

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

Kaufen

Kursziel: 7,45

aktueller Kurs: 5,20
2.9.2016 / ETR / 14:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705
WKN: 619070
Börsenkürzel: HAE
Aktienanzahl³: 20,779
Marketcap³: 107,82
EnterpriseValue³: 127,73
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 49,9 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Kursmakler AG

Analysten:

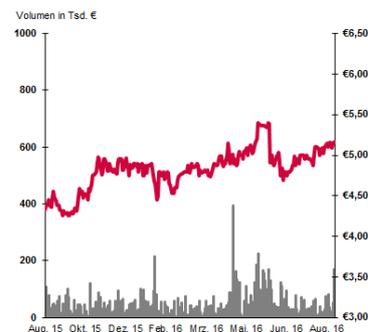
Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Fertigstellung/Veröffentlichung:
02.09.2016/05.09.2016

Unternehmensprofil

Branche: Pharma
Fokus: Generika, Parallelimporte
Mitarbeiter: 174 Stand: 30.06.2016
Gründung: 1993
Firmensitz: Berlin
Vorstand: Dr. Christian Pahl



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 anderer chronischer 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	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	229,73	287,16	320,18	357,00
EBITDA	10,02	14,34	16,67	19,07
EBIT	8,22	12,54	14,97	16,97
Jahresüberschuss	5,54	9,47	10,89	12,22

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,27	0,46	0,52	0,59
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,56	0,44	0,40	0,36
EV/EBITDA	12,75	8,91	7,66	6,70
EV/EBIT	15,54	10,19	8,53	7,53
KGV	19,46	11,39	9,91	8,82
KBV	1,91			

Finanztermine

28.11.16: Q3-Zahlen

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

31.5.2016: RS / 6,80 / KAUFEN

22.4.2016: RS / 6,20 / KAUFEN

18.12.2015: RG / 6,20 / KAUFEN

1.9.2015: RG / 6,20 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 40,2 % auf 142,27 Mio. € (1.HJ 15: 101,48 Mio. €) hat die HAEMATO AG das hohe Wachstumstempo der vergangenen Berichtsperioden nochmals ausgebaut. Wichtig in diesem Zusammenhang ist die in der Vorjahresperiode erfolgte Aufhebung eines regulatorischen Sondereffektes, welcher insbesondere die Entwicklung des ersten Quartals 2015 noch negativ beeinflusst hatte. Damit profitiert weiterhin die HAEMATO AG, mit dem Schwerpunkt auf Parallelimporte und Generika, von einer hohen Nachfrage nach kostengünstigen Arzneimitteln.
- Analog zum dynamischen Umsatzwachstum konnte das EBIT auf 5,93 Mio. € (1.HJ 15: 4,21 Mio. €) gesteigert werden, wobei sich die EBIT-Marge mit 4,2 % (1.HJ 15: 4,1 %) nahezu konstant entwickelt hatte. Die derzeit noch vergleichsweise niedrige EBIT-Marge ist eine Folge der zunehmend intensiveren Wettbewerbssituation im Bereich der Parallelimporte und einer daraus resultierenden höheren Materialintensität. Die HAEMATO AG plant in der aktuellen Marktsituation unter anderem durch den Vertrieb von margenstarken Medizinprodukten aus dem Lifestyle-Beauty-Bereich entgegenzusteuern.
- Mit dem starken Umsatzwachstum der ersten sechs Monate 2016 ist bereits frühzeitig eine gute Grundlage geschaffen worden, um auf Gesamtjahresebene neue Rekordwerte zu erreichen. Unsere bisherigen 2016er Umsatzprognosen (siehe Researchstudie vom 31.05.16: 269,93 Mio. €) erweisen sich vor diesem Hintergrund als zu konservativ, weswegen wir diese auf 287,16 Mio. € anheben. Ausgehend von dieser höheren Basis heben wir auch die Umsatzprognosen für 2017 auf 320,18 Mio. € (bisher: 269,76 Mio. €) sowie für 2018 auf 357,00 Mio. € (bisher: 300,78 Mio. €) ebenfalls an.
- Vor dem Hintergrund möglicher Skaleneffekte sowie eines erwartet höheren Anteils margenstarker Umsätze rechnen wir mit einer Verbesserung der EBIT-Marge, als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell, auf 4,4 % (GJ 2016e), 4,7 % (GJ 2017e) sowie auf 4,8 % (GJ 2018e).
- **Wir haben im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Bewertungsmodells einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 7,45 € (bisher: 6,80 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung resultiert in erster Linie aus der Prognoseanhebung, als Grundlage für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Weitere Effekte wie etwa die Reduktion des risikolosen Zinssatzes auf 1,00 % (bisher: 1,50 %) sowie der so genannte Roll-Over-Effekt (neue Kurszielbasis: Geschäftsjahr 2017) wirkten sich ebenfalls positiv auf das Bewertungsergebnis aus. Aufgrund des hohen Kurspotenzials vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2016

