



Researchstudie (Anno)

HAEMATO AG



- **Dynamisches Wachstum setzt sich fort -**
- **Deutliche Ergebnisverbesserungen erreicht -**
- **Kursziel angehoben -**

Kursziel: 8,55 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Kaufen

Kursziel: 8,55

aktueller Kurs: 6,72
11.05.17 / XETRA-Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705
WKN: 619070
Börsenkürzel: HAE
Aktienanzahl³: 21,980
Marketcap³: 147,71
EnterpriseValue³: 150,28
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 19

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

Fokus: Generika, Parallelimporte

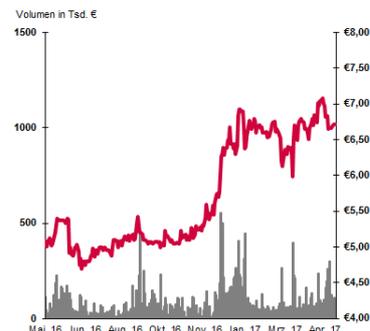
Mitarbeiter: 182 Stand: 30.04.2017

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 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	308,00	338,80	365,90
EBITDA	15,25	15,62	17,40	20,38
EBIT	13,44	13,92	15,50	18,48
Jahresüberschuss	11,04	10,11	11,20	13,63

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,46	0,51	0,62
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,55	0,49	0,44	0,41
EV/EBITDA	9,86	9,62	8,64	7,37
EV/EBIT	11,18	10,80	9,69	8,13
KGV	13,38	14,61	13,19	10,84
KBV	2,34			

Finanztermine

26.05.2017: Veröffentlichung Q1-Bericht

22.06.2017: Hauptversammlung

31.08.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht

30.11.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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

22.4.2016: RS / 6,20 / KAUFEN

18.12.2015: 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 20,0 % auf 275,61 Mio. € (VJ: 229,73 Mio. €) hat die HAEMATO AG in 2016 einen neuen Umsatzrekordwert erreicht. Damit dürfte die Gesellschaft von einer weiterhin hohen Nachfrage nach Parallelimporten und Generika, vor dem Hintergrund der fortgesetzten Einsparbemühungen der Kostenträger im Gesundheitssektor, profitiert haben. Gemäß Unternehmensangaben ist der Handel mit Parallelimporten weiterhin für den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse verantwortlich, wohingegen der Geschäftsbereich Generika in den letzten Jahren an Bedeutung verloren hat.
- Das EBIT verbesserte sich, ausgehend von der höheren Umsatzbasis, signifikant um 63,5 % auf 13,44 Mio. € (VJ: 8,22 Mio. €), was einen Anstieg der EBIT-Marge auf 4,9 % (VJ: 3,6 %) nach sich gezogen hat. Ein wesentlicher Aspekt dieser Entwicklung ist der nur unterproportionale Anstieg der Materialaufwendungen, bei einer sonst konstanten Entwicklung der operativen Kosten. Nach der rückläufigen Margentendenz der vergangenen beiden Geschäftsjahre konnte die HAEMATO AG damit wieder eine Margenverbesserung erreichen. In den Geschäftsjahren 2014 und 2015 gab es einen Sondereffekt im Zusammenhang mit einer temporären Verschärfung bei Arzneimittelimporten, welcher im Zeitraum Q3/2014-Q1/2015 zu einer Verlangsamung der Umschlaghäufigkeit und damit zu einem niedrigeren Umsatzniveau geführt hatten.
- In unseren Prognosen rechnen wir mit einer Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. Die Grundlage für unsere Prognosen stellt dabei die Erwartung einer weiterhin hohen Nachfrage nach preisgünstigen Parallelimporten, als Folge der unveränderten Einsparbemühungen der Krankenkassen. 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.
- Unserer Ansicht nach dürfte die HAEMATO AG zukünftig eine Ausweitung auf margenstarke Produkte umsetzen und somit neue Umsatzpotenziale erschließen. Denkbar wäre hier eine Ausweitung der Produktpalette um den Bereich Biosimilars sowie auch die Adressierung des margenstarken Selbstzahlermarktes. Wir haben mögliche zusätzliche Umsatzpotenziale in unseren Prognosen einbezogen, gehen jedoch konservativ von einer rückläufigen Wachstumsdynamik bei den Umsätzen aus. Bereits im laufenden Geschäftsjahr sollte dabei die Umsatzmarke von 300,0 Mio. € übertroffen werden.
- Bei steigenden Erlösen sollte die HAEMATO AG Skaleneffekte heben sowie, unter der Annahme eines zunehmenden Vertriebs von margenstarken Produkten, von einer Reduktion der Materialaufwandsquote profitieren. Bis zum Geschäftsjahr 2019 prognostizieren wir, als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell, einen leichten Anstieg der EBIT-Marge auf 5,1 %.
- Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 8,55 € (bisher: 7,40 €). Die Kurszielanhebung basiert einerseits auf dem erstmaligen Einbezug der 2019er Prognosen, wodurch sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Modells ergibt. Darüber hinaus ergibt sich aus der turnusmäßigen Verlängerung des Kursziels auf das Geschäftsjahresende 2018 ein positiver „Roll-Over-Effekt“. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 6,72 € ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 27,3 % und damit vergeben wir das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

