



## **Researchstudie (Anno)**

### **HAEMATO AG**



**Wachstumspfad wieder erreicht,  
Margenverbesserungen erwartet, Kursziel leicht angehoben**

**Kursziel: 8,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

### Kaufen

**Kursziel: 8,00 €**  
**(bisher: 7,35 €)**

aktueller Kurs: 5,96  
16.05.18 / XETRA / 10:30 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0006190705  
WKN: 619070  
Börsenkürzel: HAE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 21,980  
Marketcap<sup>3</sup>: 131,00  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 128,73  
<sup>3</sup> 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 17

### Unternehmensprofil

Branche: Pharma

Fokus: Generika, Parallelimporte

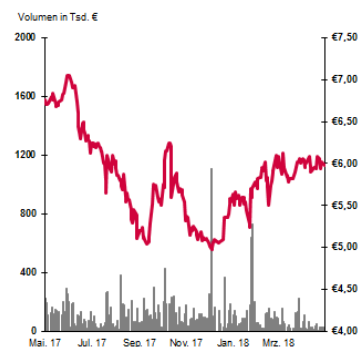
Mitarbeiter: 198 Stand: 31.12.2017

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Uwe Zimdars, Daniel Kracht

Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes Speciality Pharma-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	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	289,86	304,36	334,79	351,53
EBITDA	11,27	11,71	14,90	16,23
EBIT	9,42	9,91	13,00	14,33
Jahresüberschuss	6,98	6,81	9,40	10,59

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,32	0,31	0,43	0,48
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,44	0,42	0,38	0,37
EV/EBITDA	11,42	10,99	8,64	7,93
EV/EBIT	13,67	12,99	9,90	8,98
KGV	18,77	19,24	13,94	12,37
KBV	1,85			

### Finanztermine

18.05.2018: Q1-Zahlen 2018  
04.07.2018: Hauptversammlung  
24.08.2018: HJ-Zahlen 2018  
20.11.2018: Q3-Zahlen 2018

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
18.09.2017: RS / 7,35 / KAUFEN  
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

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im zweiten Halbjahr 2017 ist die HAEMATO AG zum gewohnt hohen Wachstumstempo zurückgekehrt, was auf Gesamtjahresbasis einen Umsatzanstieg in Höhe von 5,2 % auf 289,86 Mio. € (VJ: 275,61 Mio. €) ermöglicht hat. Auch in 2017 wurde der überwiegende Teil der Umsatzerlöse mit dem Handel von Parallelimporten erwirtschaftet. Dabei ist das Marktumfeld für Handelsunternehmen wie die HAEMATO AG unverändert als attraktiv zu bezeichnen. Die Einsparbemühungen der Kostenträger im Gesundheitswesen sowie die vorhandenen unterschiedlichen Preisniveaus in Europa sind hierfür wichtige Treiber. Besonders die Ausrichtung auf die Bereiche Onkologie, Rheumatologie, HIV und Neurologie ist vor diesem Hintergrund als vielversprechend einzustufen, da die hier zum Einsatz kommenden Arzneimittel sehr kostspielig sind.
- Trotz ausgebauter Umsatzbasis verringerte sich das EBIT deutlich auf 9,42 Mio. € (VJ: 13,44 Mio. €). Die Ergebnisentwicklung der Vergleichsperiode des Vorjahres stellt jedoch insbesondere aufgrund überdurchschnittlich hoher Bewertungserträge eine Ausnahme dar. Bereinigt hat die HAEMATO AG einen EBIT-Anstieg auf 4,39 Mio. € (VJ: 3,78 Mio. €) und damit eine leichte Verbesserung der EBIT-Marge erreicht.
- Mit der in 2017 erfolgten Rückkehr auf den Wachstumspfad hat die HAEMATO AG wichtige Weichenstellungen für die weitere Geschäftsentwicklung gelegt. Darauf basierend rechnet das Management für das laufende Geschäftsjahr 2018 mit einer Steigerung des Umsatzvolumens um 5,0 %, was in etwa dem gleichen Wachstumstempo des vergangenen Geschäftsjahres entsprechen würde. Begleitet werden sollte das Umsatzwachstum von einer leichten Verbesserung der Rohertragsmarge um 0,5 Prozentpunkte sowie von einer insgesamt stabilen Gewinnentwicklung.
- Neben der bestehenden hohen Nachfrage nach preisgünstigen Arzneimitteln sollte die Gesellschaft auch künftig in der Lage sein, vom über mehrere Jahre hinweg aufgebauten Netzwerk (Einkauf, Apotheken etc.) zu profitieren und damit stärker als der Markt zu wachsen. Es werden darüber hinaus mit der Adressierung des Selbstzahlermarktes neue margenstarke Geschäftsbereiche erschlossen. Seit Ende 2017 wurde mit der ersten Auslieferung einer Kosmetikserie auf Basis von Hyaluronsäure mit dem Vertrieb von Medizinprodukten aus dem Lifestyle-Beauty-Bereich begonnen. Die Erschließung weiterer Absatzkanäle sollte hier zu einer Verbesserung der Ergebnismarge führen.
- Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2018 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 5,0 % auf 304,36 Mio. € und damit der erstmaligen Überschreitung der 300,0 Mio. €-Marke. Für 2019 unterstellen wir eine Beschleunigung des Wachstumstempos, bevor wir in 2020 eine Annäherung der Wachstumsdynamik an die von uns erwarteten mittelfristigen Wachstumsraten sehen. Für die konkrete Schätzperiode der Geschäftsjahre 2018 – 2020 erwarten wir eine im Vergleich hierzu überproportionale Ergebnisentwicklung. Wir haben in unserem DCF-Bewertungsmodell eine langfristige EBIT-Marge in Höhe von 5,1 % unterstellt und tragen damit möglichen Skaleneffekten Rechnung.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 8,00 € (bisher: 7,35 €) je Aktie ermittelt. Bei nahezu unveränderten Prognosen wirkt sich der so genannte Roll-Over-Effekt (neue Kurszielbasis GJ-Ende 2018) kursziel erhöhend aus. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

