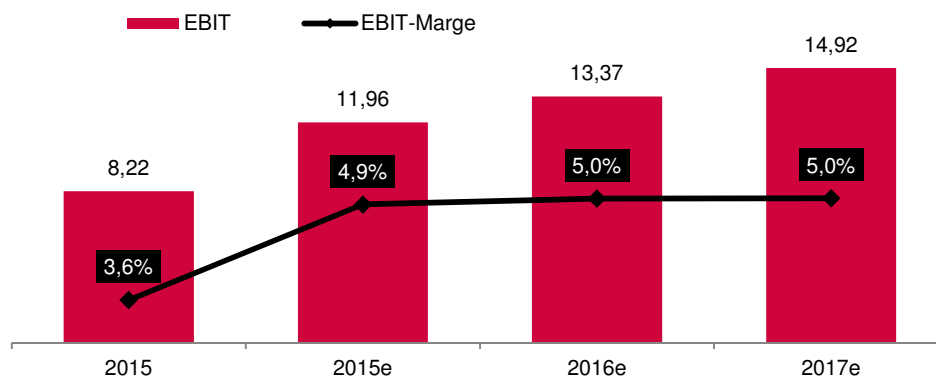


Quelle: GBC AG

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 nun erreicht. Zudem steuert die HAMEATO AG über den Aufbau eines Sortiments an Medizinprodukten für den Lifestyle- und Beauty-Bereich der rückläufigen Margentendenz entgegen. In diesem Segment können die Produkte ohne gesetzliche Rabattpflicht vermarktet werden und gehen damit mit vergleichsweise hohen Ergebnismargen einher. Parallelimporte unterliegen gesetzlich vereinbarten Herstellerzwangsrabatten in Höhe von 7,0 %.

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



Quelle: GBC AG

In Kombination dieser Faktoren rechnen wir mit einem sukzessiven Anstieg der EBIT-Marge auf 5,0 %, als Ausgangsgröße für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells.



## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016, 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 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 6,0 % 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.

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 1,54 (bisher: 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,99 % (bisher: 9,99 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,47 % (bisher: 9,47 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,47 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 6,20 € und damit bestätigen wir das bisherige Kursziel.

## 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	6,0%	ewige EBITA - Marge	5,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	15,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	245,24	269,76	300,78	315,82	331,61	348,19	365,60	383,88	
US Veränderung	6,8%	10,0%	11,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,84	6,35	6,99	6,99	6,99	6,99	6,99	6,99	
EBITDA	13,76	15,07	17,02	18,95	19,90	20,89	21,94	23,03	
EBITDA-Marge	5,6%	5,6%	5,7%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBITA	11,96	13,37	14,92	17,33	18,19	19,10	20,06	21,06	5,5%
EBITA-Marge	4,9%	5,0%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,79	-2,01	-2,24	-2,60	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	29,8%
EBI (NOPLAT)	10,17	11,37	12,68	14,73	15,47	16,24	17,05	17,90	
Kapitalrendite	13,4%	14,5%	15,4%	16,8%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	13,5%
Working Capital (WC)	36,50	40,00	44,50	47,37	49,74	52,23	54,84	57,58	
WC zu Umsatz	14,9%	14,8%	14,8%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-2,29	-3,50	-4,50	-2,87	-2,37	-2,49	-2,61	-2,74	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	42,50	43,00	45,15	47,41	49,78	52,27	54,88	
AFA auf OAV	-1,80	-1,70	-2,10	-1,62	-1,70	-1,79	-1,88	-1,97	
AFA zu OAV	4,3%	4,0%	4,9%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
Investitionen in OAV	-2,28	-2,20	-2,60	-3,77	-3,96	-4,16	-4,37	-4,58	
Investiertes Kapital	78,50	82,50	87,50	92,52	97,15	102,01	107,11	112,46	
EBITDA	13,76	15,07	17,02	18,95	19,90	20,89	21,94	23,03	
Steuern auf EBITA	-1,79	-2,01	-2,24	-2,60	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
Investitionen gesamt	-4,57	-5,70	-7,10	-6,64	-6,33	-6,64	-6,98	-7,33	
Investitionen in OAV	-2,28	-2,20	-2,60	-3,77	-3,96	-4,16	-4,37	-4,58	
Investitionen in WC	-2,29	-3,50	-4,50	-2,87	-2,37	-2,49	-2,61	-2,74	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,39	7,37	7,68	9,71	10,84	11,38	11,95	12,55	183,11

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	146,09	152,56
Barwert expliziter FCFs	48,92	46,19
Barwert des Continuing Value	97,16	106,37
Nettoschulden (Net debt)	17,31	17,54
Wert des Eigenkapitals	128,77	135,02
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	128,77	135,02
Ausstehende Aktien in Mio.	20,78	20,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>6,20</b>	6,50

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
12,5%	6,37	6,05	5,75	5,49	5,25
13,0%	6,62	6,28	5,98	5,70	5,44
13,5%	6,88	6,52	<b>6,20</b>	5,91	5,64
14,0%	7,13	6,76	6,42	6,11	5,84
14,5%	7,38	6,99	6,64	6,32	6,03

## 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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,6a,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 möglichen 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](mailto: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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)