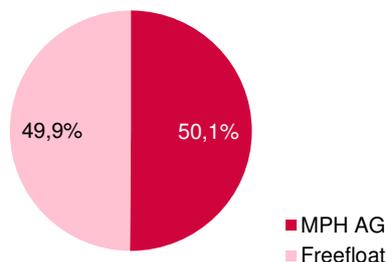
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftssegment Parallelimporte	4
Geschäftssegment Generika	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung GJ 2016	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2016	9
Umsatzentwicklung 2016	9
Ergebnisentwicklung 2016	9
Vergleich zu den GBC-Schätzungen	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Bewertung	14
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen 2017 – 2019	14
Ergebnisprognosen 2017 - 2019	15
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

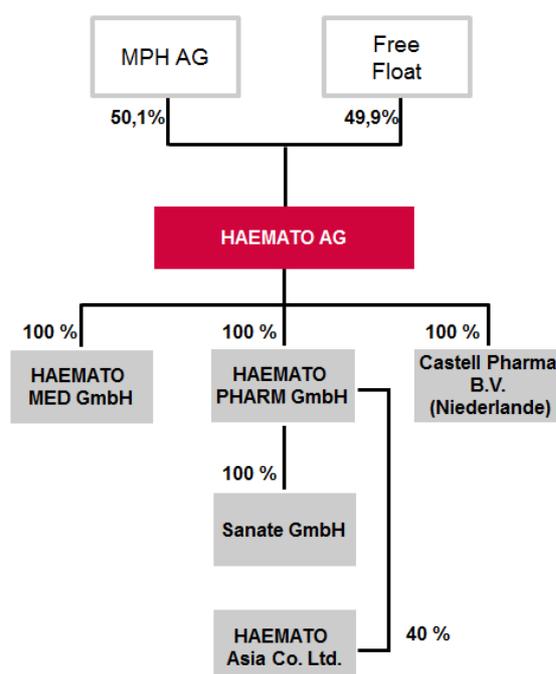
Aktionärsstruktur

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.

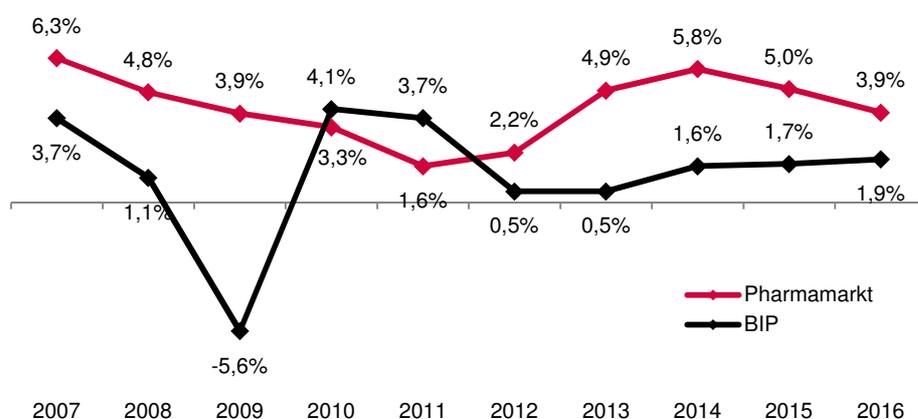
Geschäftssegment Generika

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 mit ihrem Schwerpunkt auf Parallelimporte und Generika Teil einer vergleichsweise wachstumsstarken Branche. Basierend auf der stetig steigenden Nachfrage nach Arzneimitteln kletterten die Umsätze im deutschen Pharmamarkt zwischen 2007 und 2016 um durchschnittlich jährlich 4,2 % und waren damit deutlich dynamischer als die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (durchschnittliches BIP-Wachstum 2007 – 2016: 1,3 % p.a.). Als ein wesentlicher Faktor für dieses dynamische Marktumfeld wird die demografische Entwicklung genannt, mit einem zunehmenden Anteil der arzneimittelkonsumierenden Bevölkerung. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 legte der Pharmamarkt um 3,9 % und damit leicht unterhalb des langjährigen Mittels zu:

