



Researchstudie (Anno)

HAEMATO AG

HAEMATO AG

**Margenstarker Selbstzahler-Bereich im Fokus
Neues Rentabilitätsniveau erreicht, weitere Margensteigerungen erwartet**

Kursziel: 49,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 01.06.2022 (11:25 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 02.06.2022 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

HAEMATO AG*4,5a,6a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 49,00 €
(bisher: 47,50 €)

aktueller Kurs: 21,50
01.06.22 / XETRA / 09:57 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1
WKN: A289VV
Börsenkürzel: HAEK
Aktienanzahl³: 5,23
Marketcap³: 112,42
EnterpriseValue³: 87,91
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 24,2 %

Transparenzlevel:
Open Market
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Handel, Ästhetische Produkte

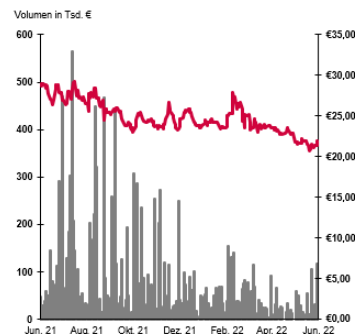
Fokus: Specialty Pharma; Lifestyle & Aesthetics

Mitarbeiter: 111 (31.12.2021)

Gründung: 1993

Vorstand: Patrick Brenske, Attila Strauss

Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Fokus auf den Bereichen Specialty-Pharma und Lifestyle-Pharma. 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 \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	285,04	264,36	312,92	336,58
EBITDA	12,64	10,28	14,53	17,23
EBIT	11,16	8,88	13,18	15,91
Jahresüberschuss	6,53	6,51	9,69	11,71

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,25	1,24	1,85	2,24
Dividende je Aktie	1,10	1,10	1,40	1,80

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,31	0,33	0,28	0,26
EV/EBITDA	6,96	8,55	6,05	5,10
EV/EBIT	7,88	9,90	6,67	5,52
KGV	17,21	17,27	11,60	9,60
KBV	0,78			

Finanztermine	
12.07.2022:	Hauptversammlung
25.08.2022:	Halbjahresbericht
17.11.2022:	Q3-Zahlen

**letzter Research von GBC:	
Datum:	Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
05.04.2022:	RS / 47,50 / KAUFEN
28.01.2022:	RS / 50,10 / KAUFEN
08.09.2021:	RS / 50,10 / KAUFEN
14.06.2021:	RS / 52,50 / KAUFEN
23.04.2021:	RS / 51,30 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die HAEMATO AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 285,04 Mio. € (VJ: 238,33 Mio. €) einen dynamischen Umsatzanstieg in Höhe von 19,6 % erreicht. Der überwiegende Teil des Umsatzwachstums hängt mit der erstmaligen Konsolidierung der zum 31.12.2020 erworbenen M1 Aesthetics GmbH zusammen, die einen Umsatzbeitrag in Höhe von 33,37 Mio. € geleistet hatte. Organisch lag demnach das Umsatzwachstum bei 5,6 % auf 251,67 Mio. €. Ein Teil dieses organischen Umsatzwachstums ist dem Ausbau des Diagnostik-Geschäftes zu verdanken. Hier hatte die HAEMATO AG im Frühjahr 2021 eine Sonderzulassung für den Vertrieb eines Covid-19-Laientests erhalten, mit dessen Vertrieb zusätzliche Umsätze generiert wurden.
- Für das abgelaufene Geschäftsjahr hat die HAEMATO AG erstmalig eine neue Segmentierung vorgenommen. Im „Specialty Pharma“-Segment sind die Umsätze, die über die Krankenkasse abgerechnet werden, enthalten und damit entspricht dieses Segment weitestgehend dem bisherigen HAEMATO-Geschäft. Bei Umsatzerlösen in Höhe von 219,90 Mio. € wurde hier ein Rohergebnis in Höhe von 8,77 Mio. € erwirtschaftet, was einer Rohertragsmarge in Höhe von 4,0 % entspricht. Im zweiten Segment Lifestyle & Aesthetics, in dem der Selbstzahlermarkt abgebildet ist und für Umsätze mit Produkten für Schönheitsbehandlungen, Diagnostik sowie Kosmetikprodukte steht, wurden Umsatzerlöse in Höhe von 65,15 Mio. €, ein Rohertrag in Höhe von 21,96 Mio. € und damit eine Rohertragsmarge in Höhe von 33,7 % erzielt.
- Dass erstmals nennenswerte Umsätze im margenstarken Segment „Lifestyle & Aesthetics“ erwirtschaftet wurden, hat zu einem deutlichen Anstieg der konzernweiten Rentabilität geführt. Sichtbar wird dies besonders anhand des deutlichen EBIT-Sprungs auf 11,16 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €), was gleichzeitig ein neuer Unternehmens-Rekord (bereinigt um Bewertungserträge) darstellt. Die EBIT-Marge verbesserte sich ebenfalls deutlich auf 3,9 % (VJ: 0,7 %).
- Im ersten Quartal kam es, insbesondere aufgrund der Portfoliobereinigung im Specialty Pharma-Segment, zu einem Umsatzrückgang in Höhe von 26,1 % auf 54,6 Mio. € (Q1 21: 73,9 Mio. €). Trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung konnte mit einem EBIT in Höhe von 2,0 Mio. € (VJ: 2,4 Mio. €) ein Anstieg der EBIT-Marge auf 3,7 % (Q1 21: 3,2 %) erreicht werden. Dies liegt an der überproportionalen Umsatzentwicklung des Lifestyle & Aesthetics-Segments begründet.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2022 erwartet das HAEMATO-Management Umsatzerlöse in Höhe von 250 bis 280 Mio. € und ein EBIT in Höhe von 8 bis 10 Mio. €. Der daraus implizierte erwartete Geschäftsrückgang steht in erster Linie im Zusammenhang mit einem erwarteten Rückgang beim Vertrieb von Covid-19-Laientests, was zu einer Umsatzminderung im Lifestyle & Aesthetics-Bereich führen dürfte. Dieses margenstarke Segment steht allerdings im strategischen Fokus der Gesellschaft. Über Marktanteilsgewinne, der Lancierung neuer Produkte sowie mit der erwarteten Lieferung von Botox-Produkten (Lizenzvereinbarung mit südkoreanischem Hersteller ist abgeschlossen) soll hier ein dynamisches Wachstum erreicht werden. Demgegenüber wird im Specialty Pharma-Segment die Portfoliobereinigung fortgesetzt, so dass hier eine leichte Ergebnismargen-Steigerung erreicht werden sollte.
- Analog zur Unternehmens-Guidance rechnen wir für 2022 mit Umsatzerlösen in Höhe von 264,36 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 8,88 Mio. €. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit deutlichen, aus dem Segment „Lifestyle &