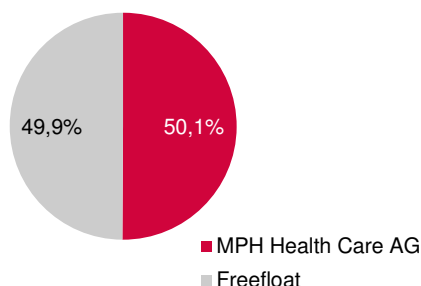
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Geschäftssegment Parallelimporte .....	4
Geschäftssegment Generika .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2017 .....	8
Umsatzentwicklung 2017 .....	8
Gewinnentwicklung 2017 .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	10
SWOT-Analyse .....	11
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>12</b>
Prognose und Modellannahmen .....	12
Umsatzprognosen 2018-2020 .....	12
Ergebnisprognosen 2018-2020 .....	13
Bewertung .....	14
Modellannahmen .....	14
Bestimmung der Kapitalkosten .....	14
Bewertungsergebnis .....	14
DCF-Modell .....	15
<b>Anhang .....</b>	<b>16</b>

## UNTERNEHMEN

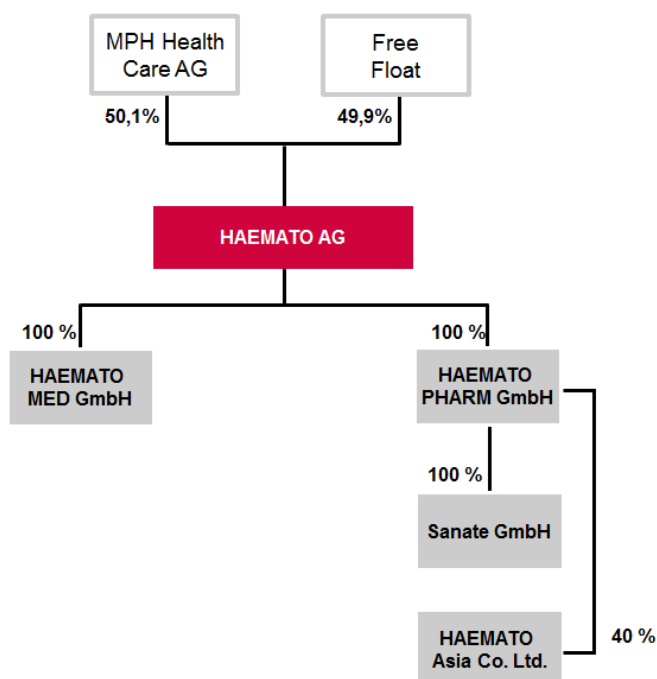
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH Health Care AG	50,1%
Freefloat	49,9%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Als Tochtergesellschaft der MPH Health Care 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

Das Geschäftssegment der Parallelimporte ist für die HAEMATO AG von hoher Bedeutung. Hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei die Importe 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 1.000 Zulassungen.

