

HAEMATO AG^{*5a,6a,11}

Kaufen

Kursziel: 7,35 €
(bisher: 8,55 €)

aktueller Kurs: 5,15
15.09.17 / XETRA / 10:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705
WKN: 619070
Börsenkürzel: HAE
Aktienanzahl³: 21,980
Marketcap³: 113,20
EnterpriseValue³: 116,91
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 49,9 %

Transparenzlevel:

Open Market
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Kursmakler AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Fertigstellung/Veröffentlichung:
15.09.2017/18.09.2017

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

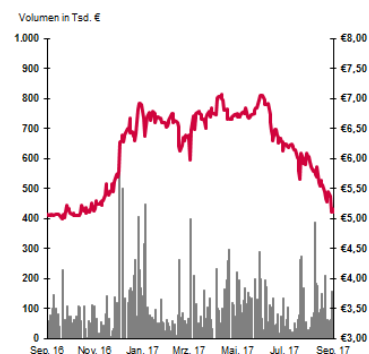
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 191 Stand: 31.08.2017

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Uwe Zimdars, Daniel Kracht



Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes pharmazeutisches Unternehmen. Die Geschäftsaktivitäten konzentrieren sich auf Wachstumsmärkte patentfreier und patentgeschützter Arzneimittel. Schwerpunkte bilden die Therapiebereiche Onkologie, HIV/AIDS, Neurologie, Herz-Kreislauf- und andere chronische Erkrankungen. Einen weiteren Bereich bildet der margenstarke Markt der Privatzahler. Hier setzt die HAEMATO AG mit ihrem Angebot von Hyaluronsäure und Botulinumtoxin ihren Fokus auf den Markt der schnell wachsenden ästhetischen Medizin. Der Bedarf an preiswerten Medikamenten, die in höchster Qualität geliefert werden und jederzeit dem Anspruch an eine zuverlässige und umfassende medizinische Versorgung gerecht werden, wird mit zunehmender Lebenserwartung der Bevölkerung in den kommenden Jahren weiter steigen. Mit dem Produktportfolio von patentfreien und patentgeschützten Medikamenten wird die Optimierung einer effizienten Arzneimittelversorgung und dadurch die Kostensenkung für Krankenkassen und somit auch für Patienten angestrebt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	275,61	279,75	307,72	332,34
EBITDA	15,25	10,08	12,89	15,34
EBIT	13,44	8,28	10,99	13,44
Jahresüberschuss	11,04	5,60	7,59	9,60

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,25	0,35	0,44
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,42	0,42	0,38	0,35
EV/EBITDA	7,67	11,60	9,07	7,62
EV/EBIT	8,70	14,12	10,64	8,70
KGV	10,26	20,21	14,91	11,79
KBV	1,79			

Finanztermine

30.11.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.05.2017: RS / 8,55 / KAUFEN

20.03.2017: RS / 7,45 / KAUFEN

05.12.2016: RS / 7,45 / KAUFEN

05.09.2016: RS / 7,45 / KAUFEN

31.5.2016: RS / 6,80 / KAUFEN

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

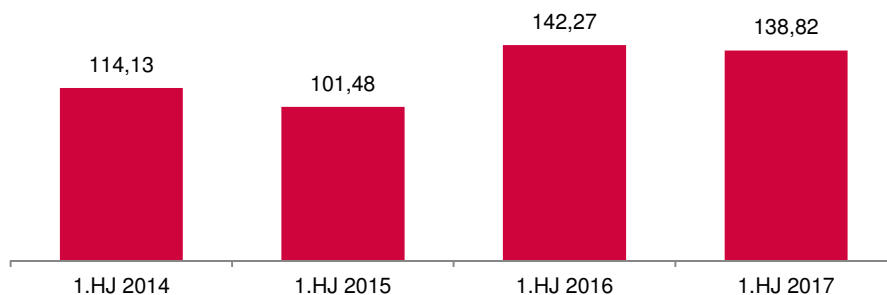
GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2017

in Mio. €	1.HJ 2015	1.HJ 2016	1.HJ 2017
Umsatzerlöse	101,48	142,27	138,82
EBITDA (EBITDA-Marge)	5,10 (5,0%)	6,84 (4,8%)	4,10 (3,0%)
EBIT (EBIT-Marge)	4,21 (4,1%)	5,93 (4,2%)	3,18 (2,3%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	2,77	4,49	2,16