Aesthetics“ stammenden Wachstumsimpulsen, so dass insbesondere auf Ergebnisebene ein überproportionaler Anstieg erreicht werden dürfte.

- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 49,00 € (bisher: 47,50 €) ermittelt. Die Kurszielsteigerung resultiert aus einem so genannten Roll-Over-Effekt, dem jedoch kurszielmindernd eine Anhebung des risikolosen Zinssatzes gegenübersteht. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

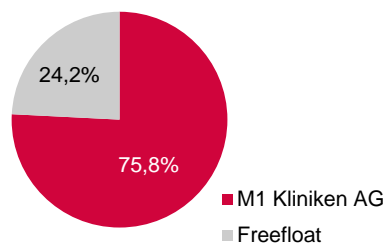
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG	5
Geschäftssegment Specialty Pharma	5
Geschäftssegment Lifestyle & Aesthetics	5
Markt und Marktumfeld	7
Marktumfeld Segment Specialty Pharma	7
Marktumfeld Lifestyle & Ästhetik	8
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2021	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Bewertung	13
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

M1 Kliniken AG	75,8%
Streubesitz	24,2%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG

Die HAEMATO AG unterteilt ihre Geschäftstätigkeit in die beiden Bereiche Specialty Pharma und Lifestyle & Aesthetics.

Geschäftssegment Specialty Pharma

Im Specialty Pharma-Bereich agiert die Gesellschaft insbesondere als Großhändler von **patentgeschützten Arzneimitteln**. Mit dem über 700 Produkte umfassenden Portfolio hat die HAEMATO AG hier den Fokus auf fünf große Therapiebereiche: HIV/Aids, Neurologie, Onkologie, Rheumatologie und Ophthalmologie. Hier tritt die Gesellschaft sowohl als pharmazeutischer Hersteller (Generika) als auch als Großhändler auf (Parallelimporte) und ist in der Lage, Apotheken, Großhändler und Kliniken zu beliefern und zu beraten.

Biopharmazeutische Arzneimittel gehören ebenfalls zum Produktportfolio der Gesellschaft. Die so genannten Biologika haben im Gegensatz zu den chemisch hergestellten kleinmolekularen Arzneimitteln einen sehr komplexen Produktionsprozess und gehören in der Regel zu den hochpreisigen Arzneimitteln. Das Portfolio der HAEMATO AG umfasst dabei alle wichtigen Biologika sowie alle wichtigen Biosimilars (Nachahmerprodukte nach Lizenzablauf des originalen biopharmazeutischen Arzneimittels).

Anfang 2021 hat die Gesellschaft das behördliche Audit für den Handel mit den margenstarken **Betäubungsmitteln** erfolgreich bestanden, so dass künftig auch dieser wachstumsstarke Bereich adressiert werden kann. Im vergangenen Geschäftsjahr ist bereits die Abnahme des BtM-Lagers durch die Behörden erfolgt. Seit 2019 liegt die notwendige Erlaubnis für den Import und den Handel von Betäubungsmitteln vor. Gemäß Unternehmensangaben liegt in diesem Bereich eine hohe Nachfrage vor, die derzeit das Angebot der Gesellschaft übersteigt. Es werden diesbezüglich zusätzliche Lieferanten gesucht.

Geschäftssegment Lifestyle & Aesthetics

Mit dem Erwerb der M1 Aesthetics hat die HAEMATO AG den Bereich Lifestyle und Ästhetik in das Produktportfolio aufgenommen. Hier tritt die Gesellschaft sowohl als Händler von Produkten anderer Anbieter als auch als Entwickler, Hersteller und Vertreiber von Eigenmarken auf.

Pflegeprodukte

Zu den Eigenmarken gehören in erster Linie kosmetische Produkte der Hauptmarke **M1 Select**, einer eigenproduzierten, medizinischen Pflegelinie. Über den Online-Vertriebsweg sowie über lokale Distributoren werden Produkte verkauft, die in Deutschland mit einem medizinischen Know-How hergestellt werden. In erster Linie handelt es sich dabei um Hautpflegeprodukte, Produkte der medizinischen Kosmetik, Spezialpflege-Produkte sowie Nahrungsergänzungsmittel.