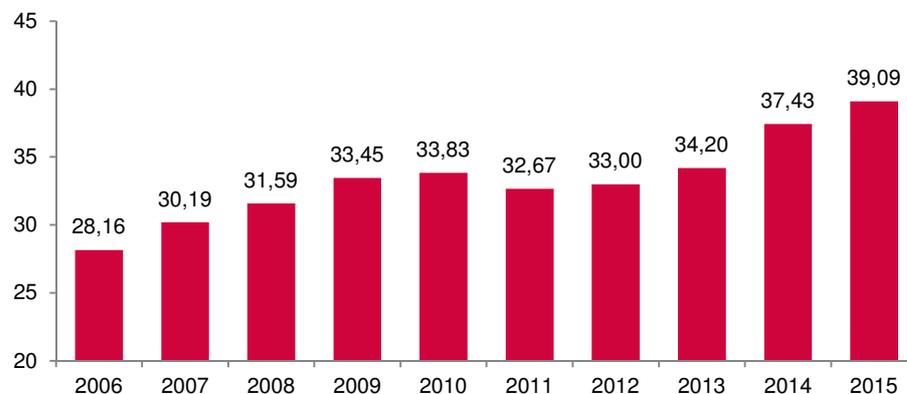
Wachstum Pharmamarkt vs. BIP-Wachstum



Quelle: IMS Health; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Analog zu dieser Entwicklung lässt sich bei den Arzneimittelausgaben durch die deutschen Krankenversicherungen ebenfalls eine hohe Wachstumsdynamik ersehen. Zwischen 2007 und 2015 legten dabei die Arzneimittelausgaben um durchschnittlich jährlich 3,8 % zu. Um eine Entlastung bei den Gesundheitsausgaben umzusetzen, werden verschiedene Instrumente angewendet, wie etwa gesetzlich vereinbarte Herstellerzwangsrabatte (derzeit: 6,0-7,0 %), Apothekennachlässe oder eine vereinbarte Mindestimportquote bei Arzneimitteln.

GKV-Ausgaben für Arzneimittel (in Mrd. €)

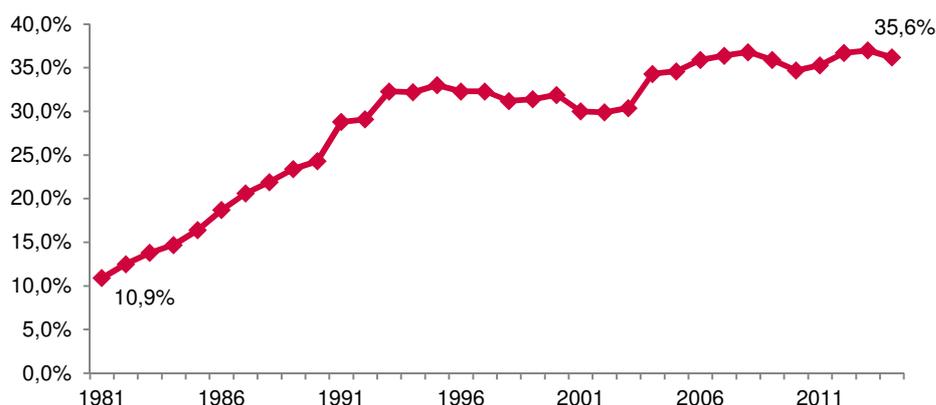


Quelle: Gesundheitsberichterstattung des Bundes; GBC AG

Als Importeur von Arzneimitteln profitiert die HAEMATO AG in besonderer Weise von den tendenziell steigenden Ausgaben im Gesundheitsbereich und von den implementierten gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Kostenreduktion in diesem Bereich. In ähnli-

cher Weise verhält es sich mit dem zweiten Geschäftssegment der HAEMATO AG, dem Generikabereich. Auch bei diesem Arzneimittelsegment liegt primär der Einspargedanke zugrunde. Gemäß einer von der Gesundheitsberichterstattung des Bundes veröffentlichten aktualisierten Auswertung, liegen die Einsparpotenziale ausgewählter Generika gegenüber den Originalpräparaten im Durchschnitt bei 31 %. Vor diesem Hintergrund ist der bereits hohe Generika-Umsatzanteil an den Gesamtumsätzen der Arzneimittelbranche zu verstehen. Im Zuge eines sukzessiven Patentauslaufs bei Blockbuster-Produkten sowie vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen waren Generika in 2015 für 35,6 % der Gesamtumsätze verantwortlich:

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 GJ 2016

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	229,73	275,61	308,00	338,80	365,90
Bestandsveränderungen	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	6,57	10,20	1,90	1,90	1,80
Materialaufwand	-214,45	-256,15	-279,97	-307,97	-330,78
Rohertrag	21,89	29,67	29,93	32,73	36,93
Personalaufwand	-5,41	-6,00	-6,30	-6,86	-7,40
Abschreibungen	-1,80	-1,81	-1,70	-1,90	-1,90
sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,46	-8,42	-8,01	-8,47	-9,15
EBIT	8,22	13,44	13,92	15,50	18,48
Zinserträge	0,01	0,68	0,14	0,10	0,10
Zinsaufwendungen	-2,21	-1,86	-1,42	-1,60	-1,54
EBT	6,03	12,26	12,64	14,00	17,04
Steuern von Einkommen und Ertrag	-0,49	-1,21	-2,53	-2,80	-3,41
sonstige Steuern	0,00	-0,02	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	5,54	11,04	10,11	11,20	13,63
EBITDA	10,02	15,25	15,62	17,40	20,38
in % der Umsatzerlöse	4,4%	5,5%	5,1%	5,1%	5,6%
EBIT	8,22	13,44	13,92	15,50	18,48
in % der Umsatzerlöse	3,6%	4,9%	4,5%	4,6%	5,1%
Ergebnis je Aktie in €	0,27	0,53	0,46	0,51	0,62
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Aktienzahl in Mio. Stück	20,78	20,78	21,98	21,98	21,98