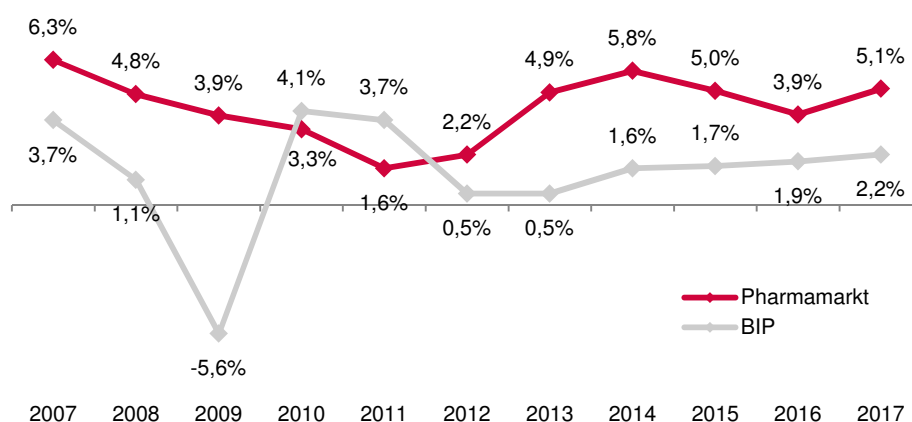
### ***Geschäftssegment Generika***

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 dem Geschäftsschwerpunkt Parallelimporte und Generika grundsätzlich Teil einer sehr wachstumsstarken Branche. Der wichtigste Treiber dieser Branche ist dabei unverändert ein demografisch bedingt höherer Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung, was in den vergangenen Geschäftsjahren neue Rekordwerte bei den Absatzmengen nach sich gezogen hat. Wird die Tendenz fortschreitender Preissteigerungen bei Arzneimitteln herangezogen, stellte sich im abgelaufenen Kalenderjahr ein im Vergleich zur Absatzentwicklung erneut überproportionales Umsatzwachstum des Gesamtmarktes dar. Die Umsätze lagen in 2017 mit 41,5 Mrd. € um 5,1 % oberhalb des Vorjahreswertes, damit erweist sich der Pharmamarkt im Kontext der gesamten konjunkturellen Entwicklung erneut als sehr wachstumsstark:

### Wachstum Pharmamarkt vs. BIP-Wachstum



Quelle: IQVIA; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Folglich steigen die Gesundheitsausgaben in Deutschland kontinuierlich an. So kletterten beispielsweise die Arzneimittelausgaben der gesetzlichen Krankenkassen in 2016 auf 36,27 Mrd. €, was gegenüber dem Vorjahr einem Plus von 4,1 % gleichkommt. In den vergangenen Jahren war ein ähnlich hohes Wachstumstempo verzeichnet worden. Der GKV-Spitzenverband sieht hier die demografische Entwicklung sowie die zunehmenden Fortschritte als wichtige Faktoren für weiter steigende Preise.

Um die Arzneimittelausgaben zu reduzieren, schreibt der Gesetzgeber eine Mindestimportquote bei Arzneimitteln in Höhe von 5 % vor. Seit dem Jahr 2000 sind Apotheken daher verpflichtet, 5 % der verschreibungspflichtigen Medikamente als Import abzugeben. Die HAEMATO AG profitiert in erster Linie als Parallelimporteure von dieser Vorgabe und damit von den tendenziell steigenden Ausgaben im Gesundheitsbereich.

Die HAEMATO AG bedient mit dem Produktportfolio „Parallelimporte“ und „Generika“ damit sehr dynamische 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

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	275,61	289,86	304,36	334,79	351,53
Bestandsveränderungen	0,00	-0,13	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	10,20	6,48	4,00	2,50	2,00
Materialaufwand	-256,15	-269,78	-281,74	-307,34	-322,00
<b>Rohertrag</b>	<b>29,67</b>	<b>26,43</b>	<b>26,61</b>	<b>29,95</b>	<b>31,53</b>
Personalaufwand	-6,00	-6,21	-6,40	-6,65	-6,80
Abschreibungen	-1,81	-1,85	-1,80	-1,90	-1,90
sonstige betriebliche Aufwendungen	-8,42	-8,95	-8,50	-8,40	-8,50
<b>EBIT</b>	<b>13,44</b>	<b>9,42</b>	<b>9,91</b>	<b>13,00</b>	<b>14,33</b>
Zinserträge	0,68	0,63	0,45	0,45	0,45
Zinsaufwendungen	-1,86	-1,96	-1,85	-1,70	-1,54
<b>EBT</b>	<b>12,26</b>	<b>8,09</b>	<b>8,51</b>	<b>11,75</b>	<b>13,24</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,21	-1,10	-1,70	-2,35	-2,65
sonstige Steuern	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>11,04</b>	<b>6,98</b>	<b>6,81</b>	<b>9,40</b>	<b>10,59</b>
EBITDA	15,25	11,27	11,71	14,90	16,23
in % der Umsatzerlöse	5,5%	3,9%	3,8%	4,5%	4,6%
EBIT	13,44	9,42	9,91	13,00	14,33
in % der Umsatzerlöse	4,9%	3,2%	3,3%	3,9%	4,1%
Ergebnis je Aktie in €	0,53	0,32	0,31	0,43	0,48
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Aktienzahl in Mio. Stück	20,78	21,98	21,98	21,98	21,98