Diagnostische Tests

Ebenfalls unter dem Eigenmarken-Bereich des Lifestyle & Aesthetics-Segments werden die **diagnostischen Tests** zusammengefasst. Besonders im Mittelpunkt stehen hier die Antigen-Schnelltests sowie PCR-Schnelltests zur Ermittlung von Covid-19. Im März 2021 hatte die HAEMATO AG die Aufnahme der Distribution von Antigen-Schnelltests bekannt gegeben. Anfang 2022 wurde ein PCR-Point-of-Care Gerät in das Produktportfolio aufgenommen. Mit diesem Gerät ist die Durchführung einer zuverlässigen PCR-Analyse innerhalb von 45 Minuten möglich. Mit der Belieferung von Apotheken, Kliniken und Laboratorien kann die Gesellschaft auf das aus dem Arzneimittelhandel gewachsene Netzwerk zurückgreifen.

Das Test-Produktportfolio wurde im Februar 2022 mit der Einführung des Mini Dock, einer kostengünstigen Alternative zum Nachweis einer Covid-19-Infektion erweitert. Mit dem Mini Dock erfolgt die Nukleinsäure-Amplifikation mit Hilfe von Enzymen und dadurch wird der Vorgang beschleunigt und liegt preislich unterhalb der PCR-Analyse im Labor. Die Nachweisqualität soll gemäß Unternehmensangaben mit derjenigen von PCR-Tests vergleichbar sein.

Das Testportfolio soll in Zukunft um diagnostische Tests zur Ermittlung von beispielsweise Vitaminmangel erweitert werden.

Botulinumtoxin (Botox) unter eigener Marke

Dieses Geschäftssegment dürfte in den kommenden Geschäftsjahren vom geplanten Vertrieb eines eigenen **Botox**-Produktes stark geprägt sein. Hierfür hat die HAEMATO AG mit dem südkoreanischen Pharmaunternehmen Huons BioPharma Co., Ltd. einen exklusiven Lizenz- und Liefervertrag geschlossen. Derzeit wird das Produkt in Südkorea und anderen Ländern unter dem Markennamen LIZTOX[®] und HUTOX[®] vertrieben. Dabei handelt es sich um injizierbares Botulinumtoxin Typ A, welches für die Behandlung von mittelschweren bis schweren Falten im Gesichtsbereich angewendet wird. Für die Zulassung in Deutschland muss ein europäisches Zulassungsverfahren durchlaufen werden, wofür die HAEMATO AG einen Zeitraum von drei bis vier Jahren veranschlagt. Im Anschluss daran soll ein europaweiter Roll-Out unter eigenem Markenauftritt erfolgen.

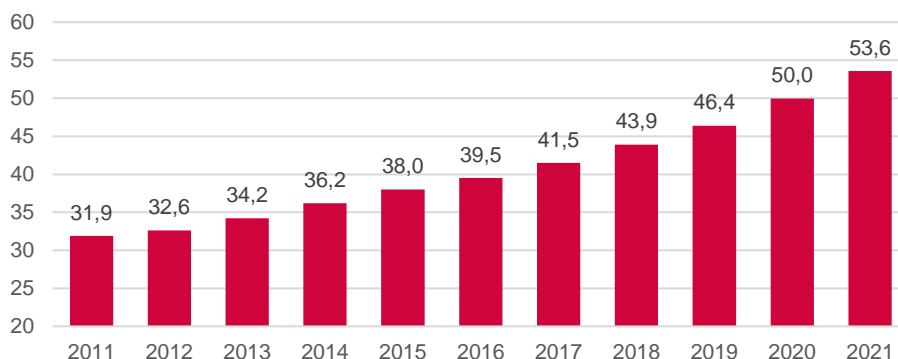
MARKT UND MARKTUMFELD

Die nachfolgende Darstellung des Marktumfelds unterteilen wir nach den beiden Geschäftssegmenten Specialty Pharma und Lifestyle & Ästhetik. Für den Specialty Pharma-Bereich, welcher das angestammte Arzneimittel-Handelssegment der HAEMATO AG enthält, ist die Entwicklung der Arzneimittelbranche relevant. Zur Analyse des Marktumfelds des Selbstzahlerbereiches Lifestyle & Ästhetik ziehen wir Daten zum Beauty- und Care-Bereich heran und stellen die möglichen Potenziale für den Botox-Bereich dar.

Marktumfeld Segment Specialty Pharma

In diesem Produktbereich, in dem die HAEMATO AG insbesondere patentgeschützte und generische Arzneimittel mit Fokus auf der Behandlung von HIV/Aids, Neurologie, Onkologie, Rheumatologie und Ophthalmologie nach Deutschland importiert, liegt eine insgesamt hohe Marktdynamik vor. Im abgelaufenen Jahr legten die Arzneimittelumsätze, gemäß IQVIA-Daten, um 7,3 % auf 53,6 Mrd. € zu. Auch langfristig betrachtet, weisen die Arzneimittelausgaben in Deutschland deutliche Wachstumsraten auf. Zwischen 2011 und 2021 wuchsen diese mit einem dynamischen CAGR in Höhe von 5,3 %. Speziell die demografische Entwicklung in Deutschland, die von einem steigenden Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung geprägt ist, dürfte hierzu beitragen haben.

Arzneimittelumsätze in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: IQVIA; GBC AG

Die tendenziell stark steigenden Arzneimittelausgaben machen sich naturgemäß auch in den Ausgaben der gesetzlichen Krankenkassen bemerkbar. Gemäß dem Branchenverband GKV legten die Arzneimittel-Ausgaben der Krankenkassen um 7,8 % auf 46,65 Mrd. € (VJ: 43,27 Mrd. €) zu und weisen damit eine ähnliche Dynamik wie die Arzneimittelumsätze in Deutschland auf. Vor diesem Hintergrund spielen Maßnahmen zur Einsparung der Ausgaben eine wichtige Rolle. Eine Maßnahme hierfür ist das aktuell geltende Einsparziel, wonach mit der Abgabe preisgünstiger Importarzneimittel ein Einsparziel von 2,0 % pro Quartal und Krankenkasse erreicht werden muss. Demnach liegt für Parallelimporture, wie die HAEMATO AG, ein attraktives Marktumfeld vor, zumal die von der Gesellschaft adressierten Indikationsbereiche dem hochpreisigen Bereich zuzuordnen sind.