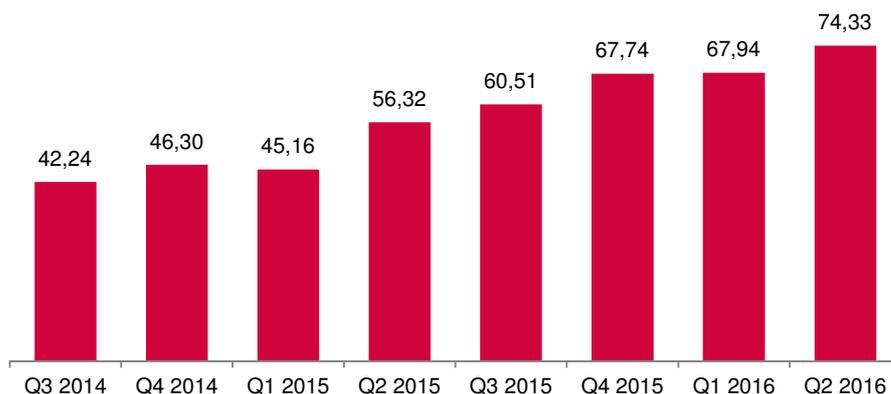
in Mio. €	1.HJ 2014	1.HJ 2015	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	114,13	101,48	142,27
EBITDA (EBITDA-Marge)	6,68 (5,9%)	5,10 (5,0%)	6,84 (4,8%)
EBIT (EBIT-Marge)	5,67 (5,0%)	4,21 (4,1%)	5,93 (4,2%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	4,88	2,77	4,49

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2016

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2016 hat die HAEMATO AG das hohe Wachstumstempo der vergangenen Berichtsperioden nochmals ausgebaut und ein Umsatzwachstum in Höhe von 40,2 % auf 142,27 Mio. € (1.HJ 15: 101,48 Mio. €) erreicht. Im Vorjahr war die Gesellschaft, dessen Geschäftsschwerpunkt vornehmlich auf dem Import von Arzneimitteln liegt, noch von einer temporären Verschärfung der Importvorschriften (Q3 2014 – Q1 2015) betroffen. Nach der Aufhebung dieses regulatorischen Sondereffektes ist der HAEMATO AG die Rückkehr zum starken Umsatzwachstum geglückt. Besonders deutlich wird dies anhand der Quartalsumsätze, mit einem signifikanten Anstieg der Umsatzbasis ab dem Q2 2015:

Quartalsumsätze (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

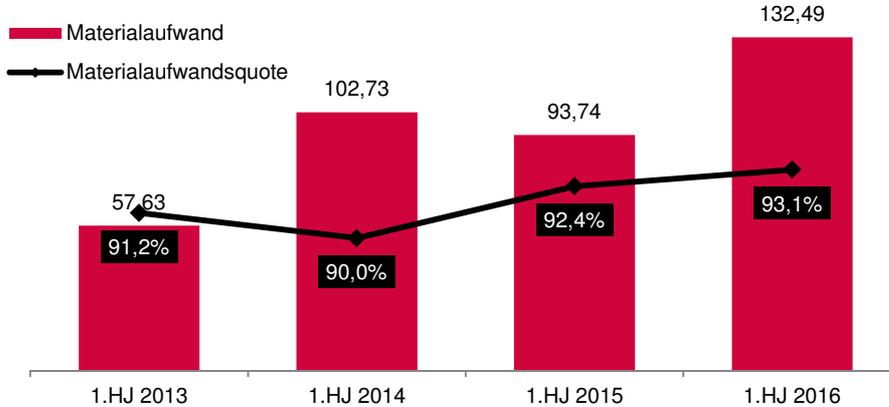
Damit profitiert die Gesellschaft weiterhin von einem erhöhten Bedarf an kostengünstigen Arzneimitteln, vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen der Krankenkassen sowie einer demografisch bedingten höheren Nachfrage nach Medikamenten.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016