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2016

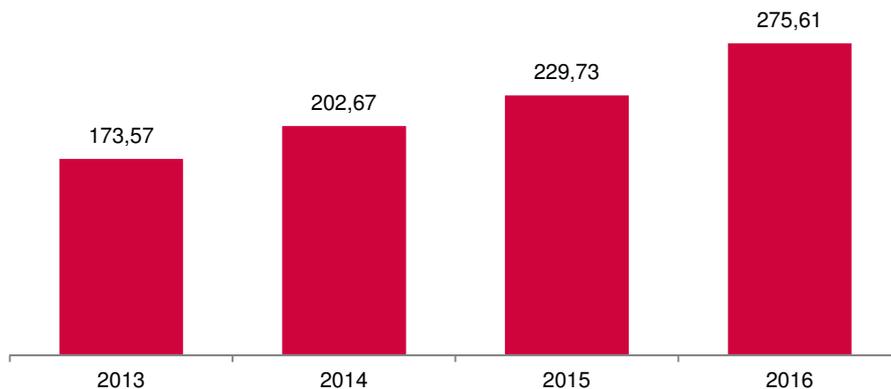
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	202,67	229,73	275,61
EBITDA	10,29	10,02	15,25
EBITDA-Marge	5,1%	4,4%	5,5%
EBIT	8,23	8,22	13,44
EBIT-Marge	4,1%	3,6%	4,9%
Jahresüberschuss	6,98	5,54	11,04
EPS in €	0,34	0,27	0,53

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2016

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die HAEMATO AG mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 20,0 % erwartungsgemäß den Wachstumskurs der vergangenen Geschäftsjahre nochmals beschleunigt. Der erreichte neue Umsatzrekordwert ist unseres Erachtens auf eine weiterhin hohe Nachfrage nach Parallelimporten und Generika zurückzuführen, auf Grundlage der unveränderten Einsparbemühungen der Kostenträger im Gesundheitswesen. Mit dem stetigen Ausbau des Produktkatalogs gelang es der HAEMATO AG damit abermals stärker als der Gesamtmarkt zu wachsen.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



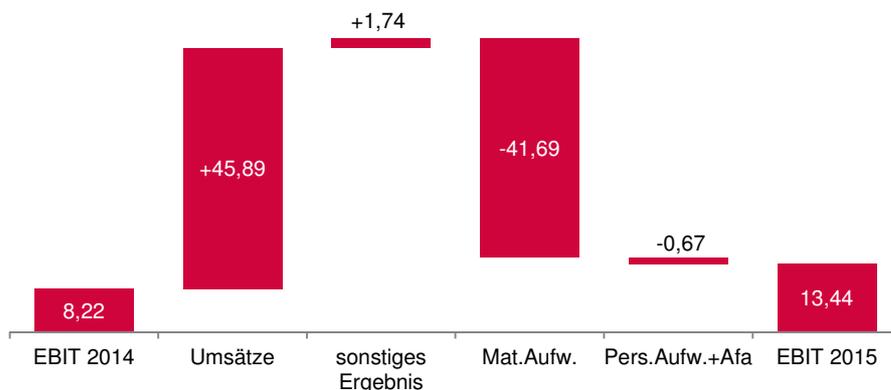
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Gemäß Unternehmensangaben ist der Handel mit Parallelimporten weiterhin für den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse verantwortlich, wohingegen der Geschäftsbereich Generika in den letzten Jahren an Bedeutung verloren hat. Hauptsächlich werden die Bereiche Onkologie, HIV, Rheumatologie und Neurologie adressiert, welche in der Regel von einer kostspieligen Preisstruktur bei den Arzneimitteln geprägt sind.

Ergebnisentwicklung 2016

Ausgehend von der höheren Umsatzbasis war die HAEMATO AG in der Lage, beim EBIT einen überproportionalen Anstieg in Höhe von 63,5 % auf 13,44 Mio. € (VJ: 8,22 Mio. €) zu erreichen und damit verbesserte sich die EBIT-Marge von 3,6 % (GJ 2015) auf 4,9 % (GJ 2016). Ein wesentlicher Aspekt dieser Entwicklung ist der nur unterproportionale Anstieg der Materialaufwendungen, bei einer vergleichsweise konstanten Entwicklung der weiteren operativen Kosten. Der Materialaufwand enthält bei der HAEMATO AG sämtliche mit dem Einkauf von Arzneimitteln im Zusammenhang stehenden Kosten und geht mit 256,15 Mio. € (VJ: 214,46 Mio. €) mit einer leicht niedrigeren Kostenquote in Höhe von 92,9 % (VJ: 93,4 %) einher.

