



## Researchstudie (Anno)

### HAEMATO AG



**Umsatz in 2018 rückläufig, schwacher Start in 2019, Rückkehr zum Wachstum ab 2020 erwartet, Prognosen und Kursziel reduziert**

**Kursziel: 6,15 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 6,15 €  
(bisher: 7,90 €)

aktueller Kurs: 4,89  
27.05.19 / XETRA / 9:31 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0006190705  
WKN: 619070  
Börsenkürzel: HAE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 22,87  
Marketcap<sup>3</sup>: 111,82  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 109,93  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 51,8 %

### Transparenzlevel:

Open Market  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
ICF Kursmakler AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Pharma

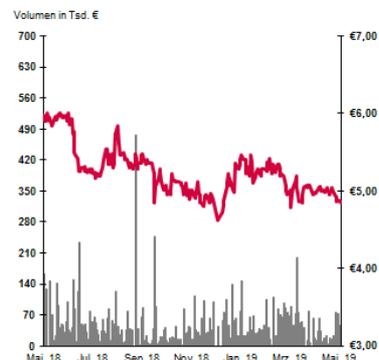
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 194 Stand: 31.12.2018

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	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	274,12	233,00	256,30	281,93
EBITDA	9,96	7,55	9,12	11,41
EBIT	8,50	5,60	7,22	9,51
Jahresüberschuss	6,28	3,84	5,13	6,97

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,29	0,17	0,22	0,30
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,40	0,47	0,43	0,39
EV/EBITDA	11,04	14,56	12,05	9,63
EV/EBIT	12,93	19,63	15,23	11,56
KGV	17,81	29,12	21,80	16,04
KBV	1,48			

### Finanztermine

10.07.2019: Hauptversammlung  
26.08.2019: HJ-Zahlen 2019  
22.11.2019: Q3-Zahlen 2019

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.09.2018: RS / 7,90 / KAUFEN

18.05.2018: RS / 8,00 / KAUFEN

18.09.2017: RS / 7,35 / KAUFEN

12.05.2017: RS / 8,55 / KAUFEN

20.03.2017: 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 abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 entwickelten sich die Umsatzerlöse der HAEMATO AG um 5,3 % auf 274,12 Mio. € (VJ: 289,44 Mio. €) überraschend rückläufig. Gemäß Unternehmensangaben wurde insbesondere im zweiten Halbjahr eine Bereinigung des Produktportfolios um margenschwache Produkte vorgenommen. Zudem kam es bei einigen volumenstarken Produkten zu Patentausläufen, die jedoch bislang noch nicht durch entsprechenden Ersatz ausgeglichen wurden. In unseren Prognosen hatten wir bislang mit Umsatzerlösen in Höhe von 304,36 Mio. € gerechnet, was damit deutlich verfehlt wurde.
- Die bewusste Reduktion margenschwächerer Produkte hatte sich aber bereits frühzeitig positiv auf die Rohertragsmarge ausgewirkt. Bereinigt um nicht liquiditätswirksame Erträge aus der Zeitbewertung finanzieller Vermögenswerte entwickelte sich der Rohertrag, trotz rückläufiger Umsatzerlöse, mit 22,86 Mio. € (VJ: 22,84 Mio. €) konstant, bei einem Anstieg der Rohertragsmarge auf 8,3 % (VJ: 7,9 %). Gleichzeitig markiert dies den besten Wert seit dem Geschäftsjahr 2014 (8,7 %), in dem jedoch die deutlich margenstärkeren Generika-Umsätze vergleichsweise bedeutender waren. Beim bereinigten EBIT weist die HAEMATO AG, aufgrund der nur unterproportionalen Entwicklung der Overheadkosten, sogar einen Anstieg auf 6,56 Mio. € (VJ: 5,83 Mio. €) und damit verbunden eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 2,0 % (VJ: 2,4 %). Unsere bisherige EBIT-Prognose (9,91 Mio. €) wurde jedoch verfehlt.
- Die rückläufige Tendenz bei den Umsatzerlösen dürfte sich unserer Ansicht nach auch nochmals in 2019 fortsetzen. Ausgelöst wird diese Erwartung von den jüngst gemeldeten Q1-Zahlen 2019, die einen deutlichen Umsatzrückgang auf 48,4 Mio. € (Q1 18: 69,8 Mio. €) aufweisen. Neben der reduzierten Produktpalette ergaben sich Belastungen im Zusammenhang mit der im Februar 2019 eingeführten EU-Fälschungsschutzrichtlinie. Aufgrund Verzögerungen bei der Datenbankkommunikation kam es dabei zu hohen Umsatzausfällen. Analog dazu lag das EBITDA mit 1,37 Mio. € deutlich unter dem Vorjahresniveau. Zum Q1 2018 hatte die HAEMATO AG noch ein EBIT in Höhe von 4,0 Mio. € erzielt.
- Nach dem schwachen Jahresstart gehen wir davon aus, dass auch in den kommenden Quartalen die Umsätze unter dem Vorjahresniveau liegen dürften. Zwar handelt es sich bei den Belastungen im Zusammenhang mit der EU-Richtlinie um ein temporäres Problem, welches noch bis zum Halbjahr 2019 weiterhin sichtbar sein dürfte, insgesamt hat sich aber das Produktportfolio der HAEMATO AG reduziert. Auch wenn der Geschäftsbereich ästhetische Behandlungen weiter an Fahrt gewinnen sollte, rechnen wir hier zunächst noch mit niedrigen Umsatzniveaus. Folglich erwarten wir für 2019 eine auf 233,00 Mio. € rückläufige Umsatzentwicklung und erst ab 2020 mit einer Rückkehr zum Umsatzwachstum auf 256,30 Mio. €. Zwar sollte der Rohertrag aufgrund der ergriffenen Maßnahmen weiter leicht zunehmen, auf Basis des niedrigen Umsatzniveaus rechnen wir für 2019 aber zunächst mit einer EBIT-Reduktion auf 5,10 Mio. €. In den kommenden beiden Geschäftsjahren sollte die HAEMATO AG unseres Erachtens wieder steigende operative Ergebnisse vorweisen.
- Der Prognosereduktion unserer konkreten Schätzperiode zufolge reduziert sich das im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte Kursziel auf 6,15 € (bisher: 7,90 €) je Aktie. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir aber weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