Proportional zum Umsatzanstieg kletterte das EBIT in den ersten sechs Monaten 2016 um 40,8 % auf 5,93 Mio. € (1.HJ 15: 4,21 Mio. €) und damit entwickelte sich die EBIT-Marge mit 4,2 % (1.HJ 15: 4,1 %) in etwa konstant. Die operative Ergebnisentwicklung der HAEMATO AG hängt unserer Einschätzung nach im hohen Maße vom Umsatzmix ab. In den vergangenen Geschäftsjahren haben dabei insbesondere die margenschwächeren Parallelimporte deutlich an Bedeutung gewonnen, während der margenstärkere Generikabereich nicht in dem Maße gewachsen ist. Darüber hinaus sieht sich die Gesellschaft einer verschärften Wettbewerbssituation ausgesetzt, was sich ebenfalls ergebnisbelastend ausgewirkt hat. So ist beispielsweise die Materialaufwandsquote, also die Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Erwerb der Arzneimittel, in den vergan-

genen Berichtsperioden tendenziell angestiegen. In den ersten sechs Monaten 2016 legte diese weiter auf 93,1 % (1.HJ 15: 92,4 %) zu:

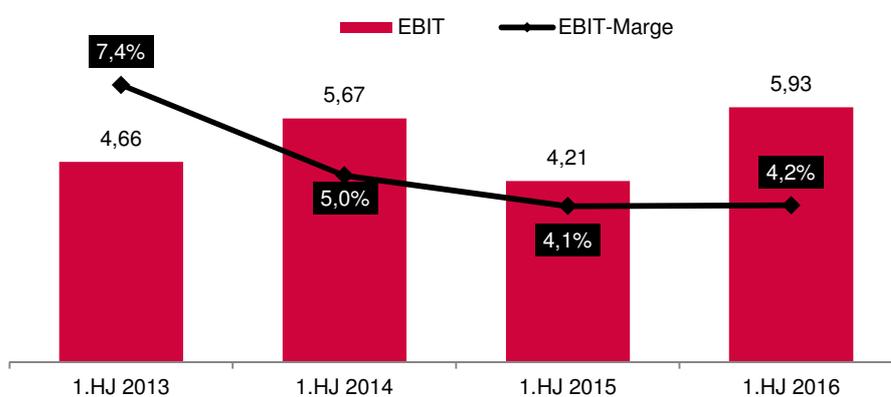
Materialaufwand (in Mio. €) und Materialaufwandsquote (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Der höheren Materialintensität steht eine nur unterproportionale Entwicklung der übrigen operativen Kosten sowie ein Anstieg bei den sonstigen betrieblichen Erträgen (vornehmlich Zeitbewertungen von Finanzanlagen) auf 3,78 Mio. € (1.HJ: 2,98 Mio. €) entgegen, so dass sich eine insgesamt konstante EBIT-Margenentwicklung ergibt:

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Analog zur operativen Ergebnisentwicklung weist die Gesellschaft auch beim Periodenergebnis ein starkes Wachstum auf 4,49 Mio. € (VJ: 2,77 Mio. €) auf. Es zeichnet sich bereits nach den ersten sechs Monaten 2016 ab, dass auf Gesamtjahresebene Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis erreicht werden dürften.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016

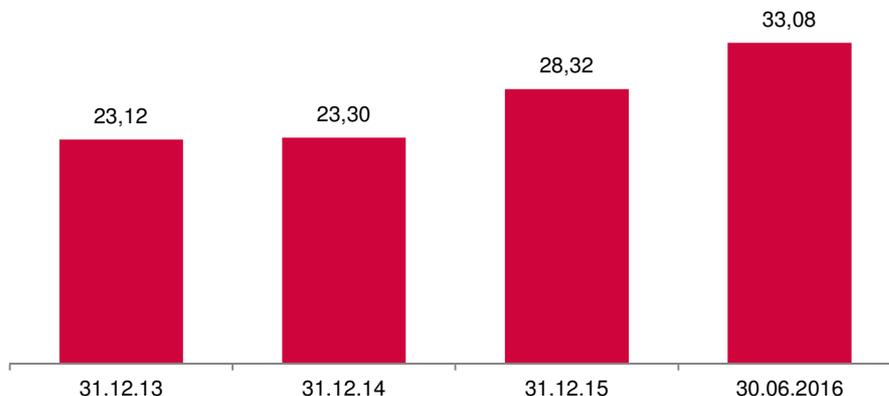
in Mio. €	30.06.2015	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital (EK-Quote in %)	55,52 (53,0%)	58,29 (54,5%)	56,54 (47,1%)
Operatives Anlagevermögen	42,07	41,52	40,97
Working Capital	31,57	34,21	35,48
Net Debt	18,12	17,14	19,91
Cashflow (operativ)	-0,33	3,03	0,88
Cashflow (Investition)	6,24	-0,44	1,28
Cashflow (Finanzierung)	-6,30	-2,56	-2,77

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die Vermögenssituation der HAEMATO AG weist gegenüber dem Geschäftsjahresende 2015 nur leichte Veränderungen auf. Auffällig ist hierbei die, trotz eines positiven Nachsteuerergebnisses in Höhe von 4,49 Mio. €, rückläufige Entwicklung des Eigenkapitals auf 56,54 Mio. € (31.12.15: 58,29 Mio. €). Dem Periodenergebnis steht jedoch eine Dividendenzahlung in Höhe von 6,23 Mio. € (0,30 € je Aktie) gegenüber, was die rückläufige Entwicklung des Eigenkapitals erklärt.