EBIT-Brücke (in Mio. €)

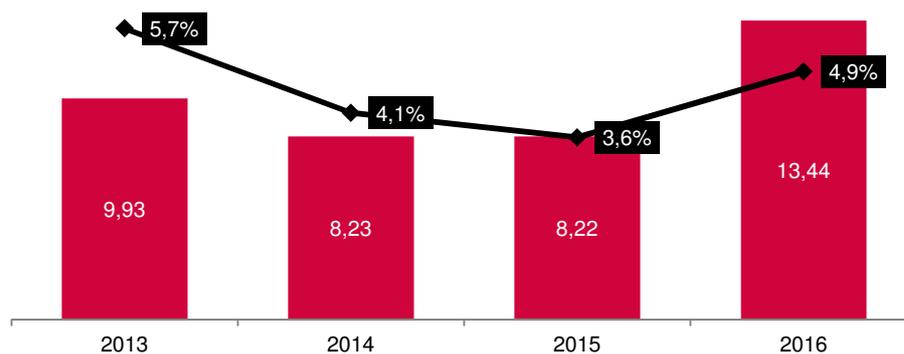


Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die im Vergleich zum Umsatzanstieg nur unterproportionale Entwicklung beim Materialaufwand ist zum Teil auf eine für die Gesellschaft günstige Währungskursentwicklung zurückzuführen. Darüber hinaus hatte die HAEMATO AG einen besseren Zugang zu etwas margenstärkeren Parallelimporten, was ebenfalls einen teilweise positiven Effekt auf die Rohertragsmarge hatte.

Erwähnenswert ist darüber hinaus die vergleichsweise solide Entwicklung der übrigen Kosten. So kletterte beispielsweise der Personalaufwand unterproportional um 11,0 % auf 6,00 Mio. € (VJ: 5,41 Mio. €) und darüber hinaus lagen die Abschreibungen mit 1,81 Mio. € (VJ: 1,80 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Grundsätzlich geht das Geschäftsmodell der HAEMATO AG, als Handelsunternehmen, mit einem nur geringen Investitionsbedarf hinsichtlich des Anlagevermögens einher, was zu einem typischerweise niedrigen Abschreibungsaufwand führt.

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Nach der rückläufigen Margentendenz der vergangenen beiden Geschäftsjahre konnte die HAEMATO AG damit wieder eine Margenverbesserung erreichen. In den Geschäftsjahren 2014 und 2015 gab es einen Sondereffekt im Zusammenhang mit einer temporären Verschärfung bei Arzneimittelimporten, welche im Zeitraum Q3/2014-Q1/2015 zu einer Verlangsamung der Umschlaghäufigkeit und damit zu einem niedrigeren Umsatzniveau geführt hatten. Vor dem Hintergrund der aktuell höheren Umsatzniveaus war die HAEMATO AG nicht nur in der Lage Skaleneffekte zu realisieren und damit das Ergebnisniveau zu verbessern, zudem profitierte die Gesellschaft von einem steigenden Rohertrag.

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses weist die Gesellschaft einen im Vergleich zum EBIT nochmals überproportionalen Anstieg auf 11,04 Mio. € (VJ: 5,54 Mio. €) aus. In dieser Entwicklung findet sich auch die signifikante Verbesserung des Finanzergebnisses auf -1,18 Mio. € (VJ: -2,20 Mio. €) wieder. Hintergrund dessen sind die positiven Beteiligungserträge (Dividendenzahlungen) in Höhe von 0,63 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) sowie die fehlenden Abschreibungen auf Finanzanlagen, welche in 2015 mit 0,57 Mio. € das Finanzergebnis belastet hatten.

Vergleich zu den GBC-Schätzungen

in Mio. €	GJ 2016 (as reported)	GBC-Prognosen 2016	Δ zu GBC-Prognosen
Umsatzerlöse	275,61	287,16	-4,0%
EBITDA	15,25	14,34	6,3%
EBIT	13,44	12,54	7,2%
Periodenergebnis	11,04	9,47	16,6%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Unsere bisherigen 2016er Umsatzprognosen wurden von der HAEMATO AG aufgrund eines etwas schwächeren Q4 2016 nicht ganz erreicht, auf Ergebnisebene verzeichnete die Gesellschaft jedoch eine deutlich bessere Entwicklung als von uns antizipiert. Wir hatten insbesondere bei den operativen Kosten, beim Finanzaufwand sowie bei den Steueraufwendungen ein jeweils etwas höheres Niveau angenommen.