Gleiches gilt auch für den Einsatz von Biosimilars, also von biologisch hergestellten Arzneimitteln, nach dem Auslauf des Patentschutzes von Biopharmazeutika. Da Biopharmazeutika kompliziert in der Herstellung sind, ist diese Arzneimittelgattung vergleichsweise hochpreisig. Demzufolge liegt hier ein hoher Bedarf an im Vergleich hierzu kostengünstigeren Biosimilars. Gemäß einem IQVIA-Studienpapier lag der Biopharmazeutika-Anteil bei 32 % oder 16,6 Mio. € des Arzneimittelmarktes (Stand. August 2021). In 2006 entfielen auf Biopharmazeutika lediglich 14 % bzw. 3,5 Mrd. € des Gesamtmarktes und damit wird

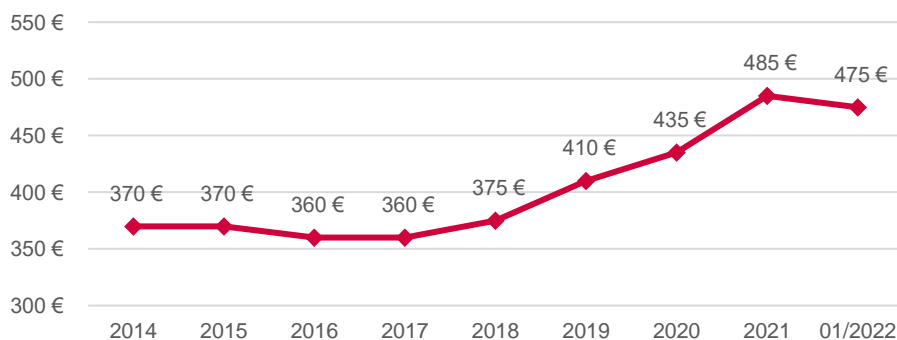
der erhebliche Bedeutungsgewinn der biologisch hergestellten Arzneimittel sichtbar. Noch stärker ist der Gesamtmarkt der Nachahmerprodukte Biosimilars gewachsen. Während in 2007 noch kein Biosimilar zugelassen war, wurden in 2020 damit Gesamtumsätze in Höhe von rund 1,8 Mrd. € erwirtschaftet. Der Biosimilar-Anteil ist allein innerhalb von zwei Jahren von 36 % auf 61 % deutlich angestiegen. Dass die HAEMATO AG auch den Biosimilars-Bereich adressiert, ist vor diesem Hintergrund nachvollziehbar.

Marktumfeld Lifestyle & Ästhetik

In diesem Bereich adressiert die HAEMATO AG über Eigenmarken, zu denen diagnostische Tests sowie kosmetische Produkte gehören, den Selbstzahlermarkt. Darüber hinaus wird die HAEMATO AG, sobald das europäische Zulassungsverfahren für die Botox-Produkte des Lizenzpartners Huons BioPharma abgeschlossen ist, auch den Volumenmarkt für Botox-Produkte adressieren. Um die Marktpotenziale für kosmetische Produkte unter der Hauptmarke M1 Select darzustellen, beziehen wir uns auf vorliegende Marktdaten für den Beauty Care-Bereich in Deutschland. Gemäß Branchenverband IKW (Industrieverband Körperpflege- und Waschmittel) hatte die Corona-Pandemie und der damit verbundene Lock-Down in 2021 zu einem Rückgang der Gesamtumsätze mit Schönheitspflege auf 13,6 Mrd. € (VJ: 14,0 Mrd. €) um insgesamt 3,1 % geführt. Dabei kam es zu einem erneut veränderten Konsummuster, mit einem Anstieg der Umsätze im Bereich der Körperhygiene, bei einem gleichzeitigen Rückgang bei Produkten für dekorative Kosmetik. Immerhin beurteilen im Rahmen des IKW-Branchenbarometers 42 % der befragten Unternehmen die aktuelle Marktentwicklung mit „gut/sehr gut“. Im Vorjahr waren lediglich 38 % der Unternehmen positiv gestimmt.

Mit der anstehenden Einführung der Botox-Produkte im Rahmen der exklusiven Lizenzvereinbarung mit der südkoreanischen Huons BioPharma wird die HAEMATO AG einen sehr attraktiven und volumenstarken Markt adressieren. Alleine der Blick auf die Schönheitsbehandlungen in Deutschland zeigt, dass die Beliebtheit der Botox-Behandlungen deutlich zugenommen hat. Entfielen noch im Jahr 2018 lediglich 20,1 % aller Schönheitsbehandlungen auf Botulinum, lag dieser Wert im Jahr 2021 bei 33,5 % und damit waren Botox-Behandlungen der beliebteste Schönheitseingriff. Zu einem überproportionalen Anstieg des Marktvolumens dürften aber auch steigende Kosten geführt haben. Gemessen an der statistischen Kostenentwicklung für Faltenunterspritzung, die sowohl die Unterspritzung mit Botox als auch mit Fillern umfassen, ist hier ein deutlicher Aufwärtstrend zu beobachten. Zwischen 2014 und dem ersten Quartal 2022 wurde hier ein Kostenanstieg von 370 €/Behandlung auf 475 €/Behandlung ermittelt.