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Nachdem die HAEMATO AG in den vergangenen Geschäftsjahren jeweils hohe Wachstumsraten beim Umsatz erwirtschaften konnte, setzte dieser Trend im ersten Halbjahr 2017 aus. Dabei lagen die Umsatzerlöse in Höhe von 138,82 Mio. € (VJ: 142,27 Mio. €) sogar um -2,4 % leicht unterhalb des Vorjahreswertes. Positiv herauszustellen ist aber der Umstand, dass die Gesellschaft in den vergangenen Quartalen einen aufwärtsgerichteten Trend aufweist. So kletterten die Quartalsumsätze von 62,51 Mio. € (Q4 16) auf 67,90 Mio. € (Q1 17) und schließlich auf 70,92 Mio. € (Q2 17). Im Vorjahr waren insbesondere die ersten beiden Jahresquartale aufgrund von Aufholeffekten nach dem Auslaufen der verschärften Importvorschriften sehr umsatzstark.

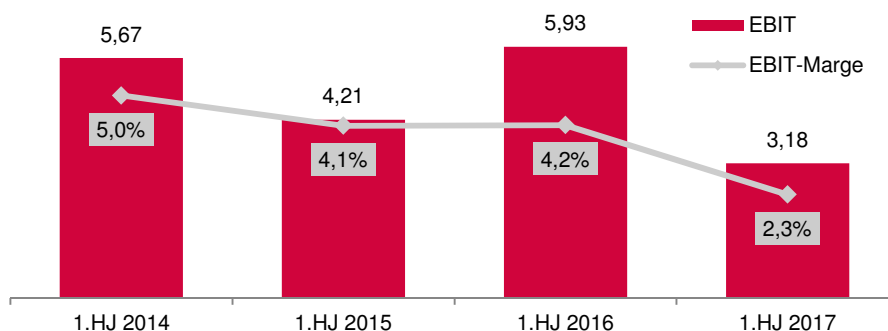
Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Auf operativer Ergebnisebene verzeichnete die HAEMATO AG nahezu eine Halbierung des EBIT auf 3,18 Mio. € (VJ: 5,93 Mio. €) mit einer entsprechenden Reduktion der EBIT-Marge auf 2,3 % (VJ: 4,2 %). Hauptsächlich sind hier - bei der sonst konstanten Umsatzentwicklung - die im Vorjahresvergleich um 1,85 Mio. € deutlich niedrigeren sonstigen betrieblichen Erträge verantwortlich. Typischerweise handelt es sich hierbei um ertragswirksame Bewertungserträge aus den gehaltenen Finanzinstrumenten börsennotierter Gesellschaften, die damit entsprechend volatil ausfallen können. Darüber hinaus hat sich der Trend hin zu etwas margenschwächeren Umsätzen fortgesetzt, was zu einer etwas höheren Materialaufwandsquote in Höhe von 93,4 % (VJ: 93,1 %) führte.

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

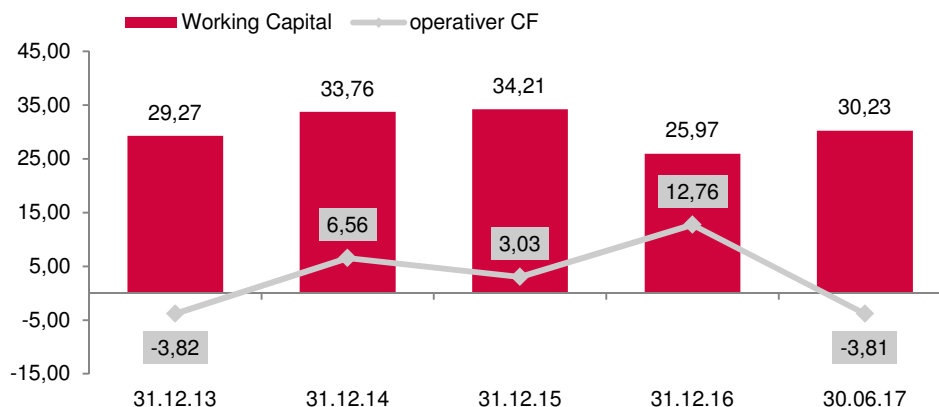
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Eigenkapital (EK-Quote in %)	58,29 (54,5%)	62,79 (53,7%)	66,11 (55,2%)
Operatives Anlagevermögen	41,52	40,44	40,25
Working Capital	34,21	25,97	30,23
Net Debt	17,14	2,57	3,72
Cashflow (operativ)	3,03	12,76	-3,81
Cashflow (Investition)	-0,44	0,05	-0,07
Cashflow (Finanzierung)	-2,56	-5,46	-0,97