Als Parallelimporteur von Arzneimitteln fallen die Vorlaufinvestitionen der HAEMATO AG nahezu ausschließlich im Vorratsbereich an. Typischerweise bedingt dabei ein höheres Umsatzvolumen einen höheren Vorratsbestand, um zeitnah die Nachfrage bedienen zu können. Ausgehend vom im ersten Halbjahr 2016 erreichten Umsatzwachstum stiegen dabei die Vorräte auf 52,20 Mio. € (31.12.15: 41,68 Mio. €) deutlich an. Bei der Finanzierung dieser volumenbedingten Vorlaufinvestitionen greift die HAEMATO AG verstärkt auf Bankkredite zurück. Zum Bilanzstichtag kletterten dabei die Bankverbindlichkeiten weiter auf 33,08 Mio. € (31.12.15: 28,32 Mio. €):

Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Trotz der höheren Inanspruchnahme von Bankkrediten weist die HAEMATO AG nach wie vor solide Bilanzrelationen auf. Dabei ist die EK-Quote in Höhe von 47,1 % (31.12.15: 54,5 %) überdurchschnittlich hoch und geht mit einem entsprechend hohen Risikopuffer einher. Darüber hinaus verfügt die HAEMATO AG über Finanzanlagen in Höhe von 14,98 Mio. €, wodurch eine insgesamt und im Vergleich zum Eigenkapital niedrige Nettoverschuldung 19,91 Mio. € (31.12.15: 17,14 Mio. €) vorliegt.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

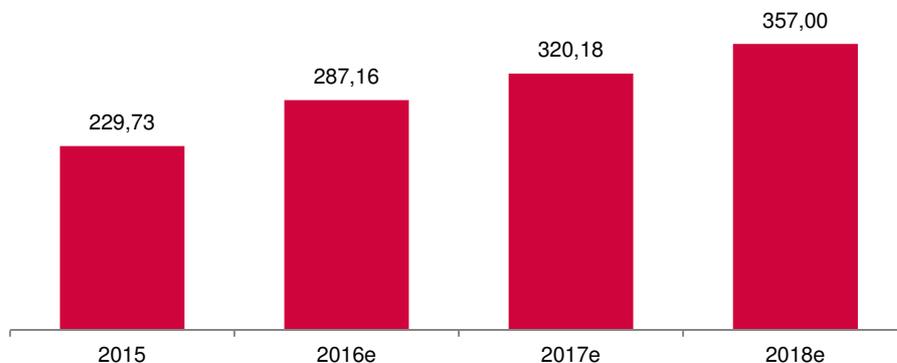
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	287,16	320,18	357,00
EBITDA	14,34	16,67	19,07
EBITDA-Marge	5,0%	5,2%	5,3%
EBIT	12,54	14,97	16,97
EBIT-Marge	4,4%	4,7%	4,8%
Jahresüberschuss	9,47	10,89	12,22
EPS in €	0,46	0,52	0,59

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2016 - 2018

Mit dem starken Umsatzwachstum in Höhe von 40,2 % auf 142,27 Mio. € hat die HAEMATO AG bereits nach sechs Monaten eine gute Grundlage geschaffen, um auch auf Gesamtjahresbasis einen neuen Umsatzrekordwert zu erreichen. Aufgrund der sich im ersten Quartal 2016 abzeichnenden Umsatzentwicklung hatten wir bereits unsere 2016er Umsatzprognosen von 245,24 Mio. € (siehe Researchstudie vom 22.04.2016) auf 269,93 Mio. € (siehe Researchstudie vom 31.05.2016) angehoben. Mit Vorlage des Halbjahresberichtes 2016 stellen sich diese abermals als zu konservativ heraus, weswegen wir erneut eine Anhebung der Umsatzprognosen auf 287,16 Mio. € vornehmen. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir zwar mit einem Rückgang der Wachstumsrate auf jeweils 11,5 %, aufgrund der nun höheren Umsatzbasis heben wir auch hier die Umsatzprognosen an:

Umsatzprognosen (in Mio. €)