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



## Geschäftsentwicklung 2017

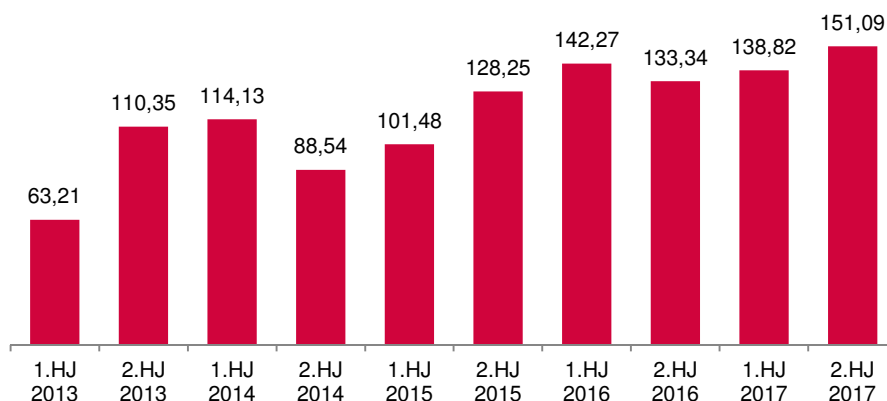
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	229,73	275,61	289,86
EBITDA	10,02	15,25	11,27
EBITDA-Marge	4,4%	5,5%	3,9%
EBIT	8,22	13,44	9,42
EBIT-Marge	3,6%	4,9%	3,2%
Jahresüberschuss	5,54	11,04	6,98
EPS in €	0,27	0,53	0,32

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2017

Die HAEMATO AG hat nach einem hervorragenden zweiten Halbjahr 2017 auf Gesamtjahresbasis einen neuen Umsatzrekordwert in Höhe von 289,86 Mio. € (VJ: 275,61 Mio. €) erreicht. Das damit erreichte Umsatzwachstum in Höhe von 5,2 % kommt zwar im Vergleich zu den vergangenen Geschäftsjahren einer Verlangsamung der Wachstumsdynamik gleich. Positiv herauszustellen ist jedoch der Umstand, dass das zweite Halbjahr 2017 mit einem Umsatzzuwachs in Höhe von 13,3 % wieder an das gewohnt hohe Wachstumstempo angeknüpft hat.

## Umsatzentwicklung nach Halbjahren (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

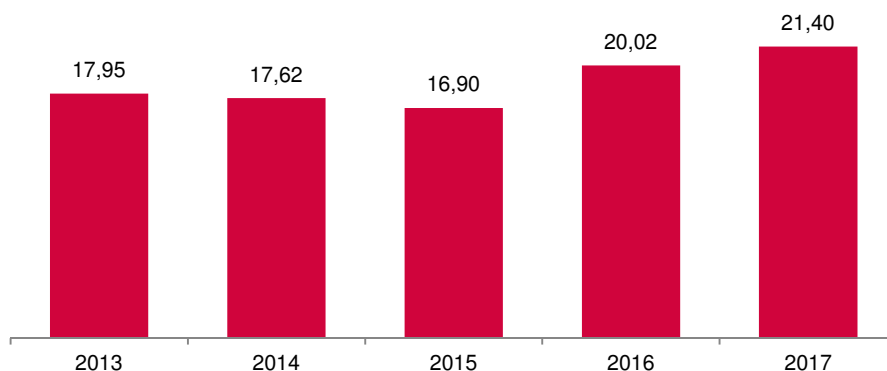
Der überwiegende Teil der Umsatzerlöse wurde gemäß Unternehmensangaben mit dem Handel von Parallelimporten erwirtschaftet, so war die HAEMATO AG in der Lage, erneut an der vergleichsweise dynamischen Gesamtmarktentwicklung zu partizipieren. Die Einsparbemühungen der Kostenträger im Gesundheitswesen sowie die vorhandenen unterschiedlichen Preisniveaus in Europa sind wichtige Treiber für die Geschäftsentwicklung der HAEMATO AG. Besonders die Ausrichtung auf die Bereiche Onkologie, Rheumatologie, HIV und Neurologie ist vor diesem Hintergrund als vielversprechend einzustufen, da die hier zum Einsatz kommenden Arzneimittel vergleichsweise kostspielig sind.

