

## HAEMATO AG\*<sup>4,5a,5b,6a,7,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 51,30 €

(bisher: 49,00 €)\*

\*altes Kursziel auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 2,29 Mio.

aktueller Kurs: 26,80

22.04.21 / XETRA / 17:36 Uhr

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1

WKN: A289VV

Börsenkürzel: HA EK

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,23

Marketcap<sup>3</sup>: 140,13

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 149,92

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,0 %

Transparenzlevel:

Open Market

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann

goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 23.04.21 (09:12 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 23.04.21 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

### Unternehmensprofil

Branche: Pharma

Fokus: Spezialpharmazeutika, Parallelimporte, Eigenmarken-Produkte

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske



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. Im schnell wachsenden Markt der ästhetischen Medizin fokussiert sich die HAEMATO AG auf den größten Markt für Privatzahler. 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	31.12.2019	31.12.2020e <sup>1</sup>	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	197,83	238,30	315,82	330,00
EBITDA	1,90	3,30	24,70	15,75
EBIT	-0,02	1,60	22,82	13,90
Jahresüberschuss	-1,17	-4,80	14,61	8,68

<sup>1</sup>vorläufige Zahlen

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,51	-2,10	2,79 <sup>2</sup>	1,66 <sup>2</sup>
Dividende je Aktie	0,00	0,00	2,20	1,20

<sup>2</sup>auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 5,23 Mio. (2019 und 2020: 2,29 Mio.)

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,76	0,64	0,47	0,45
EV/EBITDA	78,91	45,43	6,07	9,52
EV/EBIT	neg.	93,70	6,57	10,79
KGV	neg.	neg.	9,59	16,15
KBV	1,94			

### Finanztermine

26.05.2021: Geschäftsbericht 2020

31.05.2021: Q1-Zahlen 2021

13.07.2021: Hauptversammlung

31.08.2021: Halbjahresbericht 2021

30.11.2021: Q3-Zahlen 2021

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

03.09.2020: RS / 49,00 / KAUFEN

22.06.2020: RS / 5,00 / KAUFEN

04.09.2019: RS / 6,00 / KAUFEN

28.05.2019: RS / 6,15 / 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

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“

**Rückkehr zum Wachstumspfad gelungen; Erwerb der M1 Aesthetics GmbH ist die Fortsetzung der begonnenen Neustrukturierung, wir stufen den Erwerb als wertschaffend ein; starke Umsatz- und Ertragspotenziale mit dem Vertrieb von Corona-Tests erwartet; Kursziel: 51,30 €; Rating: Rating KAUFEN**

### **Hohe Umsatz- und Ergebnispotenziale aus dem Erwerb der M1 Aesthetics GmbH**

In den vergangenen Monaten war der Newsflow der HAEMATO AG von einer Reihe relevanter Meldungen geprägt. Nachdem die Gesellschaft seit Juli 2020 Teil des M1 Konzerns ist, wurde im Dezember 2020 die M1 Aesthetics GmbH in die HAEMATO AG eingebracht und damit die im Sommer begonnene Neustrukturierung fortgesetzt. Bei der M1 Aesthetics GmbH handelt es sich um eine M1-Tochtergesellschaft, die den Einkauf und die Logistik von Arzneimitteln und Medizinprodukten aus dem Schönheitsbereich (ästhetische Chirurgie und kosmetische Dermatologie) abdeckt.