Kosten für Faltenunterspritzung (€/Behandlung)



Quelle: mybody GeKIS; GBC AG

Gemäß Unternehmensangaben wird das von der Huons BioPharma bezogene Botox im Konkurrenzvergleich preisgünstig sein, so dass die Gesellschaft in der Lage sein dürfte, an diesem volumen- und wachstumsstarken Markt überproportional zu profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	238,33	285,04	264,36	312,92	336,58
sonstige betriebliche Erträge	0,49	0,46	0,50	0,50	0,50
Materialaufwand	-220,65	-254,31	-237,67	-279,62	-299,31
Rohertrag	18,17	31,19	27,19	33,80	37,77
Personalaufwand	-6,84	-7,50	-7,13	-7,70	-8,08
Abschreibungen	-1,69	-1,47	-1,40	-1,35	-1,32
sonstige betriebliche Aufwendungen	-8,02	-11,05	-9,78	-11,58	-12,45
EBIT	1,63	11,16	8,88	13,18	15,91
Zinserträge	0,00	0,48	0,35	0,35	0,30
Zinsaufwendungen	-6,19	-2,29	-0,55	-0,60	-0,60
EBT	-4,56	9,36	8,68	12,93	15,61
Steuern von Einkommen und Ertrag	-0,27	-2,82	-2,17	-3,23	-3,90
sonstige Steuern	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	-4,83	6,53	6,51	9,69	11,71
EBITDA	3,31	12,64	10,28	14,53	17,23
in % der Umsatzerlöse	1,4%	4,4%	3,9%	4,6%	5,1%
EBIT	1,63	11,16	8,88	13,18	15,91
in % der Umsatzerlöse	0,7%	3,9%	3,4%	4,2%	4,7%
Ergebnis je Aktie in €	-1,02	1,25	1,24	1,85	2,24
Dividende je Aktie in €	1,00	1,10	1,10	1,40	1,80
Aktienzahl in Mio. Stück	4,75	5,23	5,23	5,23	5,23

Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

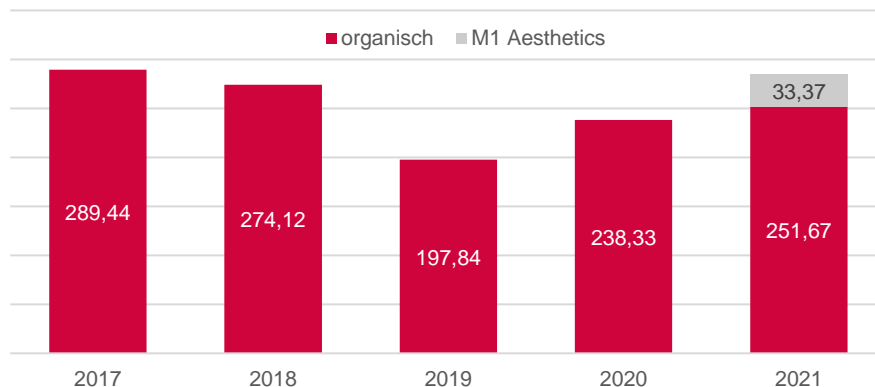
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	274,12	197,84	238,33	285,04
EBITDA	9,96	1,90	3,32	12,64
EBITDA-Marge	3,6%	1,0%	1,4%	4,4%
EBIT	8,50	-0,02	1,63	11,16
EBIT-Marge	3,1%	neg.	0,7%	3,9%
Nachsteuerergebnis	6,28	-1,17	-4,83	6,53
EPS in €	0,27	-0,05	-1,02	1,25

Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

Bereits mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen am 30.03.2022 hatte das HAEMATO-Management die Eckdaten zum abgelaufenen Geschäftsjahr präsentiert. Mit den nun vorliegenden finalen Zahlen wurden die bereits bekannten Werte bestätigt. Dabei wurde mit Umsatzerlösen in Höhe von 285,04 Mio. € (VJ: 238,33 Mio. €) und einem Umsatzzanstieg in Höhe von 19,6 % die hohe Dynamik des Vorjahres fortgesetzt. Die zum Halbjahr 2022 angehobene Unternehmens-Guidance, die Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 280 bis 300 Mio. € in Aussicht gestellt hatte, wurde gleichzeitig erreicht.

Der überwiegende Teil des Umsatzwachstums hängt mit der erstmaligen Konsolidierung der zum 31.12.2020 einbezogenen M1 Aesthetics GmbH zusammen, die einen Umsatzbeitrag in Höhe von 33,37 Mio. € geleistet hatte. Bereinigt um diesen anorganischen Effekt hätte die HAEMATO AG damit Umsatzerlöse in Höhe von 251,67 Mio. € und folglich ein organisches Umsatzwachstum in Höhe von 5,6 % erreicht. Ein Teil dieses organischen Umsatzwachstums ist dem Ausbau des Diagnostik-Geschäftes zu verdanken. Hier hatte die HAEMATO AG im Frühjahr 2021 eine Sonderzulassung für den Vertrieb eines Covid-19-Laientests erhalten, mit dessen Vertrieb zusätzliche Umsätze generiert wurden.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

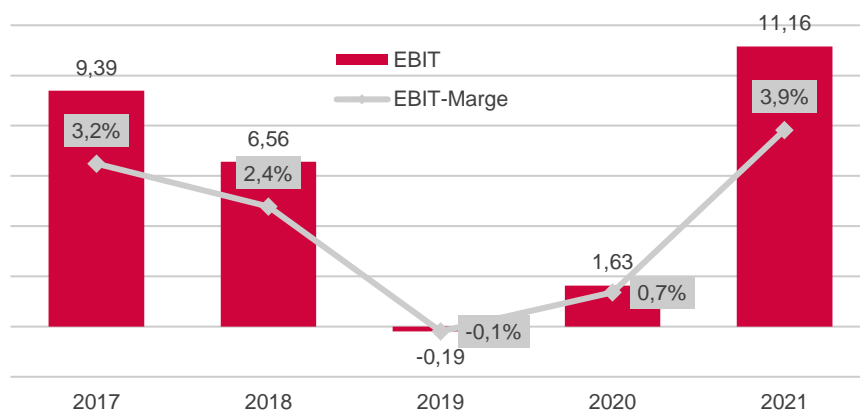
Gemäß der erstmalig im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 vorgenommenen Segmentierung sind alle Umsätze, die nicht dem Selbstzahlermarkt angehören, sondern über Krankenkassen abgerechnet werden, dem Segment „Specialty Pharma“ zugeordnet. Im Segment „Lifestyle & Aesthetics“ werden alle Umsätze des Selbstzahlermarktes sowie Produkte der ästhetischen Medizin, die über Krankenkassen abgerechnet werden, subsumiert.