Der Geschäftsbereich Generika hat in den vergangenen Geschäftsjahren an Bedeutung innerhalb des Umsatzmixes verloren. Parallel dazu gewinnen jedoch die Produkte aus dem Lifestyle-/Schönheitssegment an Bedeutung. So hat die Tochtergesellschaft HAEMATO Med Ende des Geschäftsjahres 2017 mit der Auslieferung einer Kosmetikserie auf Basis von Hyaluronsäure begonnen.

## Gewinnentwicklung 2017

Trotz gesteigerter Umsatzbasis verringerte sich der Rohertrag deutlich auf 26,43 Mio. € (VJ: 29,67 Mio. €). Die Ergebnisentwicklung der Vergleichsperiode des Vorjahres stellt jedoch insbesondere aufgrund überdurchschnittlich hoher Bewertungserträge eine Ausnahme dar. Bereinigt um die Wertpapiererträge hätte die HAEMATO AG bei einer sonst nahezu konstanten Entwicklung der Materialaufwandsquote einen Rohertrag in Höhe von 21,40 Mio. € (VJ: 20,02 Mio. €) erwirtschaftet.

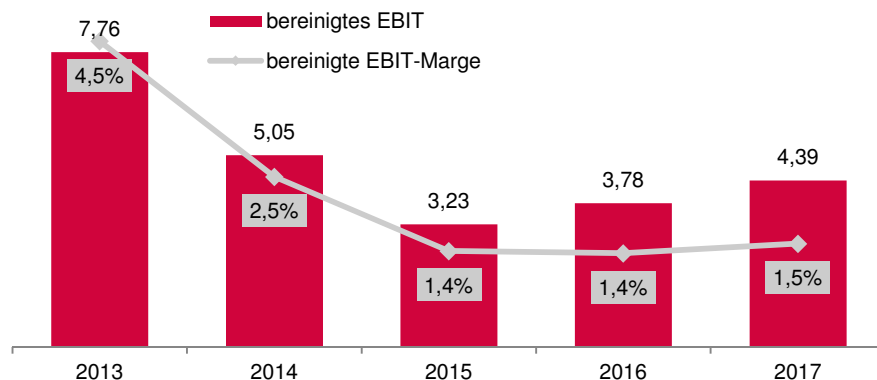
### Bereinigter Rohertrag (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Ein ähnliches Bild ergibt sich auch beim EBIT, welches sich deutlich auf 9,42 Mio. € (VJ: 13,44 Mio. €) reduziert hat. Das bereinigte EBIT weist über die vergangenen drei Geschäftsjahre hinweg hingegen eine positive Entwicklung auf. Dass noch nicht an die alten Ergebnisniveaus der weiter zurückliegenden Perioden (GJ 2013 und GJ 2014) angeknüpft werden kann, liegt in erster Linie am zwischenzeitlich erfolgten Ausbau des Personalbestandes sowie der sonstigen betrieblichen Kosten (Raum, Versicherungen etc.). Diese Entwicklung steht im Zusammenhang mit dem bereits erfolgten sowie noch erwarteten deutlichen Ausbau der Umsatzbasis. Diese operativen Kosten sollten unseren Erwartungen zu Folge künftig nicht in gleicher Weise ansteigen wie die Umsatzerlöse der HAEMATO AG und damit eine weitere Verbesserung der EBIT-Marge möglich machen.

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

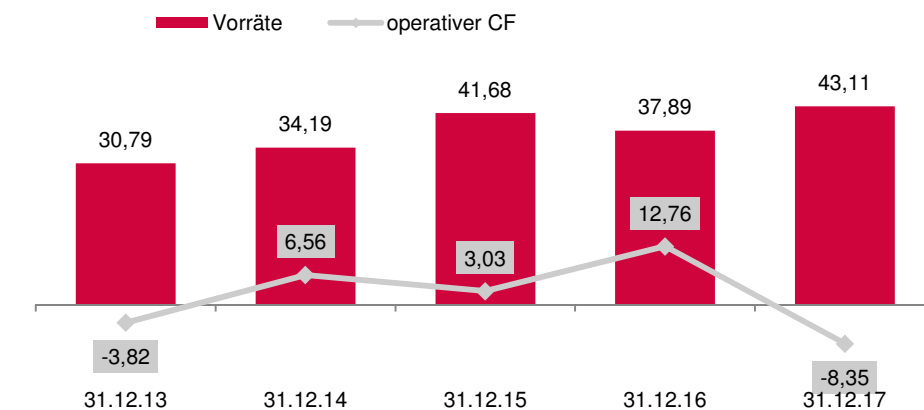
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	58,29	62,79	70,93
EK-Quote	54,5%	54,0%	58,1%
Operatives Anlagevermögen	41,52	40,44	40,05
Vorräte	41,68	37,89	43,11
Net Debt	16,24	2,57	-2,27
Cashflow - operativ	3,03	12,76	-8,35
Cashflow - Investition	-0,44	0,05	5,43
Cashflow - Finanzierung	-2,56	-5,46	-0,41