Gemäß Ad-hoc-Mitteilung hat die M1 Aesthetics GmbH in 2019 Umsatzerlöse in Höhe von rund 51 Mio. € und ein EBIT in Höhe von etwa 7 Mio. € erwirtschaftet. Im Zuge der Corona-Krise wird für das Jahr 2020 mit Umsätzen in Höhe von rund 30 Mio. € und einem EBIT in Höhe von ca. 4 Mio. € gerechnet. Hiervon ausgehend dürfte die neue HAEMATO-Tochtergesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren eine hohe Wachstumsgeschwindigkeit aufweisen. Insbesondere die Forcierung des Geschäftes mit den Eigenmarken, welches Produkte der medizinischen Kosmetik, Spezialpflege sowie Nahrungsergänzungsmittel umfasst, sollte ein wichtiger Treiber hierfür sein. Neben dem Online-Vertrieb sollen lokale Distributoren sowie das umfangreiche Apothekennetzwerk der HAEMATO AG genutzt werden, woraus sich ein wichtiger Synergieeffekt aus der Zusammenführung der beiden Gesellschaften erschließt. Insgesamt gehen wir in diesem Bereich von einer hohen jährlichen Umsatzwachstumsrate von über 20 % aus und sehen eine EBIT-Marge in Höhe von 20 % als realistisch an.

Der Erwerb der M1 Aesthetics GmbH wurde im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung durch die Ausgabe von 2,47 Mio. neuen Aktien zu 23,55 € je Aktie umgesetzt. Der Gesamtkaufpreis in Höhe von 58,10 Mio. € entspricht dem im Rahmen eines Gutachtens ermittelten Unternehmenswert der M1 Aesthetics GmbH in Höhe von rund 58 Mio. €.

### **Sonderzulassung zum Vertrieb von Covid-19-Schnelltests dürfte kurzfristige Umsatz- und Ergebnispotenziale nach sich ziehen**

Per 23.03.2021 hat das HAEMATO-Management über die Sonderzulassung für einen Covid-19-Laientest berichtet. Nach der BfArM-Zulassung darf die HAEMATO AG den „Wondfo 2019-nCoV Antigen Test (Lateral-Flow-Methode) Selbsttest“ an Apotheker, Großhändler und öffentliche Einrichtungen zur Verfügung stellen. Mit den ersten Auslieferungen soll bereits Ende März 2021 begonnen worden sein.

Die HAEMATO AG hat im Rahmen der Veröffentlichung der vorläufigen 2020er Zahlen hieraus ein zusätzliches Umsatzvolumen in Höhe von mindestens 25 – 30 Mio. € in Aussicht gestellt. In dieser Prognose ist unserer Ansicht nach lediglich die aktuell bestätigte Lieferung von ca. 15 Mio. Tests enthalten und ist daher als sehr konservativ einzustufen. Trotz steigender Impffzahlen dürfte die Anzahl der in Deutschland benötigten Schnelltests gemäß unserer Einschätzung weiterhin hoch bleiben, so dass von einem deutlich höheren Absatz auszugehen ist. Selbst unsere jetzt vorsichtig gestaltete Prog-

nose, die von einem Umsatzpotenzial von 45 Mio. € ausgeht, könnte aufgrund der hohen Marktnachfrage schnell übertroffen werden. Deshalb beobachten wir jetzt die Ordereingänge monatlich und adjustieren anlassbezogen unsere Schätzungen dann entsprechend. Aus dem von uns jetzt zunächst einkalkulierten zusätzlichen Umsatzpotenzial in Höhe von 45 Mio. € sollte ein EBIT in Höhe von 15 Mio. € möglich sein. Da die aktuelle Situation schnellen Änderungen unterliegt, können wir aktuell für das kommende Geschäftsjahr noch keine Verkaufszahlen verlässlich prognostizieren, weswegen wir konservativ zunächst noch keine zusätzlichen Umsatz- und Ergebnispotenziale annehmen. Wir sehen dies deshalb als weiteres Upside-Potenzial und adjustieren unsere Schätzungen dann anlassbezogen.