Das Segment „**Specialty Pharma**“ hat daher eine große Überschneidung mit dem bisherigen HAEMATO-Geschäft, was auch für das Rentabilitätsniveau gilt. Denn in diesem Segment findet in erster Linie das Großhandelsgeschäft mit Parallelimporten und Generika statt. Bei Umsatzerlösen in Höhe von 219,90 Mio. € wurde hier ein Rohergebnis in Höhe von 8,77 Mio. € erreicht, was einer Rohertragsmarge in Höhe von 4,0 % entspricht.

Demgegenüber stehen Umsatzerlöse im „Lifestyle & Aesthetics“-Segment in Höhe von 65,15 Mio. €, die mit einem vergleichsweise hohen Rohertrag in Höhe von 21,96 Mio. € und damit einer Rohertragsmarge in Höhe von 33,7 % einhergegangen waren. In diesem Segment waren die Diagnostik-Umsätze, unter anderem im Rahmen des Vertriebs der Covid-19-Laientests, enthalten.

Dass erstmals nennenswerte Umsätze im margenstarken Segment „Lifestyle & Aesthetics“ erwirtschaftet wurden, hat zu einem deutlichen Anstieg der konzernweiten Rentabilität geführt. Sichtbar wird dies besonders anhand des deutlichen EBIT-Sprungs auf 11,16 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €), was gleichzeitig einen neuen Unternehmens-Rekord (bereinigt um Bewertungserträge) darstellt. Die EBIT-Marge verbesserte sich ebenfalls deutlich auf 3,9 % (VJ: 0,7 %). In unserer letzten Studie vor Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen (siehe Researchstudie vom 28.01.2022) hatten wir für 2021 mit einem EBIT in Höhe von 10,09 Mio. € kalkuliert. Damit wurden unsere Erwartungen übertroffen.

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



Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

Bis zum Geschäftsjahr 2018 hatte die HAEMATO AG Bewertungserträge aus den gehaltenen Wertpapieren im sonstigen betrieblichen Ergebnis erfasst und waren damit Bestandteil des EBIT. In den vergangenen drei Geschäftsjahren wurden diese dem Finanzergebnis zugeordnet. In den vergangenen drei Geschäftsjahren wurden dabei, aufgrund einer rückläufigen Kursentwicklung der gehaltenen Wertpapiere, jeweils Bewertungsverluste ausgewiesen. Nachdem diese im Geschäftsjahr 2020 mit -5,38 Mio. € das Finanzergebnis deutlich negativ belastet hatten, wurden in 2021 mit -1,86 Mio. € niedrigere Bewertungsverluste ausgewiesen. Nichtsdestotrotz lag dadurch das Finanzergebnis mit -1,80 Mio. € (VJ: -6,18 Mio. €) erneut im negativen Bereich.

Der starke Anstieg des operativen Ergebnisses, zusammen mit dem deutlichen Rückgang der Bewertungsverluste, hatten zu einem spürbaren Anstieg des Nachsteuerergebnisses auf 6,53 Mio. € (VJ: -4,83 Mio. €) geführt. Nach zwei Geschäftsjahren, in denen auf Ebene des Nachsteuerergebnisses jeweils die Gewinnschwelle nicht erreicht wurde, ist der HAEMATO AG eine eindrucksvolle Rückkehr in die Gewinnzone gelungen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

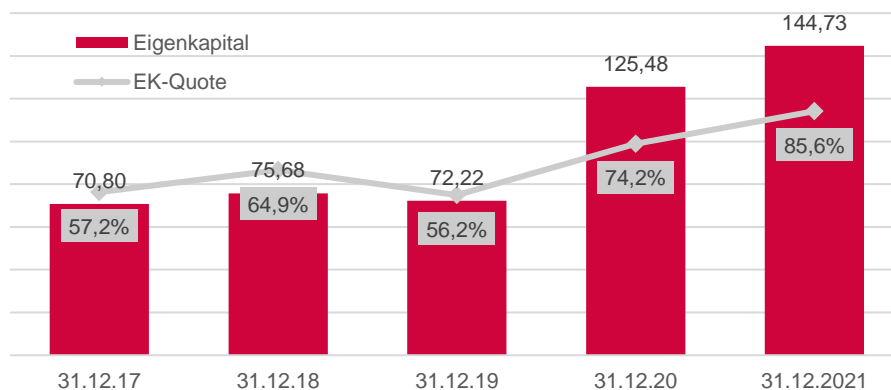
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	75,68	72,22	125,48	144,73
EK-Quote	65,0%	56,2%	74,2%	85,6%
Anlagevermögen	39,72	40,42	40,08	92,89
Vorräte	44,38	55,44	35,12	34,01
Liquide Mittel	5,60	2,10	7,54	25,61
Cashflow - operativ	0,56	-2,76	14,67	14,05
Cashflow - Investition	6,21	-0,70	-0,84	-0,17
Cashflow - Finanzierung	-7,64	0,05	-4,49	7,16