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Nachdem bei der HAEMATO AG zum Geschäftsjahresende 2016 ein deutlicher Abbau des Nettoumlaufvermögens erreicht wurde, legte dieses zum Stichtag 30.06.2017 wieder auf 30,23 Mio. € (31.12.16: 25,97 Mio. €) zu. In erster Linie handelt es sich hier um einen stichtagsbedingten Anstieg bei den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 10,07 Mio. € (31.12.16: 4,12 Mio. €). Dieser deutliche Ausbau des liquiditätsbindenden Nettoumlaufvermögens hatte einen negativen operativen Cashflow in Höhe von -3,81 Mio. € (1.HJ 16: 0,88 Mio. €) zur Folge. Aufgrund des Stichtagscharakters ist aber zum Geschäftsjahresende 2017 wieder mit einem positiven Liquiditätsbeitrag aus dem operativen Geschäft zu rechnen.

Working Capital und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Als eine weitere maßgebliche Änderung gegenüber dem Geschäftsjahresende 2016 ist der trotz der erfolgten Dividendenausschüttung in Höhe von 6,59 Mio. € deutliche Anstieg beim Eigenkapital hervorzuheben. Der Ausbau des Eigenkapitals auf 66,11 Mio. € (31.12.16: 62,79 Mio. €) ist dabei sowohl dem positiven Periodenergebnis der ersten sechs Monate 2017 (2,16 Mio. €) als auch einer durchgeführten Kapitalerhöhung (7,45 Mio. €) zu verdanken. Im Mai 2017 wurde von der Großaktionärin MPH Health Care AG eine Kapitalerhöhung in Höhe von 1,20 Mio. Aktien (Preis: 6,20 € je Aktie) vollständig gezeichnet. Weiterhin verfügt die HAEMATO AG damit über eine überdurchschnittliche EK-Quote in Höhe 55,2 % (31.12.16: 53,7 %).

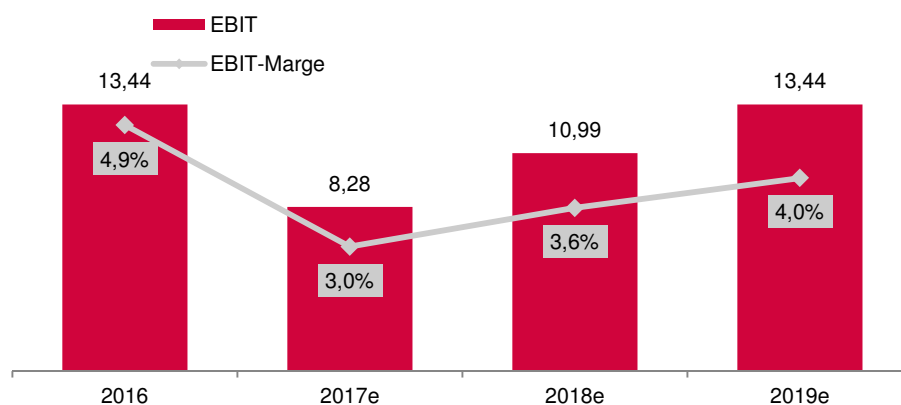
PROGNOSEN

GuV (in Mio. €)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)	GJ 19e (alt)	GJ 19e (neu)
Umsatzerlöse	308,00	279,75	338,80	307,72	365,90	332,34
EBIT	13,92	8,28	15,50	10,99	18,48	13,44
EBIT-Marge	4,5%	3,0%	4,6%	3,6%	5,1%	4,0%
Nachsteuerergebnis	10,11	5,60	11,20	7,59	13,63	9,60

Quelle: GBC AG

Auf Grundlage der konstanten und damit unterhalb unseren Erwartungen gebliebenen Umsatzentwicklung in den ersten sechs Monaten 2017 passen wir unsere bisherigen Umsatz- und folglich Ergebnisprognosen nach unten an. Bisher (siehe Researchstudie vom 12.05.17) hatten wir für das Gesamtjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von 308,00 Mio. € und damit ein Umsatzwachstum in Höhe von 11,8 % unterstellt. Ausgehend von den Halbjahresumsätzen unterstellen wir für 2017 nunmehr ein leichtes Umsatzwachstum in Höhe von 1,5 % auf 279,75 Mio. €. Analog zu den niedrigeren Umsatzerwartungen reduzieren wir unsere 2017er EBIT-Prognose auf 8,28 Mio. € (bisher: 13,92 Mio. €).