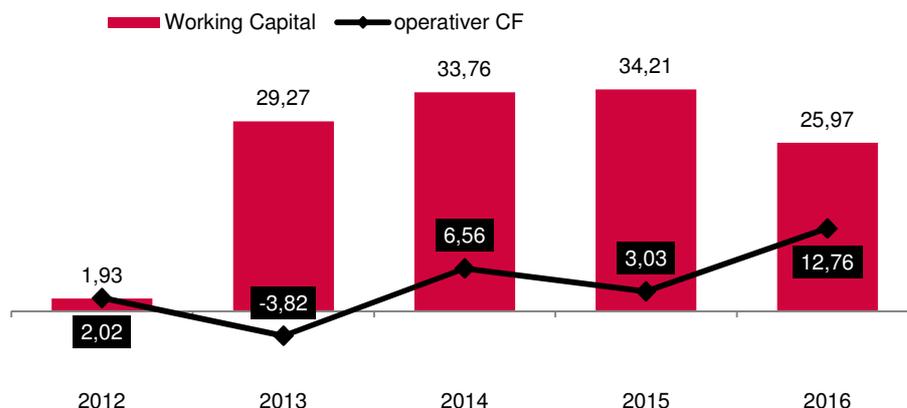
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	58,98	58,29	62,79
EK-Quote	58,0%	54,5%	53,7%
Operatives Anlagevermögen	42,53	41,52	40,44
Working Capital	33,76	34,21	25,97
Net Debt	16,23	16,24	2,57
Cashflow - operativ	6,56	3,03	12,76
Cashflow - Investition	-1,83	-0,44	0,05
Cashflow - Finanzierung	-5,62	-2,56	-5,46

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 ist es der HAEMATO AG gelungen, Verbesserungen beim Nettoumlaufvermögen (Working Capital) zu erzielen. Das rückläufige Working Capital auf 25,97 Mio. € (31.12.15: 34,21 Mio. €), was einen Rückgang des investierten Kapitals zur Folge hatte, ist in erster Linie auf einen Abbau der Vorräte zurückzuführen. Bei den Vorräten in Höhe von 37,89 Mio. € (31.12.15: 41,68 Mio. €) handelt es sich um den notwendigen Vorratsbestand an Arzneimitteln, um eine schnelle Lieferung bewerkstelligen zu können. Die Vorräte sind der größte kapitalbindende Posten der HAEMATO AG und der Gesellschaft ist es gelungen, die Umschlagshäufigkeit zu verbessern.

Entwicklung Working Capital und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die aus der Minderung des Working Capitals bedingte Reduktion des eingesetzten Kapitals hat sich positiv auf den operativen Cashflow und damit auf den Liquiditätsbestand der HAEMATO AG ausgewirkt. Die liquiden Mittel kletterten dabei auf 9,79 Mio. € (31.12.15: 2,45 Mio. €). Zusätzlich verfügt die Gesellschaft über als kurzfristig und langfristig klassifizierte Finanzanlagen, also über Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen, in Höhe von insgesamt 21,04 Mio. €.

Auf der Passivseite dominiert mit einem 53,7%igen Anteil an der Bilanzsumme weiterhin das Eigenkapital. Das Fremdkapital ist zum Teil dem Working Capital zuzuordnen und besteht darüber hinaus mit 26,95 Mio. € (31.12.15: 34,09 Mio. €) aus zinstragenden Verbindlichkeiten. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die HAEMATO AG den überwiegenden Teil seiner Bankverbindlichkeiten prolongiert, so dass mit 2,72 Mio. € (31.12.15: 22,18 Mio. €) nur noch ein geringer Teil dem kurzfristigen Bereich zugeordnet ist.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Als Anbieter von Generika und Parallelimporten ist die Gesellschaft in einem sehr dynamischen Marktumfeld tätig. • Die HAEMATO AG war in den letzten Geschäftsjahren in der Lage, überdurchschnittlich stark vom Marktumfeld zu profitieren. • Mit einer Eigenkapitalquote von 53,7 % weist die HAEMATO AG eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf. • Mit den aktuellen Kapazitäten ist die HAEMATO AG in der Lage, ein Umsatzniveau von über 300 Mio. € ohne große Investitionen zu realisieren. • Als Anbieter von Generika deckt die Gesellschaft auch einen wertschöpfungsintensiveren Bereich ab. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die HAEMATO AG ist in einem stark regulierten Marktumfeld tätig. • Es werden größtenteils nur Apotheken und Großhändler mit einer Spezialisierung auf Onkologie und HIV beliefert. • Der Anteil des Goodwills an der Bilanzsumme ist mit 29,6 % vergleichsweise hoch. • Durch die hohe Ausschüttungsquote findet kaum eine Gewinnthesaurierung statt.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die Einsparbemühungen der Krankenkassen lassen eine weiterhin hohe Dynamik bei Parallelimporten erwarten. • Vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsatzniveaus ist die Realisierung von Skaleneffekten möglich. • Die HAEMATO AG hat Zugang zu mehreren Liefermöglichkeiten. Folglich kann die Gesellschaft auf Preisänderungen flexibel reagieren. • Der derzeitige Ausbau des Sortiments um den Bereich Medizinprodukte für das Lifestyle-Beauty-Segment verspricht hohe Ergebnismargen 	<ul style="list-style-type: none"> • Eine Verschärfung der regulatorischen Vorgaben könnte einen Margenschwund nach sich ziehen. • Der Einstieg neuer Wettbewerber ist aufgrund der geringen Markteintrittsbarrieren leicht möglich. • Eine Homogenisierung der Preisniveaus bei Arzneimitteln in Europa würde sich auf die operative Entwicklung der HAEMATO AG negativ auswirken.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	275,61	308,00	338,80	365,90
EBITDA	15,25	15,62	17,40	20,38
EBITDA-Marge	5,5%	5,1%	5,1%	5,6%
EBIT	13,44	13,92	15,50	18,48
EBIT-Marge	4,9%	4,5%	4,6%	5,1%
Jahresüberschuss	11,04	10,11	11,20	13,63
EPS in €	0,53	0,46	0,51	0,62