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Den größten kapitalbindenden Posten der HAEMATO AG stellen die Vorräte dar, in denen hauptsächlich der Vorratsbestand der Arzneimittel enthalten ist. Typischerweise geht dabei ein hohes Umsatzniveau mit einem hohen Vorratsbestand einher, was sich im Anstieg dieser Bilanzposition auf 43,11 Mio. € (31.12.16: 37,89 Mio. €) wiederfindet. Parallel dazu kletterten, als Folge der höheren Umsätze sowie stichtagbedingt, die kurzfristigen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ebenfalls stark auf 8,32 Mio. € (31.12.16: 4,12 Mio. €), so dass insgesamt zum 31.12.17 eine um 13,96 Mio. € höhere Kapitalbindung vorlag. Zusammen mit der Bereinigung der nicht liquiditätswirksamen Erträge (u.a. Zeitwertbewertungen in Höhe von 3,56 Mio. €) erklärt dies den deutlichen Rückgang des operativen Cashflows auf -8,35 Mio. € (VJ: 12,76 Mio. €). Im Vorjahr hatte die Gesellschaft stichtagsbedingt die Kapitalbindung erheblich reduziert.

### Vorräte vs. operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Dem deutlich negativen operativen Cashflow steht ein aus dem Verkauf von Wertpapieren positiver Investitionscashflow in Höhe von 5,44 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) gegenüber. Im Finanzierungscashflow in Höhe von -0,41 Mio. € (VJ: -5,46 Mio. €) sind die in 2017 durchgeführte Kapitalerhöhung (7,45 Mio. €) sowie die erfolgten Dividendenzahlungen (-6,59 Mio. €) enthalten. Insgesamt ist damit die Liquiditätsausstattung als wichtige Grundlage für das Handelsgeschäft mit 6,47 Mio. € (31.12.16: 9,79 Mio. €) als weiterhin ausreichend zu bezeichnen.

Unter Berücksichtigung der in 2017 erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung sowie des positiven Nachsteuerergebnisses in Höhe von 6,98 Mio. € kletterte das Eigenkapital auf 70,93 Mio. € (31.12.16: 63,09 Mio. €). Nach wie vor verfügt die HAEMATO AG damit über eine überdurchschnittlich hohe EK-Quote in Höhe von 58,1 % (31.12.16: 54,0 %).

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als Anbieter von Generika und Parallelimporten ist die Gesellschaft in einem sehr dynamischen Marktumfeld tätig.</li> <li>• Die HAEMATO AG war in den letzten Geschäftsjahren in der Lage, überdurchschnittlich stark vom Marktumfeld zu profitieren.</li> <li>• Mit einer Eigenkapitalquote von 58,1 % weist die HAEMATO AG eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf.</li> <li>• Mit den aktuellen Kapazitäten ist die HAEMATO AG in der Lage, ein Umsatzniveau von über 300 Mio. € ohne große Investitionen zu realisieren.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die HAEMATO AG ist in einem stark regulierten Marktumfeld tätig.</li> <li>• Es werden größtenteils nur Apotheken und Großhändler mit einer Spezialisierung auf Onkologie und HIV beliefert.</li> <li>• Der Anteil des Goodwills an der Bilanzsumme ist mit 28,3 % vergleichsweise hoch.</li> <li>• Durch die hohe Ausschüttungsquote findet kaum eine Gewinnthesaurierung statt.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die Einsparbemühungen der Krankenkassen lassen eine weiterhin hohe Dynamik bei Parallelimporten erwarten.</li> <li>• Vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsatzniveaus ist die Realisierung von Skaleneffekten möglich.</li> <li>• Die HAEMATO AG hat Zugang zu mehreren Liefermöglichkeiten. Folglich kann die Gesellschaft auf Preisänderungen flexibel reagieren.</li> <li>• Der derzeitige Ausbau des Sortiments um den Bereich Medizinprodukte für das Lifestyle-Beauty-Segment verspricht hohe Ergebnismargen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine Verschärfung der regulatorischen Vorgaben könnte einen Margenschwund nach sich ziehen.</li> <li>• Der Einstieg neuer Wettbewerber ist aufgrund der geringen Markteintrittsbarrieren leicht möglich.</li> <li>• Eine Homogenisierung der Preisniveaus bei Arzneimitteln in Europa würde sich auf die operative Entwicklung der HAEMATO AG negativ auswirken.</li> </ul>