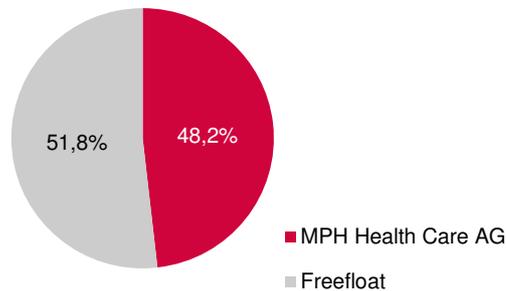
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Geschäftssegment Parallelimporte .....	4
Geschäftssegment Generika .....	5
Geschäftssegment ästhetische Behandlungen .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2018 .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	10
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>12</b>
Umsatzprognosen 2019 – 2021 .....	12
Ergebnisprognosen 2019 – 2021 .....	13
Bewertung .....	15
Modellannahmen .....	15
Bestimmung der Kapitalkosten .....	15
Bewertungsergebnis .....	15
DCF-Modell .....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

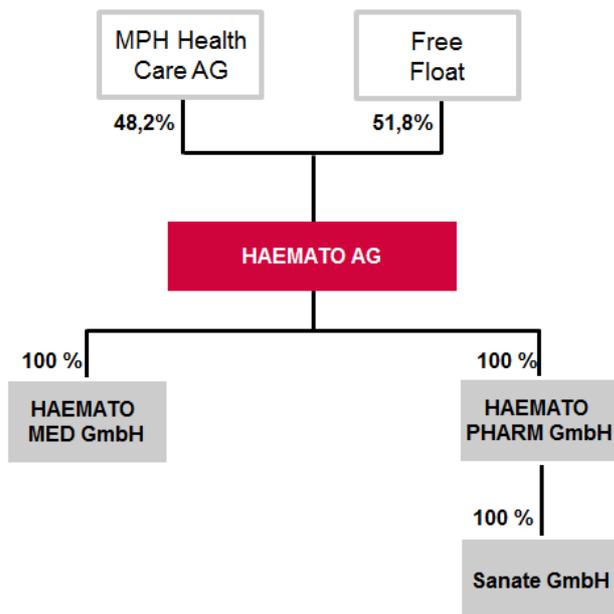
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH Health Care AG	48,2%
Freefloat	51,8%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die HAEMATO AG deckt 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 Pro-

dukte 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. Dieser Geschäftsbereich hat in den vergangenen Geschäftsjahren laut HAEMATO zunehmend an Bedeutung verloren und spielt derzeit eine nur noch untergeordnete Rolle.

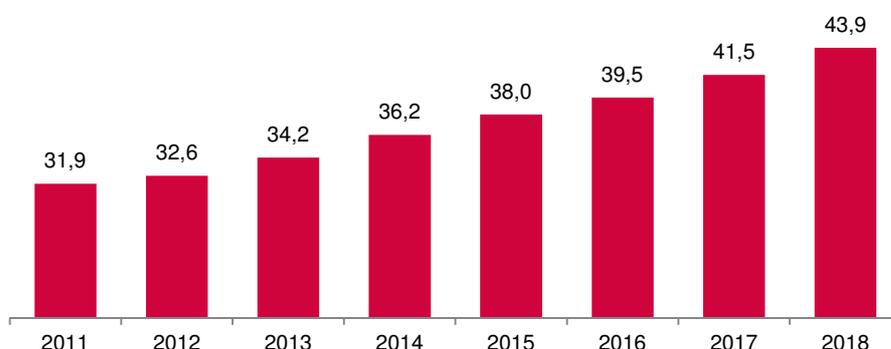
### ***Geschäftssegment ästhetische Behandlungen***