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



Quelle: GBC AG

Auf der niedrigeren Prognosebasis des laufenden Geschäftsjahres haben wir auch die Umsatz- und Ergebnisprognosen der kommenden Berichtsperioden reduziert. Nach wie vor ist die HAEMATO AG aber, insbesondere aufgrund der vorherrschenden Einsparbemühungen der Kostenträger im Gesundheitssektor, in einem wachstumsstarken Marktumfeld tätig. Mit dem über die vergangenen Geschäftsjahre aufgebauten Netzwerk (Einkauf, Apotheken etc.) hat sich die HAEMATO AG eine sehr gute Positionierung erarbeitet, um auch zukünftig von der erwarteten hohen Nachfrage nach Parallelimporten zu profitieren.

Darüber hinaus sollte die Gesellschaft durch die Erschließung weiterer Geschäftsbereiche zusätzliche Umsatz- und Ertragspotenziale gewinnen. Bezeichnend hierfür steht der mögliche Vertrieb von margenstarken Medizinprodukten für den Lifestyle-Beauty-Bereich. Im Rahmen dessen ist es denkbar, dass die Gesellschaft als Hersteller zertifizierter Produkte 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.

Auf Basis der reduzierten Prognosen für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 haben wir eine Anpassung des Kursziels auf 7,35 € (bisher: 8,55 €) je Aktie vorgenommen. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs und der damit einhergehenden vorhandenen Kurspotenziale bestätigen wir das Rating KAUFEN.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 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 5,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 1,25 % (bisher: 1,25 %).**

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 9,74 % (bisher: 9,74 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,25 % (bisher: 9,25 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells errechnete faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 7,35 € (bisher: 8,55 €). Die Kurszielreduktion reflektiert dabei die Minderung der Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 und die damit niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells.

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

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	279,75	307,72	332,34	348,96	366,41	384,73	403,96	424,16	
US Veränderung	1,5%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,66	7,24	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	7,22	
EBITDA	10,08	12,89	15,34	19,61	20,59	21,62	22,70	23,84	
EBITDA-Marge	3,6%	4,2%	4,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
EBITA	8,28	10,99	13,44	17,40	18,27	19,19	20,15	21,15	5,0%
EBITA-Marge	3,0%	3,6%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,66	-2,20	-2,69	-3,48	-3,65	-3,84	-4,03	-4,23	29,8%
EBI (NOPLAT)	6,62	8,79	10,75	13,92	14,62	15,35	16,12	16,92	
Kapitalrendite	10,0%	12,6%	14,1%	16,8%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	16,0%
Working Capital (WC)	28,00	34,00	37,00	30,71	32,24	33,86	35,55	37,33	
WC zu Umsatz	10,0%	11,0%	11,1%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Investitionen in WC	-2,03	-6,00	-3,00	6,29	-1,54	-1,61	-1,69	-1,78	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	42,50	46,00	48,30	50,72	53,25	55,91	58,71	
AFA auf OAV	-1,80	-1,90	-1,90	-2,21	-2,32	-2,43	-2,56	-2,68	
AFA zu OAV	4,3%	4,5%	4,1%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
Investitionen in OAV	-3,36	-2,40	-5,40	-4,51	-4,73	-4,97	-5,22	-5,48	
Investiertes Kapital	70,00	76,50	83,00	79,01	82,96	87,11	91,46	96,04	
EBITDA	10,08	12,89	15,34	19,61	20,59	21,62	22,70	23,84	
Steuern auf EBITA	-1,66	-2,20	-2,69	-3,48	-3,65	-3,84	-4,03	-4,23	
Investitionen gesamt	-5,39	-8,40	-8,40	1,78	-6,27	-6,58	-6,91	-7,26	
Investitionen in OAV	-3,36	-2,40	-5,40	-4,51	-4,73	-4,97	-5,22	-5,48	
Investitionen in WC	-2,03	-6,00	-3,00	6,29	-1,54	-1,61	-1,69	-1,78	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,03	2,29	4,25	17,91	10,67	11,20	11,76	12,35	199,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	154,92	166,96
Barwert expliziter FCFs	47,65	49,77
Barwert des Continuing Value	107,27	117,20
Nettoschulden (Net debt)	-0,40	5,40
Wert des Eigenkapitals	155,32	161,56
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	155,32	161,56
Ausstehende Aktien in Mio.	21,98	21,98
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,07	7,35

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,2%

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
15,0%	7,64	7,27	6,94	6,64	6,36
15,5%	7,88	7,49	7,14	6,83	6,54
16,0%	8,11	7,71	7,35	7,02	6,73
16,5%	8,35	7,93	7,56	7,22	6,91
17,0%	8,58	8,15	7,76	7,41	7,09

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 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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:

Jörg Grunwald, 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