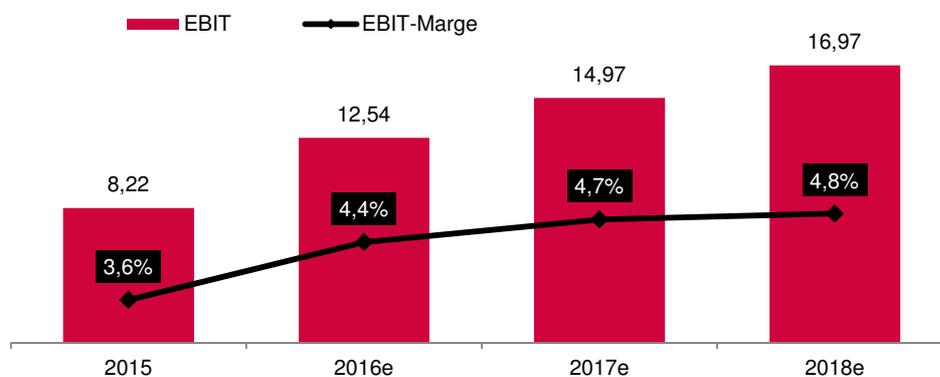
Quelle: GBC AG

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. 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 Kliniken AG könnte hier zudem als wichtiger Kunde fungieren.

Ergebnisprognosen 2016 – 2018

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 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 4,8 %, 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 5,3 % 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 1,00 % (bisher: 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 9,49 % (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 9,02 % (bisher: 9,47 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells errechnete faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 7,45 € (bisher: 6,80 €). Die Kurszielanhebung resultiert einerseits aus der Prognoseanhebung, als Grundlage für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Weitere Effekte wie etwa die Reduktion des risikolosen Zinssatzes auf 1,00 % (bisher: 1,50 %) sowie der so genannte Roll-Over-Effekt (neue Kurszielbasis: Geschäftsjahr 2017) wirkten sich ebenfalls positiv auf das Bewertungsergebnis aus.

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	5,3%	ewige EBITA - Marge	5,2%
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 Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	287,16	320,18	357,00	374,85	393,59	413,27	433,94	455,64	
US Veränderung	25,0%	11,5%	11,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,84	7,53	8,30	8,30	8,30	8,30	8,30	8,30	
EBITDA	14,34	16,67	19,07	20,02	21,02	22,07	23,17	24,33	
EBITDA-Marge	5,0%	5,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
EBITA	12,54	14,97	16,97	18,40	19,32	20,28	21,30	22,36	
EBITA-Marge	4,4%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	5,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,51	-2,99	-3,39	-3,68	-3,86	-4,06	-4,26	-4,47	
EBI (NOPLAT)	10,03	11,97	13,58	14,72	15,45	16,23	17,04	17,89	29,8%
Kapitalrendite	13,2%	15,4%	16,5%	16,8%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	13,9%
Working Capital (WC)	36,00	40,00	44,50	56,23	59,04	61,99	65,09	68,35	
WC zu Umsatz	12,5%	12,5%	12,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-1,79	-4,00	-4,50	-11,73	-2,81	-2,95	-3,10	-3,25	
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	78,00	82,50	87,50	101,38	106,45	111,77	117,36	123,23	
EBITDA	14,34	16,67	19,07	20,02	21,02	22,07	23,17	24,33	
Steuern auf EBITA	-2,51	-2,99	-3,39	-3,68	-3,86	-4,06	-4,26	-4,47	
Investitionen gesamt	-4,07	-6,20	-7,10	-15,50	-6,77	-7,11	-7,47	-7,84	
Investitionen in OAV	-2,28	-2,20	-2,60	-3,77	-3,96	-4,16	-4,37	-4,58	
Investitionen in WC	-1,79	-4,00	-4,50	-11,73	-2,81	-2,95	-3,10	-3,25	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,76	7,47	8,58	0,84	10,38	10,90	11,45	12,02	222,17

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	163,87	171,19
Barwert expliziter FCFs	42,53	38,89
Barwert des Continuing Value	121,34	132,29
Nettoschulden (Net debt)	16,32	16,44
Wert des Eigenkapitals	147,56	154,75
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	147,56	154,75
Ausstehende Aktien in Mio.	20,78	20,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,10	7,45

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
12,9%	7,72	7,27	6,86	6,50	6,17
13,4%	8,05	7,58	7,15	6,77	6,43
13,9%	8,39	7,89	7,45	7,05	6,68
14,4%	8,73	8,21	7,74	7,32	6,94
14,9%	9,06	8,52	8,03	7,60	7,20

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), 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:

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