Über die Tochtergesellschaft HAMEATO Med GmbH wird der Bereich der pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkte für ästhetische Behandlungen und kosmetische Dermatologie zunehmend adressiert. In 2018 wurden dabei die ersten Pflegeprodukte auf Hyaluronsäure-Basis in den Markt eingeführt. Das Produktsortiment umfasst darüber hinaus auch medizintechnische Produkte wie Einmalkanülen und Injektionsnadeln für die Injektion von Dermafillern oder Eigenfett. Vertrieben werden die Produkte dieses Segments, ähnlich wie in den beiden klassischen Geschäftsbereichen, über das breite Apothekennetzwerk. Nachdem der Eintritt in Deutschland erfolgt ist, soll im laufenden Geschäftsjahr erstmals auch der österreichische Markt erschlossen werden.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Mit ihren Geschäftsbereichen ist die HAEMATO AG weiterhin ein Teil einer sehr wachstumsstarken Branche. Gemessen an den Gesamtumsätzen weist der Pharma-Markt in den vergangenen Jahren hohe Wachstumsraten auf, die sich jeweils deutlich oberhalb der konjunkturellen Entwicklung bewegen. Zwischen 2011 und 2018 kletterten die Umsätze um durchschnittlich jährlich 4,3 %, wobei zuletzt in 2018 mit +5,7 % ein überdurchschnittlich hohes Wachstum verzeichnet wurde. Als ein Haupttreiber dafür gilt nach wie vor die demografische Entwicklung in Deutschland, mit einem zunehmenden Anteil der älteren Bevölkerungsgruppen, die einen höheren Arzneimittelverbrauch aufweisen. Darüber hinaus hat sich der Trend der Preissteigerungen bei den Arzneimitteln weiter fortgesetzt.

### Gesamtumsätze im deutschen Pharmamarkt (in Mrd. €)



Quelle: IQVIA; GBC AG

Mit einer vergleichbaren Dynamik legten die Ausgaben für Arzneimittel in den vergangenen Jahren zu. Gemäß den zuletzt verfügbaren Statistiken des GKV-Spitzenverbandes erhöhten sich diese in 2017 um 3,9 % auf 37,70 Mrd. €. Gegenüber 2013, also innerhalb von nur vier Jahren, legten die Arzneimittelausgaben, trotz Preis moratorium oder Herstellerrabatte, um etwa 25 % deutlich zu. Als ein Instrument zur Kostenreduktion werden dabei insbesondere Parallelimporte angesehen.

Nachdem in 2004 die aktuelle Reimportförderklausel in Kraft getreten ist, legte der Anteil der Parallelimporte im Apothekenmarkt kontinuierlich zu, wobei derzeit die Quote stagniert. Gemäß Daten von IQVIATM machten Parallelimporte 8,7 % (VJ: 8,7 %) der Gesamtumsätze im Apothekenmarkt aus. Zwar lässt sich in den vergangenen Jahren eine leicht rückläufige Entwicklung dieser Quote erkennen, aufgrund des jedoch tendenziell steigenden Marktvolumens hat auch das Volumen der Parallelimporte zugelegt. Mit dem Zugang zu insgesamt 4.800 Apotheken in Deutschland ist die HAEMATO AG unserer Ansicht nach gut aufgestellt, um weiterhin an der erwarteten positiven Entwicklung zu partizipieren.

Darüber hinaus plant die Gesellschaft künftig unter der HAEMATO Med GmbH verstärkt den Vertrieb von pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkten für ästhetische Behandlungen und Kosmetik aufzunehmen. Mit den Produkten auf Hyaluronsäure-Basis adressiert die Gesellschaft einen grundsätzlich stark wachsenden Markt für Schönheitsbehandlungen in Deutschland. Gemäß Statistiken von ISAPS (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) weisen die nicht-operativen Behandlungen in Deutschland in 2018 einen Zuwachs in Höhe von 5,1 % auf. Insgesamt legten die Schönheitsbehandlungen gegenüber 2010 um 98,3 % zu und haben sich damit nahezu verdoppelt.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	289,44	274,12	233,00	256,30	281,93
Bestandsveränderungen	-0,13	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	6,48	3,68	2,50	2,00	2,00
Materialaufwand	-269,38	-252,99	-214,36	-235,03	-257,97
<b>Rohertrag</b>	<b>26,40</b>	<b>24,80</b>	<b>21,14</b>	<b>23,27</b>	<b>25,96</b>
Personalaufwand	-6,21	-6,32	-6,42	-6,70	-6,80
Abschreibungen	-1,85	-1,46	-1,96	-1,90	-1,90
sonstige betriebliche Aufwendungen	-8,95	-8,52	-7,17	-7,46	-7,75
<b>EBIT</b>	<b>9,39</b>	<b>8,50</b>	<b>5,60</b>	<b>7,22</b>	<b>9,51</b>
Zinserträge	0,63	0,34	0,30	0,30	0,30
Zinsaufwendungen	-1,96	-1,08	-1,10	-1,10	-1,10
<b>EBT</b>	<b>8,06</b>	<b>7,76</b>	<b>4,80</b>	<b>6,42</b>	<b>8,71</b>
Steuern	-1,10	-1,48	-0,96	-1,28	-1,74
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,96</b>	<b>6,28</b>	<b>3,84</b>	<b>5,13</b>	<b>6,97</b>
EBITDA	11,24	9,96	7,55	9,12	11,41
in % der Umsatzerlöse	3,9%	3,6%	3,2%	3,6%	4,0%
EBIT	9,39	8,50	5,60	7,22	9,51
in % der Umsatzerlöse	3,2%	3,1%	2,4%	2,8%	3,4%
Ergebnis je Aktie in €	0,32	0,27	0,17	0,22	0,30
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Hinweis: Mit der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 findet eine Aktivierung von Leasing- und Mietverbindlichkeiten statt. Bei der HAEMATO AG werden hieraus voraussichtlich auf der Aktivseite Vermögenswerte und auf der Passivseite Schulden in Höhe von jeweils 1,00 Mio. € berücksichtigt. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen dürften künftig um rund 0,50 Mio. € niedriger und im Gegensatz dazu die Abschreibungen um ca. 0,50 Mio. € höher ausfallen. Damit sollte das EBITDA von einem positiven nicht liquiditätswirksamen Effekt in Höhe von rund 0,50 Mio. € geprägt sein, während die IFRS 16-Effekte auf das EBIT nicht relevant sein dürften. Auch das Nachsteuerergebnis sollte nur unwesentlich davon betroffen sein.

## Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	275,61	289,44	274,12
EBITDA	15,25	11,24	9,96
EBITDA-Marge	5,5%	3,9%	3,6%
EBIT	13,44	9,39	8,50
EBIT-Marge	4,9%	3,2%	3,1%
Jahresüberschuss	11,04	6,96	6,28
EPS in €	0,53	0,32	0,27

Quelle: HEAMATO AG; GBC AG

Nachdem die HAEMATO AG in den vergangenen Geschäftsjahren in der Lage gewesen war, die Umsatzbasis stets auszubauen, verzeichnete die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 mit -5,3 % auf 274,12 Mio. € (VJ: 289,44 Mio. €) erstmals eine rückläufige Umsatzentwicklung. Gemäß Unternehmensangaben ist diese Entwicklung hauptsächlich auf die Bereinigung des Produktportfolios um margenschwache Produkte zurückzuführen. In der Quartalsbetrachtung wird ersichtlich, dass diese Effekte insbesondere die Umsatzentwicklung des vierten Quartals 2018 (-22,0 %) beeinträchtigt hatten, nachdem noch unterjährig eine Fortsetzung des Wachstumskurses vorlag. In unseren bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 12.09.18) hatten wir das erstmalige Überschreiten der 300 Mio. €-Umsatzmarke erwartet, eine Annahme, welche sich damit als zu optimistisch erwiesen hat.

### Umsatzerlöse (in Mio. €)



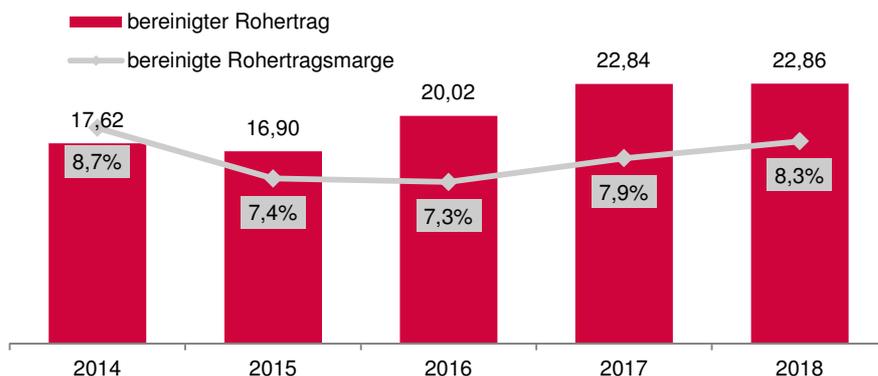
Quelle: GBC AG

Die bewusste Reduktion margenschwächerer Produkte hatte eine leichte Verbesserung der Materialaufwandsquote auf 92,3 % (VJ: 93,1 %) zur Folge, dem gleichzeitig niedrigsten Wert seit 2014. Es gilt hier jedoch festzuhalten, dass im Geschäftsjahr 2014 der margenstarke Generika-Bereich eine vergleichsweise höhere Bedeutung eingenommen hatte, als dies in den letzten Jahren der Fall war. Da die HAEMATO AG derzeit in erster Linie als Handelsunternehmen zu verstehen ist, bildet der Materialaufwand hauptsächlich die Ankaufkosten für die Arzneimittel im Ausland ab. Verbesserungen können hier lediglich über die Ankaufkonditionen bzw. über die Konzentration auf höhermarginige Produkte erreicht werden.