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

### Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	289,86	304,36	334,79	351,53
EBITDA	11,27	11,71	14,90	16,23
EBITDA-Marge	3,9%	3,9%	4,5%	4,6%
EBIT	9,42	9,91	13,00	14,33
EBIT-Marge	3,2%	3,3%	3,9%	4,1%
Jahresüberschuss	6,98	6,81	9,40	10,59
EPS in €	0,32	0,31	0,43	0,48

Quelle: GBC AG

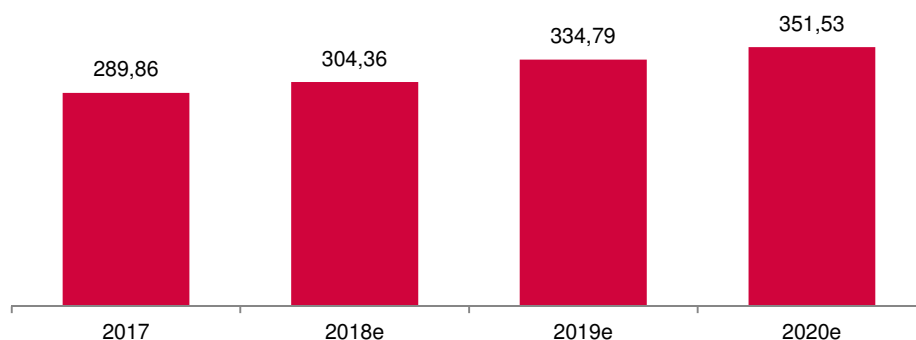
### Umsatzprognosen 2018-2020

Mit der insbesondere im zweiten Halbjahr 2017 erfolgten Rückkehr zum Wachstum hat die HAEMATO AG wichtige Weichenstellungen für die weitere Geschäftsentwicklung gelegt. Darauf basierend rechnet das Management für das laufende Geschäftsjahr 2018 mit einer Steigerung des Umsatzvolumens um 5,0 %, was in etwa dem gleichen Wachstumstempo des vergangenen Geschäftsjahres gleichkommen würde. Begleitet werden sollte das Umsatzwachstum gemäß Unternehmens-Guidance von einer leichten Verbesserung der Rohertragsmarge um 0,5 Prozentpunkte sowie von einer insgesamt stabilen Gewinnentwicklung.

Die wichtigste Grundlage für das erwartete Umsatzwachstum ist, wie auch schon in den vergangenen Jahren, eine weiterhin hohe Nachfrage nach preisgünstigen Parallelimporten als Folge der unveränderten Einsparbemühungen der Krankenkassen. Mit dem in den vergangenen Geschäftsjahren 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 wurde bereits Ende 2017 mit der Adressierung des Selbstzahlermarktes ein neuer margenstarker Geschäftsbereich erschlossen. Diesbezüglich wurde mit der ersten Auslieferung einer Kosmetikserie auf Basis von Hyaluronsäure mit dem Vertrieb von Medizinprodukten aus dem Lifestyle-Beauty-Bereich begonnen. Die Schwestergesellschaft M1 Kliniken AG könnte in diesem Bereich als wichtiger Kunde und Multiplikator fungieren.

### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

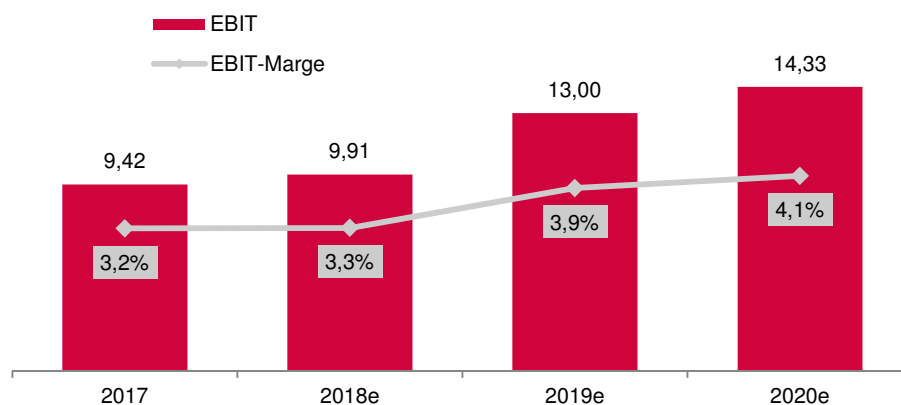
Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2018 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 5,0 % auf 304,36 Mio. € und damit der erstmalig

gen Überschreitung der 300,0 Mio. €-Marke. Für 2019 unterstellen wir eine Beschleunigung des Wachstumstempos, bevor wir in 2020 eine Annäherung der Wachstumsdynamik an die von uns erwarteten mittelfristigen Wachstumsraten sehen.