## Umsatz- und Ergebnisprognosen deutlich angehoben

GuV (in Mio. €)	GJ 2020e*	GJ 21e (alt)	GJ 21 (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)
Umsatzerlöse	238,30	244,82	315,82	275,42	330,00
EBITDA	3,30	5,90	24,70	8,85	15,75
EBIT	1,60	4,02	22,82	7,00	13,88
Nachsteuerergebnis	-4,80	1,89	14,61	4,40	8,68

Quelle: GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

Zum 21.04.2021 hat die HAEMATO AG die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 veröffentlicht. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 238,30 Mio. € (VJ: 197,83 Mio. €) und damit einem Umsatzwachstum in Höhe von 20,5 % ist der Gesellschaft die Rückkehr zum Wachstumskurs gelungen. In unseren bisherigen Umsatzprognosen (siehe Researchstudie vom 03.09.2020) hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 217,92 Mio. € geschätzt.

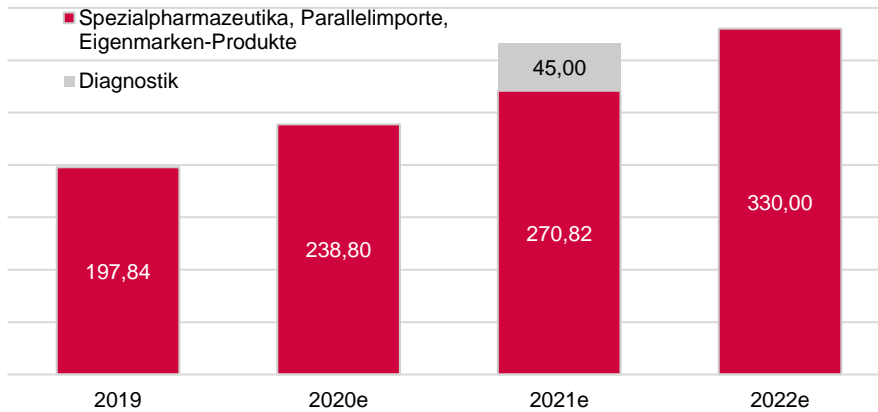
Sowohl das EBITDA in Höhe von 3,3 Mio. € (VJ: 1,90 Mio. €) als auch das EBIT in Höhe von 1,6 Mio. € (VJ: -0,02 Mio. €) lagen deutlich über dem Vorjahreswert. Das Nachsteuerergebnis war hingegen von nicht liquiditätswirksamen Kursverlusten der gehaltenen Unternehmensbeteiligungen negativ beeinträchtigt und lag mit -4,8 Mio. € (VJ: -1,17 Mio. €) noch im negativen Bereich. Ohne Sondereffekte hätte die Gesellschaft jedoch ein positives Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,6 Mio. € ausgewiesen. Bei den Beteiligungen handelt es sich in erster Linie um gehaltene Aktien der M1 Kliniken AG. Aufgrund der Corona-Pandemie und der daraus resultierenden Schließung von Behandlungszentren hatte sich die M1-Aktie in 2020 um ca. -35 % rückläufig entwickelt. Ein Teil dieses Kursverlustes wurde jedoch mittlerweile wieder aufgeholt (+18 % gegenüber 31.12.2020) und könnte im laufenden Geschäftsjahr 2021 das Finanzergebnis positiv beeinflussen.

Zusammen mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat das HAEMATO-Management einen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr 2021 gegeben. Es wird dabei mit einem Umsatzwachstum in Höhe auf 260 bis 290 Mio. € und einer Verbesserung des EBIT auf 7 bis 9 Mio. € gerechnet. Neben der Fortsetzung der positiven Entwicklung im Handelsgeschäft sollte insbesondere die Entwicklung der Eigenmarken im Bereich der „Ästhetischen Medizin“ dazu beitragen. Wir gehen davon aus, dass mit dem Anlaufen des Eigenmarkengeschäftes mit Spezialprodukten für den Bereich der Schönheitsmedizin zusätzliches Umsatzpotenzial gehoben werden kann. Erwähnenswert ist zudem das spürbar höhere Rentabilitätsniveau der erworbenen Gesellschaft, was insgesamt zu einem sichtbaren Margenanstieg führen dürfte.