Beim Rohertrag weist die HAEMATO AG, analog zum Umsatzrückgang, eine rückläufige Entwicklung auf. Allerdings gilt es hier Bereinigungen vorzunehmen, da die Gesellschaft in den vergangenen Geschäftsjahren stets Erträge aus der Zeitbewertung der finanziellen Vermögenswerte im sonstigen betrieblichen Ergebnis ausgewiesen hatte. Seit dem Geschäftsjahr 2016, als noch Bewertungserträge in Höhe von 9,66 Mio. € ausgewiesen wurden, haben sich diese in den letzten beiden Geschäftsjahren deutlich reduziert. In

2018 liegen diese mit 1,94 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €) auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Bereinigt um die nicht liquiditätswirksamen Bewertungserträge entwickelte sich der Rohertrag, trotz rückläufiger Umsatzerlöse, mit 22,86 Mio. € (VJ: 22,84 Mio. €) konstant und die entsprechende Rohertragsmarge verbesserte sich auf 8,3 % (VJ: 7,9 %). Hier wird insbesondere die Rentabilitätsverbesserung innerhalb der Produktpalette der HAEMATO AG sichtbar.

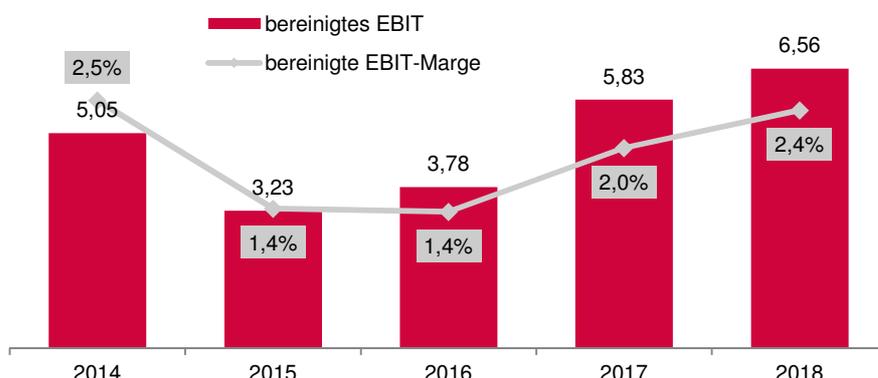
#### Bereinigter Rohertrag (in Mio. €) und bereinigte Rohertragsmarge (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Aufgrund einer konstanten Entwicklung der übrigen Kostenpositionen setzte sich dieser Trend auch beim EBIT fort. Zwar wird bei dem von Bewertungseffekten unbereinigten EBIT ein Rückgang auf 8,50 Mio. € (VJ: 9,42 Mio. €) sichtbar, das bereinigte EBIT legte jedoch deutlich um 49,6 % auf 6,56 Mio. € (VJ: 5,83 Mio. €) zu. Die EBIT-Marge in Höhe von 2,4 % (VJ: 2,0 %) wurde damit im Vergleich zu den vergangenen Geschäftsjahren sogar signifikant gesteigert. Lediglich in der Periode vor 2014 lagen aufgrund eines höheren Generika-Anteils an den Umsatzerlösen höhere Margenniveaus vor. Demnach wird auch auf dieser Ergebnisebene die Konzentration auf den margenstärkeren Produkten sichtbar. Positiv anzumerken ist hier die Entwicklung beim Personalaufwand und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die mit insgesamt 14,84 Mio. € (VJ: 15,16 Mio. €) sogar leicht rückläufig waren.

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das Nachsteuerergebnis lag mit 6,28 Mio. € (VJ: 6,96 Mio. €) erwartungsgemäß unter dem Vorjahreswert, wobei wir in unseren bisherigen Schätzungen (GBC-Prognose: 6,81 Mio. €) einen geringeren Rückgang erwartet hatten. Wie dargestellt, zeichnen dafür die rückläufigen Umsätze sowie der deutliche Rückgang der Erträge aus Zeitbewertung an gehaltenen Aktien dafür verantwortlich.

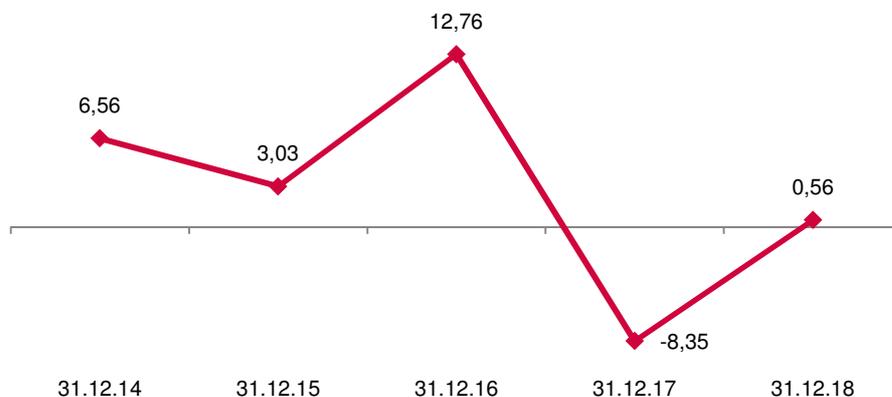
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	62,79	70,80	75,68
EK-Quote	54,0%	57,2%	65,0%
Operatives Anlagevermögen	40,44	40,05	39,72
Vorräte	37,89	44,90	44,38
Liquide Mittel	9,79	6,47	5,60
Cashflow - operativ	12,76	-8,35	0,56
Cashflow - Investition	0,05	5,43	6,21
Cashflow - Finanzierung	-5,46	-0,41	-7,64