### Ergebnisprognosen 2018-2020

Im Geschäftsjahr 2017 hat die HAEMATO AG Erträge aus der Zeitbewertung von Finanzanlagen in Höhe von 5,03 Mio. € erzielt. Da wir an dieser Stelle die weitere Kursentwicklung der von der HAEMATO gehaltenen Wertpapiere nicht antizipieren können, haben wir diesen Ergebnisbestandteil in unseren Schätzungen nicht berücksichtigt. Gemäß der Managementernerwartung einer 0,5%igen Verbesserung der Rohertragsmarge erwarten wir eine Verbesserung der Materialaufwandsquote in der gleichen Höhe. Der Umsatzmix, verbesserte Einkaufsbedingungen aber auch eine Verbesserung der Durchlaufzeiten sollten zu dieser Entwicklung beitragen. Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres 2017 hat die HAEMATO AG die Prozesse in der Produktion neu ausgerichtet, was sich in einer Verbesserung der Durchlaufzeiten auswirken dürfte. Zudem sollte die stärkere Adressierung des Selbstzahlermarktes leichte Verschiebungen hin zu margenstärkeren Umsätzen nach sich ziehen.

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



Quelle: GBC AG

Grundsätzlich erachten wir höhere Margenniveaus als gut erreichbar. Bei steigenden Erlösen dürfte die Gesellschaft insbesondere beim Personalaufwand, Abschreibungen und bei den sonstigen Aufwendungen von Skaleneffekten profitieren. Wir haben in unserem DCF-Bewertungsmodell eine langfristige EBIT-Marge in Höhe von 5,1 % unterstellt und tragen damit möglichen Skaleneffekten Rechnung.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 - 2020 in Phase 1 erfolgt von 2021 bis 2025 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 5,7 % 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 ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 8,00 € (bisher: 8,35 €). Die Kurszielanhebung basiert einerseits auf dem erstmaligen Einbezug der 2020er 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 2019 (bisher: 2018) ein positiver „Roll-Over-Effekt“.

## 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	5,7%	ewige EBITA - Marge	5,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	304,36	334,79	351,53	369,11	387,56	406,94	427,29	448,65	
US Veränderung	5,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,25	7,88	7,64	7,64	7,64	7,64	7,64	7,64	
EBITDA	11,71	14,90	16,23	21,04	22,09	23,20	24,36	25,57	
EBITDA-Marge	3,8%	4,5%	4,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	
EBITA	9,91	13,00	14,33	18,83	19,77	20,76	21,80	22,89	
EBITA-Marge	3,3%	3,9%	4,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,98	-2,60	-2,87	-3,77	-3,95	-4,15	-4,36	-4,58	29,8%
EBI (NOPLAT)	7,93	10,40	11,46	15,06	15,82	16,61	17,44	18,31	
Kapitalrendite	11,5%	14,9%	15,4%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	16,6%
Working Capital (WC)	28,00	32,00	35,00	36,76	38,60	40,53	42,56	44,69	
WC zu Umsatz	9,2%	9,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	1,12	-4,00	-3,00	-1,76	-1,84	-1,93	-2,03	-2,13	
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	-3,75	-2,40	-5,40	-4,51	-4,73	-4,97	-5,22	-5,48	
Investiertes Kapital	70,00	74,50	81,00	85,06	89,32	93,78	98,47	103,39	
EBITDA	11,71	14,90	16,23	21,04	22,09	23,20	24,36	25,57	
Steuern auf EBITA	-1,98	-2,60	-2,87	-3,77	-3,95	-4,15	-4,36	-4,58	
Investitionen gesamt	-5,13	-7,30	-8,40	-6,27	-6,57	-6,90	-7,25	-7,61	
Investitionen in OAV	-3,75	-2,40	-5,40	-4,51	-4,73	-4,97	-5,22	-5,48	
Investitionen in WC	1,12	-4,00	-3,00	-1,76	-1,84	-1,93	-2,03	-2,13	
Investitionen in Goodwill	-2,50	-0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,60	5,00	4,96	11,00	11,56	12,14	12,75	13,39	225,47

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	169,18	179,83
Barwert expliziter FCFs	47,80	47,22
Barwert des Continuing Value	121,38	132,61
Nettoschulden (Net debt)	1,12	3,96
Wert des Eigenkapitals	168,07	175,87
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	168,07	175,87
Ausstehende Aktien in Mio.	21,98	21,98
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,65	<b>8,00</b>

#### 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	<b>9,2%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%
15,6%	8,36	7,94	7,56	7,22	6,90
16,1%	8,61	8,17	7,78	7,42	7,10
16,6%	8,87	8,41	<b>8,00</b>	7,63	7,29
17,1%	9,12	8,65	8,22	7,84	7,49
17,6%	9,37	8,88	8,44	8,05	7,69



## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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), 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), Stellv. Chefanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)