Jedoch sind die möglichen Potenziale aus dem Vertrieb der Corona-Schnelltests noch nicht in der Unternehmensguidance enthalten. Da wir, wie dargestellt, zunächst konservativ von zusätzlichen Umsätzen in Höhe von 45 Mio. € ausgehen, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 315,82 Mio. €, was als eine

konservative Annahme einzustufen ist. Auch wenn noch im kommenden Geschäftsjahr 2022 möglicherweise weiter eine Nachfrage nach Corona-Tests vorherrschen könnte, haben wir hier konservativ zunächst noch keine zusätzlichen Umsatzpotenziale einkalkuliert.

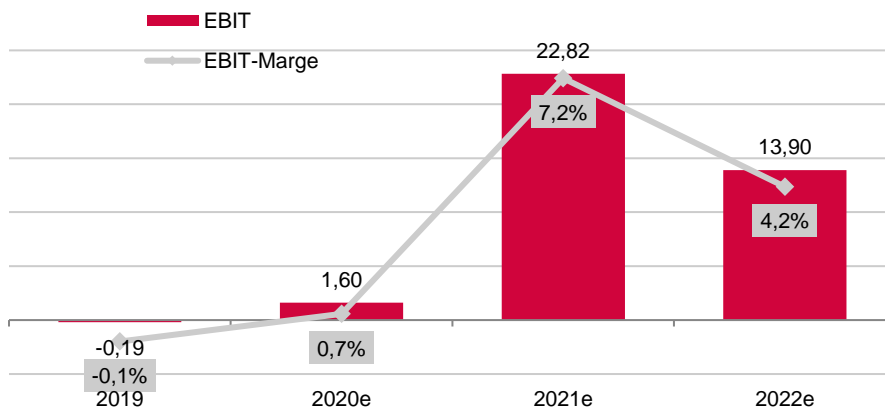
**Umsatzprognosen der HAEMATO AG (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

Die deutlich höhere EBIT-Marge der M1 Aesthetics GmbH, die bereits vor Anlaufen des Eigenmarkengeschäftes bei über 13 % (Prognose 2020e) lag, sollte durch das Eigenmarkengeschäft weiter gesteigert werden und damit insgesamt das Rentabilitätsniveau der HAEMATO AG nachhaltig deutlich anheben. Zusätzlich dazu unterstellen wir bei den Corona-Tests eine EBIT-Marge in Höhe 33 %, was zu einem sichtbaren Margensprung auf insgesamt 7,2 % in 2021 führen dürfte. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 sollte sich die EBIT-Marge der HAEMATO AG unseres Erachtens wieder auf ein nachhaltig erreichbares Niveau von ca. 4,5% einpendeln.

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



Quelle: GBC AG

Zur Finanzierung des Eigenmarkengeschäftes hat die HAEMATO AG Ende März 2021 eine Kapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen. Mit der Ausgabe von 0,47 Mio. neuen Aktien zu einem Preis von 31,00 € je Aktie wurde ein Bruttoemissionserlös in Höhe von rund 14,7 Mio. € erzielt. Dies haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt. Ebenfalls berücksichtigt ist die für den Erwerb der M1 Aesthetics GmbH erfolgte Sachkapitalerhöhung, für die insgesamt 2,47 Mio. neue Aktien ausgegeben wurden. Die aktuelle Aktienzahl der HAEMATO AG beläuft sich auf 5,23 Mio.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 51,30 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 26,80 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

Hinweis: Aufgrund der hohen Dynamik im Bereich der Corona-Test beobachten wir die Meldungen der Gesellschaft in den nächsten Monaten regelmäßig und passen unsere Prognose und Bewertungsmodell an, sobald eine bessere Sichtbarkeit herrscht.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 - 2022 in Phase 1 erfolgt von 2023 bis 2027 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 5,0 % (bisher: 4,2 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 0,25 % (bisher: 1,00 %). Der aktuelle Wert stellt gleichzeitig derzeit die Untergrenze in unserem Bewertungsmodell dar.**

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 8,74 % (bisher: 9,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,24 % (bisher: 8,87 %).