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das bilanzielle Bild der HAEMATO AG war im abgelaufenen Geschäftsjahr einerseits von der erstmaligen Konsolidierung der M1 Aesthetics GmbH sowie andererseits von einer im Frühjahr 2021 durchgeführten Kapitalerhöhung geprägt. Die Konsolidierung der M1 Aesthetics GmbH hatte dabei einen deutlichen Anstieg des Anlagevermögens auf 92,89 Mio. € (31.12.2020: 40,08 Mio. €) zur Folge, welcher in erster Linie aus einer Zunahme des Goodwills auf 88,27 Mio. € (31.12.2020: 34,58 Mio. €) resultiert. In der Bilanz zum 31.12.2020 waren aus dieser Übernahme 58,09 Mio. € in den sonstigen kurzfristigen Vermögenswerten enthalten, welche nun damit ausgebucht wurden. Es hat folglich ein Aktivtausch stattgefunden.

Das Eigenkapital hat sich einerseits als Folge des Anstiegs des Nachsteuerergebnisses (6,53 Mio. €) sowie andererseits aufgrund der durchgeführten Kapitalerhöhung (14,26 Mio. €) auf 144,73 Mio. € (31.12.2020: 125,48 Mio. €) erhöht. Bei einer gleichzeitigen Verbesserung der EK-Quote auf 85,6 % (31.12.2020: 74,2 %) liegt eine überdurchschnittlich gute Eigenkapitalausstattung vor. Dies auch vor dem Hintergrund, da die Bankverbindlichkeiten in Höhe von 14,59 Mio. € (VJ: 18,31 Mio. €) weiter reduziert wurden sowie im Vergleich zum Niveau des Eigenkapitals niedrig sind.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das solide Vermögensbild der HAEMATO AG wird vom hohen Bestand liquider Mittel in Höhe von 25,60 Mio. € (31.12.2020: 7,54 Mio. €) vervollständigt. Neben der erneut starken Entwicklung des operativen Cashflows hatte der Liquiditätszugang aus der durchgeführten Kapitalerhöhung in Höhe von 14,48 Mio. € zum starken Anstieg der liquiden Mittel geführt.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	285,04	264,36	312,92	336,58
EBITDA	12,64	10,28	14,53	17,23
EBITDA-Marge	4,4%	3,9%	4,6%	5,1%
EBIT	11,16	8,88	13,18	15,91
EBIT-Marge	3,9%	3,4%	4,2%	4,7%
Nachsteuerergebnis	6,53	6,51	9,69	11,71
EPS in €	1,25	1,25	1,85	2,24

Quelle: GBC AG

Bereits mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hatte das HAEMATO-Management eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr ausgegeben, die im nun publizierten Geschäftsbericht 2021 bestätigt wurde. Unverändert wird demnach mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 250 bis 280 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 8 bis 10 Mio. € gerechnet. Damit wird gegenüber 2021 von einem Umsatzrückgang in Höhe von rund -2 % bis -12 % ausgegangen. Allerdings zeigt die EBIT-Guidance, woraus sich eine erwartete EBIT-Marge zwischen 3,2 % und 3,6 % ableiten lässt, dass die Gesellschaft von einer weitestgehenden Beibehaltung des erreichten hohen Rentabilitätsniveaus ausgeht. Zur Einordnung: zwischen den Geschäftsjahren 2017 und 2020 lag die um Bewertungserträge bereinigte EBIT-Marge im Durchschnitt bei 1,2 %.

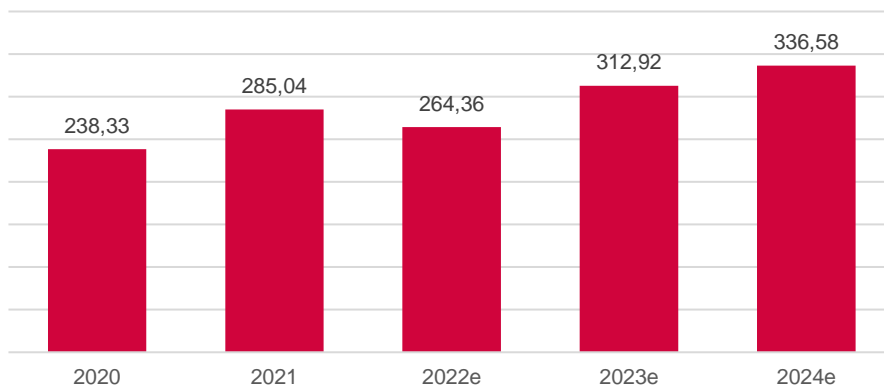
Die insgesamt nachhaltig höhere Ergebnisqualität ist insbesondere auf das mit dem Erwerb der M1 Aesthetics GmbH neu geschaffene Segment **Lifestyle & Aesthetics** zurückzuführen. Hier ist jedoch zunächst von einer rückläufigen Umsatzentwicklung auszugehen, da die in diesem Segment enthaltenen Umsätze aus dem Vertrieb mit Covid-19-Laientests deutlich zurückgehen dürften. Aufgrund der Entwicklung der Pandemie, in Verbindung mit einer deutlich intensiveren Konkurrenzsituation, hatte sich die Gesellschaft entschieden, den Vertrieb mit Covid-19-Laientests zurückzufahren. Insgesamt soll aber der Diagnostik-Bereich, in dem die HAEMATO AG Anfang 2022 über die Einführung eines „Point of Care“-Automaten berichtet hatte, ausgebaut werden. Mit Hilfe dieser Geräte lassen sich, ortsunabhängig und ohne Labor, Diagnosen erstellen sowie eine Auswertung von Viren und Krankheitserregern vornehmen.