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das für ein Handelsunternehmen typische Bilanzbild der HAEMATO AG wird auf der Aktivseite unverändert von den Vorräten dominiert, in denen hauptsächlich die bevorrateten Arzneimittel enthalten sind. Dieser kapitalbindende Posten ist von besonderer Wichtigkeit, da nur damit eine schnelle Belieferung der Apotheken gewährleistet wird. Allerdings hat die Gesellschaft insbesondere im vergangenen Geschäftsjahr eine Neuausrichtung bei den Produktionsprozessen vorgenommen, um beispielsweise die Durchlaufzeiten und damit letztendlich die Kapitalbindung zu reduzieren. Stichtagsbedingt lagen die Vorräte aber mit 44,38 Mio. € (31.12.17: 44,90 Mio. €) unverändert auf hohem Niveau. Darüber hinaus reduzierten sich die kurzfristigen Verbindlichkeiten deutlich, was insgesamt zu einem Anstieg des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) und damit der Kapitalbindung geführt hatte. Dies ist letztendlich als Ursache für den im Vergleich zum operativen Ergebnis niedrigen operativen Cashflow in Höhe von 0,56 Mio. € (VJ: -8,35 Mio. €) zu verstehen.

### Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die HAEMATO AG verfügt über einen umfangreichen Wertpapier-Bestand. In 2018 hatte die Gesellschaft einen Teil der Wertpapiere veräußert, was damit eine Reduktion des Finanzvermögens auf 24,60 Mio. € (31.12.17: 30,34 Mio. €) aber andererseits einen hohen Liquiditätszufluss in Höhe von 7,00 Mio. € nach sich gezogen hatte. Trotz des erfolgten Abbaus, verfügt die Gesellschaft aber nach wie vor über einen hohen Aktienbestand, wodurch eine hohe finanzielle Flexibilität gegeben ist. Mit dem Verkauf war die HAEMATO AG zudem in der Lage, trotz des niedrigen operativen Cashflows, die Dividendenausschüttung in Höhe von 6,59 Mio. € (0,30 € je Aktie) ohne nennenswerten Rückgang bei den liquiden Mitteln zu stemmen.

Weiterhin verfügt die Gesellschaft mit einem Eigenkapital in Höhe von 75,68 Mio. € (31.12.17: 70,80 Mio. €) über eine überdurchschnittlich hohe EK-Quote von 65,0 %

(31.12.17: 57,2 %). Hier trug insbesondere der in 2018 erfolgte Debt-to-Equity-Swap, wonach Genussscheinkapital in Höhe von 5,21 Mio. € in Eigenkapital umgewandelt wurde, dazu bei. Aufgrund der nahezu Vollausschüttung des erzielten Ergebnisses, findet bei der HAEMATO AG in der Regel keine Ergebnisthesaurierung im Eigenkapital statt.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	274,12	233,00	256,30	281,93
EBITDA	9,96	7,55	9,12	11,41
EBITDA-Marge	3,6%	3,2%	3,6%	4,1%
EBIT	8,50	5,60	7,22	9,51
EBIT-Marge	3,1%	2,4%	2,8%	3,4%
Jahresüberschuss	6,28	3,84	5,13	6,97
EPS in €	0,27	0,17	0,22	0,30

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2019 – 2021

Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2018 lag unterhalb unseren Erwartungen, wobei hierfür insbesondere die rückläufigen Umsätze des zweiten Halbjahres dafür verantwortlich waren. Gemäß Unternehmensangaben haben sich hier einerseits die bewusste Bereinigung des Portfolios um margenschwache Produkte sowie andererseits der Ablauf von Patenten von einigen umsatzstarken Originalpräparaten belastend ausgewirkt. Unserer Auffassung nach geht es hier um ein Umsatzvolumen in Höhe von über 20 Mio. €, welches auch im laufenden Geschäftsjahr noch fehlen wird.