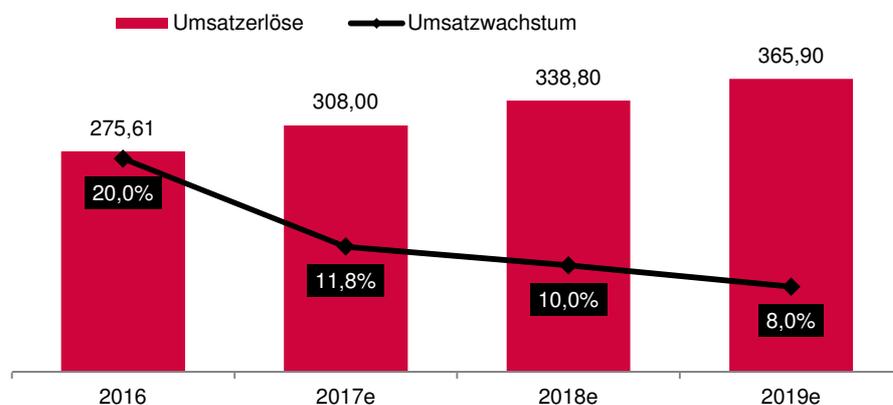
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2017 – 2019

Die HAEMATO AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 20,0 % seinen Wachstumskurs erfolgreich fortsetzen können. Die Grundlage dafür war, wie auch schon in den vergangenen Jahren, eine weiterhin hohe Nachfrage nach preisgünstigen Parallelimporten, als Folge der unveränderten Einsparbemühungen der Krankenkassen. 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.

Unserer Ansicht nach dürfte die HAEMATO AG zukünftig eine Ausweitung auf margenstarke Produkte umsetzen und somit neue Umsatzpotenziale erschließen. Denkbar wäre hier eine Ausweitung der Produktpalette um den Bereich der Biosimilars, also von Nachahmerprodukten von Biopharmazeutika, bei denen der Patentschutz abgelaufen ist. Da diese Biopharmazeutika die teuerste Arzneimittelgattung darstellen, sind beim Einsatz von Biosimilars hohe Einsparpotenziale vorhanden. Darüber hinaus könnte die HAEMATO AG auch den Selbstzahlermarkt adressieren, welcher unseres Erachtens mit deutlich höheren Ergebnismargen einhergeht. Bezeichnend hierfür steht der mögliche 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. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

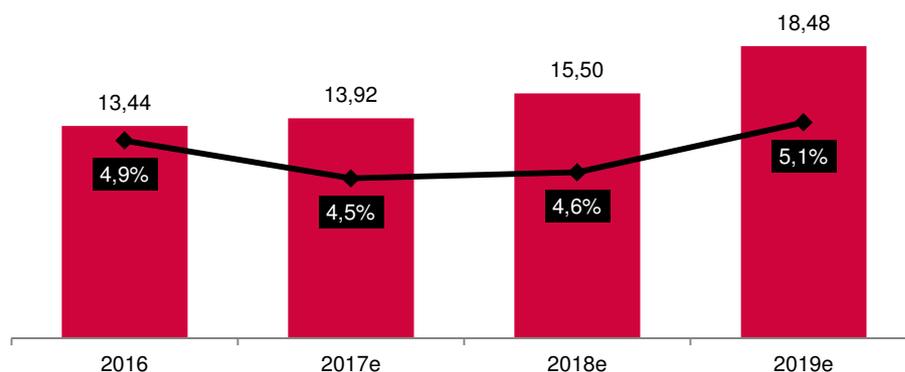
Wir haben diese zusätzlichen Erlöspotenziale in unsere Umsatzprognosen der kommenden drei Geschäftsjahre einbezogen. Grundsätzlich rechnen wir konservativ mit einem Rückgang der Wachstumsdynamik. Auf Basis des bereits erreichten hohen Umsatzniveaus dürfte die HAEMATO AG schon in 2017 die Umsatzmarke von 300 Mio. € überschreiten.