### *Bewertungsergebnis*

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir einen neuen fairen Unternehmenswert in Höhe von 268,25 Mio. € (bisher: 112,21 Mio. €) berechnet. Die signifikante Steigerung des Unternehmenswertes resultiert aus der deutlichen Anhebung der Umsatz- und Ergebnisprognosen, in denen erstmals die M1 Aesthetics GmbH enthalten ist. Darüber hinaus hat der Einbezug der Umsatz- und Ertragspotenziale aus der Veräußerung von Corona-Tests für Selbstnutzer ebenfalls einen positiven Einfluss auf das Bewertungsergebnis, auch wenn wir diesen zunächst konservativ eingeplant haben. Bei einer höheren Aktienzahl in Höhe von 5,23 Mio. (bisheriger Stand letztes Research: 2,29 Mio.) beläuft sich das Kursziel je Aktie auf 51,30 € (bisher: 49,00 €).

## 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	5,0%	ewige EBITA - Marge	5,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	13,6%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
Umsatz (US)	238,30	315,82	330,00	396,00	415,80	436,59	458,42	481,34	3,0%
<i>US Veränderung</i>	20,5%	32,5%	4,5%	20,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	5,81	7,70	7,95	9,74	10,44	11,18	11,96	12,80	
EBITDA	3,30	24,70	15,75	19,80	20,79	21,83	22,92	24,07	
<i>EBITDA-Marge</i>	1,4%	7,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBITA	1,60	22,82	13,90	17,95	18,98	20,05	21,18	22,36	
<i>EBITA-Marge</i>	0,7%	7,2%	4,2%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	5,5%
Steuern auf EBITA	1,35	-6,85	-4,17	-5,39	-5,69	-6,02	-6,35	-6,71	
<i>zu EBITA</i>	-84,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,95	15,97	9,73	12,57	13,28	14,04	14,83	15,65	
Kapitalrendite	3,6%	19,2%	11,4%	14,5%	15,3%	16,2%	17,0%	17,9%	21,8%
Working Capital (WC)	42,00	44,00	45,00	46,00	47,00	48,00	49,00	50,00	
<i>WC zu Umsatz</i>	17,6%	13,9%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,21	-2,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	41,00	41,00	41,50	40,65	39,84	39,06	38,32	37,61	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,70	-1,88	-1,85	-1,85	-1,81	-1,78	-1,74	-1,71	
<i>AFA zu OAV</i>	4,1%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,28	-1,88	-2,35	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	83,00	85,00	86,50	86,65	86,84	87,06	87,32	87,61	
EBITDA	3,30	24,70	15,75	19,80	20,79	21,83	22,92	24,07	
Steuern auf EBITA	1,35	-6,85	-4,17	-5,39	-5,69	-6,02	-6,35	-6,71	
Investitionen gesamt	-2,49	-3,88	-3,35	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,28	-1,88	-2,35	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,21	-2,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,16	13,97	8,23	12,42	13,10	13,81	14,57	15,36	314,16

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	253,35
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	57,95
<i>Barwert des Continuing Value</i>	195,40
Nettoschulden (Net debt)	-14,90
Wert des Eigenkapitals	268,25
Fremde Gewinnanteile	0,00
Wert des Aktienkapitals	268,25
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>51,30</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	0,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,54
Eigenkapitalkosten	8,7%
<i>Zielgewichtung</i>	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	15,0%
Taxshield	16,9%
WACC	<b>8,2%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%
19,8%	57,56	51,88	47,32	43,58	40,46
20,8%	60,16	54,14	49,31	45,34	42,04
21,8%	62,76	56,41	<b>51,30</b>	47,11	43,62
22,8%	65,37	58,67	53,29	48,88	45,20
23,8%	67,97	60,93	55,28	50,64	46,78



## 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>

#### **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>

#### **§ 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>

#### **§ 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: (4,5a,5b,6a,7,11)**

#### **§ 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**

**Marcel Goldmann, M.Sc., 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)