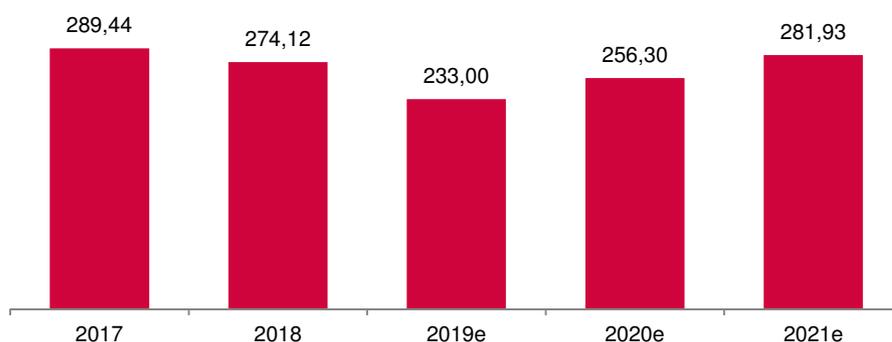
Sichtbar wird dies auch anhand der Q1-Zahlen 2019, in denen Umsatzerlöse in Höhe von 48,4 Mio. € (Q1 2018: 69,8 Mio. €) erzielt wurden, die erneut unter dem Niveau des Vorjahres lagen. Neben der reduzierten Produktpalette ergaben sich hier Belastungen insbesondere im Zusammenhang mit der seit Februar 2019 geltenden EU-Fälschungsschutzrichtlinie. Gemäß Unternehmensangaben gab es bei der datenbankgestützten Echtheitsprüfung bei den nationalen und europäischen IT-Dienstleistern Kommunikationsprobleme, was zu deutlichen Umsatzverzögerungen geführt hatte. Die HAEMATO AG hat dabei bereits frühzeitig die Maßnahmen zur Umsetzung der EU-Richtlinie (Vermeidung des Eindringens von gefälschten Arzneimitteln in die legale Lieferkette) ergriffen. Es wurden Systeme zur Ausstattung der Arzneimittel mit den geforderten Sicherheitsmerkmalen umgesetzt und die entsprechenden Prozesse in der Produktion und Logistik neu ausgerichtet. Insofern waren die im ersten Quartal vorliegenden Belastungen auf externe Faktoren zurückzuführen. Das Q1-EBITDA in Höhe von 1,37 Mio. € dürfte auch deutlich unter dem Vorjahresniveau gelegen haben. Im Vorjahr hatte die Gesellschaft ein EBIT in Höhe von 4,0 Mio. € gemeldet, ein EBITDA wurde nicht publiziert.

Um eine Rückkehr zum Umsatzwachstum zu erreichen, müsste die HAEMATO AG Ersatzprodukte neu in das Portfolio aufnehmen. Die Ausweitung des Produktkataloges dürfte vor dem Hintergrund einer nach wie vor hohen Nachfrage nach günstigen Arzneimitteln, wie etwa Parallelimporte, realistisch sein. Kooperationen mit den Versicherungsträgern, die von der HAEMATO AG derzeit aktiv vorangetrieben werden, sollen zudem die Abnahmbasis ausweiten.

Neben dem Geschäftssegment Parallelimporte strebt die Gesellschaft die Ausweitung der Produktpalette um den Bereich der pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkte für ästhetische Behandlungen und Kosmetik an. Hier wurden bereits in 2018 die ersten Produkte auf Hyaluronsäure-Basis, welche über das Apothekennetzwerk vertrieben werden, in Deutschland eingeführt. Ab Sommer 2019 sollen erstmalig auch Österreichische Apotheken beliefert werden. In unseren Umsatzprognosen haben wir dieses neue Geschäftssegment zwar berücksichtigt, zunächst dürften jedoch noch geringe Umsatzniveaus erreicht werden.

Die Umsatzerlöse des ersten Quartals 2019 liefern, wenngleich diese durch Verzögerungen bei der Umsetzung der EU-Richtlinie geprägt waren, einen Hinweis für die weitere Umsatzentwicklung. Wir gehen davon aus, dass auch in den kommenden Quartalen jeweils nicht an das Niveau des Vorjahres angeknüpft werden kann und rechnen dementsprechend mit rückläufigen Umsatzerlösen auf 233,00 Mio. €. Erst für die Folgejahre wird die HAEMATO AG unseres Erachtens wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Einerseits sollten hier die Belastungen aus der Einführung der neuen EU-Richtlinie nicht mehr zum Tragen kommen und andererseits sollte die Gesellschaft in der Lage sein, die geschrumpfte Produktpalette wieder auszuweiten.

### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)

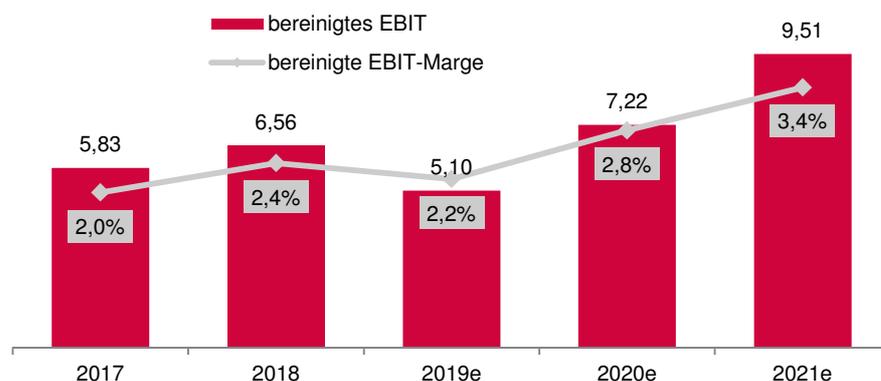


Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen 2019 – 2021

Bereits in 2018 wurde mit der Aufgabe einiger margenschwacher Produkte eine Steigerung der Rohmarge umgesetzt. Bereinigt um nicht liquiditätswirksame Effekte aus der Bewertung von Finanzinstrumenten legte die Rohertragsmarge von 7,9 % (GJ 2017) auf 8,3 % (GJ 2018) bereits spürbar zu. Gemäß Unternehmensguidance wird für 2019 eine weitere leichte Verbesserung in Aussicht gestellt. Zudem sollte mit dem zunehmenden Anteil der Umsätze mit neuen Produkten der ästhetischen Medizin eine weitere Verbesserung beim Rohertrag erreicht werden. Ausgehend von den rückläufigen Umsatzerlösen sollte sich aber der Rohertrag zunächst deutlich mindern bevor ab 2020 wieder die Rückkehr auf den Wachstumskurs umgesetzt wird. Gleiches gilt für das bereinigte EBIT, welches gemäß unseren Erwartungen erst ab dem kommenden Geschäftsjahr wieder ansteigen sollte:

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



Quelle: GBC AG

*Hinweis: Wir haben die möglichen Effekte aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 sowohl in unseren Prognosen als auch im DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt. Während die Auswirkungen auf das EBITDA gemäß Unternehmensangaben bei +0,50 Mio. € liegen, sind die Auswirkungen auf das EBIT vernachlässigbar. Auch das Nachsteuerergebnis sollte nicht in einer relevanten Weise von der IFRS 16-Anwendung geprägt sein. Im DCF-Bewertungsmodell haben wir eine Bereinigung der nicht liquiditätswirksamen Effekte vorgenommen.*

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 - 2021 in Phase 1 erfolgt von 2022 bis 2026 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 4,9 % 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: 1,25 %).**

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 9,49 % (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 9,02 % (bisher: 9,25 %).

### *Bewertungsergebnis*

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 6,15 € (bisher: 7,90 €). Zwar ergibt sich aus der Reduktion des WACC ein kurszielerhöhender Effekt, dieser wird jedoch durch die deutliche Prognosereduktion im konkreten Schätzzeitraum aufgezehrt.

## 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	4,9%	ewige EBITA - Marge	5,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,1%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	11,7%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	233,00	256,30	281,93	296,03	310,83	326,37	342,69	359,83	
US Veränderung	-15,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,83	6,38	7,05	7,40	7,77	8,16	8,57	9,00	
EBITDA	7,55	9,12	11,41	14,51	15,23	15,99	16,79	17,63	
EBITDA-Marge	3,2%	3,6%	4,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
EBITA	5,60	7,22	9,51	12,87	13,59	14,35	15,15	15,99	
EBITA-Marge	2,4%	2,8%	3,4%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	5,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,12	-1,44	-1,90	-2,57	-2,72	-2,87	-3,03	-3,20	29,8%
EBI (NOPLAT)	4,48	5,77	7,61	10,29	10,87	11,48	12,12	12,79	
Kapitalrendite	6,0%	7,8%	10,1%	13,5%	14,6%	15,0%	15,5%	16,0%	16,7%
Working Capital (WC)	34,00	35,00	36,00	34,58	36,31	38,12	40,03	42,03	
WC zu Umsatz	14,6%	13,7%	12,8%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
Investitionen in WC	0,39	-1,00	-1,00	1,42	-1,73	-1,82	-1,91	-2,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	40,00	40,20	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00	
AFA auf OAV	-1,96	-1,90	-1,90	-1,64	-1,64	-1,64	-1,64	-1,64	
AFA zu OAV	4,9%	4,7%	4,8%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Investitionen in OAV	-2,23	-2,10	-1,70	-1,64	-1,64	-1,64	-1,64	-1,64	
Investiertes Kapital	74,00	75,20	76,00	74,58	76,31	78,12	80,03	82,03	
EBITDA	7,55	9,12	11,41	14,51	15,23	15,99	16,79	17,63	
Steuern auf EBITA	-1,12	-1,44	-1,90	-2,57	-2,72	-2,87	-3,03	-3,20	
Investitionen gesamt	-3,24	-3,60	-3,20	-0,72	-3,87	-3,96	-4,05	-4,14	
Investitionen in OAV	-2,23	-2,10	-1,70	-1,64	-1,64	-1,64	-1,64	-1,64	
Investitionen in WC	0,39	-1,00	-1,00	1,42	-1,73	-1,82	-1,91	-2,00	
Investitionen in Goodwill	-1,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Freie Cashflows	3,19	4,07	6,31	11,22	8,64	9,17	9,72	10,29	186,74

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	143,16	152,01
Barwert expliziter FCFs	41,17	40,82
Barwert des Continuing Value	101,99	111,19
Nettoschulden (Net debt)	2,58	6,17
Wert des Eigenkapitals	140,58	145,84
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	140,58	145,84
Ausstehende Aktien in Mio.	22,87	22,87
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>6,15</b>	6,38

#### 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%
<b>WACC</b>	<b>9,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
14,7%	6,56	5,98	5,50	5,09	4,75
15,7%	6,98	6,34	5,82	5,39	5,01
16,7%	7,39	6,71	<b>6,15</b>	5,68	5,28
17,7%	7,81	7,08	6,47	5,97	5,54
18,7%	8,22	7,44	6,80	6,26	5,80

## 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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**

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

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

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

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



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

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