Ergebnisprognosen 2017 - 2019

Bei steigenden Erlösen dürfte die Gesellschaft insbesondere beim Personalaufwand, Abschreibungen und bei den sonstigen Aufwendungen von Skaleneffekten profitieren. Bei einem Umsatzmix innerhalb dessen die margenstarken Produkte zunehmend an Bedeutung gewinnen dürften, sollte die HAEMATO AG in der Lage sein, eine nur unterproportionale Entwicklung beim Materialaufwand zu erreichen.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 wurden Erträge aus der Zeitbewertung von Finanzanlagen in Höhe von 9,67 Mio. € ausgewiesen. Da wir an dieser Stelle die weitere Kursentwicklung der von der HAEMATO gehaltenen Wertpapiere nicht antizipieren können, haben wir diesen Ertragsbestandteil außen vor gelassen. Daher gehen wir zunächst von einem nur moderaten EBIT-Anstieg aus. In den kommenden Geschäftsjahren sollten die Skaleneffekte sowie die Konzentration auf margenstärkere Produktsegmente dann zu einem entsprechenden EBIT-Margenanstieg führen:

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



Quelle: GBC AG

Die EBIT-Marge in Höhe von 5,1 % stellt die Grundlage für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells.

Darüber hinaus haben wir in unserem DCF-Modell die im Mai 2017 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung berücksichtigt. Durch die Ausgabe von 1,21 Mio. Aktien zu einem Preis von 6,20 je Aktie beläuft sich der Bruttoemissionserlös auf rund 7,4 Mio. €. Das eingeworbene Kapital soll zur teilweisen Rückführung eines Gesellschafterdarlehens in Höhe von 9,4 Mio. € verwendet werden, wodurch die Nettoverschuldung weiter sinken sollte.

Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 - 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: 1,00 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,54 (bisher: 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,74 % (bisher: 9,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,25 % (bisher: 9,02 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 8,55 € (bisher: 7,40 €). Die Kurszielanhebung basiert einerseits auf dem erstmaligen Einbezug der 2019er Prognosen, wodurch sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Modells ergibt. Darüber hinaus ergibt sich aus der turnusmäßigen Verlängerung des Kursziels auf das Geschäftsjahresende 2018 ein positiver „Roll-Over-Effekt“. Beide Effekte haben die aus dem höheren risikolosen Zins resultierende Anhebung des WACC auf 9,25 % (bisher: 9,02 %) überkompensiert.

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	4,9%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	9,0%		

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)	308,00	338,80	365,90	384,20	403,41	423,58	444,76	467,00	
US Veränderung	11,8%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,33	7,97	7,95	7,95	7,95	7,95	7,95	7,95	
EBITDA	15,62	17,40	20,38	21,40	22,47	23,59	24,77	26,01	
EBITDA-Marge	5,1%	5,1%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
EBITA	13,92	15,50	18,48	19,16	20,11	21,12	22,17	23,28	
EBITA-Marge	4,5%	4,6%	5,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Steuern auf EBITA	-2,78	-3,10	-3,70	-3,83	-4,02	-4,22	-4,43	-4,66	
zu EBITA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	11,14	12,40	14,78	15,32	16,09	16,89	17,74	18,63	
Kapitalrendite	16,8%	17,7%	19,3%	18,5%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	16,7%
Working Capital (WC)	28,00	34,00	37,00	34,58	36,31	38,12	40,03	42,03	
WC zu Umsatz	9,1%	10,0%	10,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in WC	-2,03	-6,00	-3,00	2,42	-1,73	-1,82	-1,91	-2,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	42,50	46,00	48,30	50,72	53,25	55,91	58,71	
AFA auf OAV	-1,70	-1,90	-1,90	-2,24	-2,36	-2,47	-2,60	-2,73	
AFA zu OAV	4,0%	4,5%	4,1%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Investitionen in OAV	-3,26	-2,40	-5,40	-4,54	-4,77	-5,01	-5,26	-5,52	
Investiertes Kapital	70,00	76,50	83,00	82,88	87,02	91,37	95,94	100,74	
EBITDA	15,62	17,40	20,38	21,40	22,47	23,59	24,77	26,01	
Steuern auf EBITA	-2,78	-3,10	-3,70	-3,83	-4,02	-4,22	-4,43	-4,66	
Investitionen gesamt	-5,29	-8,40	-8,40	-2,12	-6,50	-6,83	-7,17	-7,53	
Investitionen in OAV	-3,26	-2,40	-5,40	-4,54	-4,77	-5,01	-5,26	-5,52	
Investitionen in WC	-2,03	-6,00	-3,00	2,42	-1,73	-1,82	-1,91	-2,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,55	5,90	8,28	15,45	11,95	12,54	13,17	13,83	221,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	174,93	185,21
Barwert expliziter FCFs	55,83	55,09
Barwert des Continuing Value	119,11	130,12
Nettoschulden (Net debt)	-4,86	-2,67
Wert des Eigenkapitals	179,80	187,88
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	179,80	187,88
Ausstehende Aktien in Mio.	21,98	21,98
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,18	8,55

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%
15,7%	8,90	8,49	8,12	7,78	7,47
16,2%	9,15	8,72	8,33	7,98	7,66
16,7%	9,40	8,95	8,55	8,18	7,85
17,2%	9,64	9,18	8,76	8,39	8,04
17,7%	9,89	9,41	8,98	8,59	8,24

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, Kristina Bauer, Email: bauer@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



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