Darüber hinaus sollen in diesem Segment die Umsätze mit ästhetischen Arzneimitteln, Medizinprodukten und Kosmetika weiter ausgebaut werden. Hier rechnet die Gesellschaft mit einer steigenden marktbedingten Nachfrage, insbesondere im Umfeld der anhaltenden Öffnungstendenzen. Noch nicht in den Prognosen sind die zusätzlichen Umsätze aus dem geplanten Vertrieb von Botulinumtoxin (Botox)-Produkten enthalten. Diesbezüglich wurde mit der südkoreanischen Huons BioPharma ein exklusiver Liefer- und Lizenzvertrag zur Lieferung von Botox-Produkten abgeschlossen. Nach einem europäischen Zulassungsverfahren dürfte die Gesellschaft von der großen Botox-Nachfrage profitieren. Mit der Belieferung der größten Abnehmer in Deutschland könnte, bei einer Beibehaltung der Preisstrategie, ein hoher Marktanteil des volumenstarken Botox-Marktes gesichert werden. In unseren Prognosen sind die hieraus stammenden zusätzlichen Potenziale noch nicht enthalten.

Insgesamt sollte im Segment Lifestyle & Aesthetics der Wegfall der Umsätze mit Covid-19-Tests im laufenden Geschäftsjahr noch nicht vom Umsatzanstieg mit anderen Produkten kompensiert werden. Ab 2023 sollte hier ein deutliches Umsatzwachstum sichtbar werden, vor allem, da die Gesellschaft den Geschäftsschwerpunkt insbesondere auf diesen margenstarken Bereich legt.

Im Segment „**Specialty Pharma**“, in dem die Portfoliobereinigung der margenschwachen Produkte fortgesetzt werden sollte, ist ebenfalls mit einem leichten Umsatzrückgang zu rechnen. In diesem weiterhin umsatzstärksten Segment ist von einer nur konstanten Margenentwicklung auszugehen, die deutlich unterhalb des „Lifestyle & Aesthetics“-Segments liegen wird.

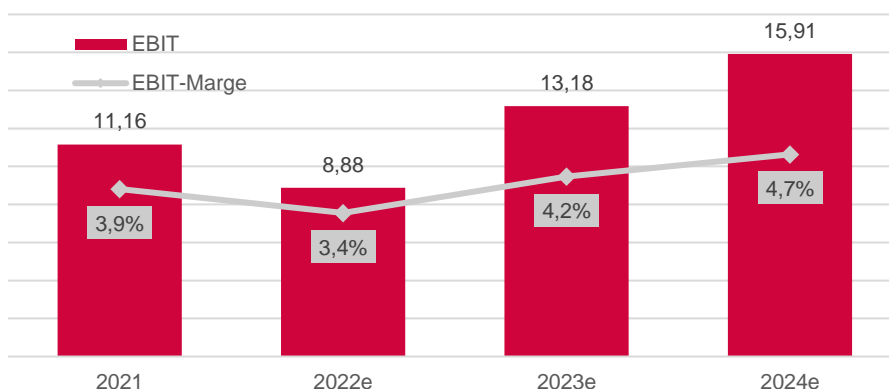
Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr orientieren wir uns an der Mitte der von der Gesellschaft ausgegebenen Prognosespanne und rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 264,36 Mio. € und damit einem Umsatzrückgang in Höhe von -7,3 %. Dies liegt im Einklang mit den gemeldeten Zahlen zu den ersten drei Monaten 2022. Im ersten Quartal kam es, insbesondere aufgrund der Portfoliobereinigung im Specialty Pharma-Segment zu einem Umsatzrückgang in Höhe von 26,1 % auf 54,6 Mio. € (Q1 21: 73,9 Mio. €). Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit deutlichen, aus dem Segment „Lifestyle & Aesthetics“ stammenden Wachstumsimpulsen und damit für 2023 mit einem Umsatzzanstieg auf 312,92 Mio. € (+18,4 %) sowie für 2024 auf 336,58 Mio. € (+7,6 %). Wie dargestellt, sind hier die zusätzlichen Potenziale aus der Lizenz zur Botox-Lieferung nicht berücksichtigt.

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



Quelle: GBC AG

Auch beim EBIT orientieren wir uns an der kommunizierten Ergebnisbandbreite der Gesellschaft und rechnen für 2022 mit einem EBIT in Höhe von 8,88 Mio. € (EBIT-Marge: 3,4 %). Auch auf Ergebnisebene zeigen die Zahlen des ersten Quartals 2022, wie das künftige Ergebnisbild der HAEMATO AG aussehen könnte. Trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung konnte mit einem EBIT in Höhe von 2,0 Mio. € (VJ: 2,4 Mio. €) ein Anstieg der EBIT-Marge auf 3,7 % (Q1 21: 3,2 %) erreicht werden. Dies liegt an der überproportionalen Umsatzentwicklung des Lifestyle & Aesthetics-Segments begründet. Mit zunehmendem

Bedeutungsgewinn des margenstarken Lifestyle & Aesthetics-Segments sollte die Rentabilität auch in den kommenden Geschäftsjahren ansteigen. Wir rechnen für 2023 mit einem EBIT in Höhe von 13,18 Mio. € (EBIT-Marge: 4,2 %) sowie für 2024 in Höhe von 15,91 Mio. € (EBIT-Marge: 4,7 %).

Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2024 in Phase 1 erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 % (bisher: 5,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 5,5 % (bisher: 5,0 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % 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 0,40 % (bisher: 0,25 %).**

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 8,89 % (bisher: 8,74 %) (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 8,28 % (bisher: 8,24 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 49,00 € (bisher: 47,50 €) ermittelt. Einerseits hat die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des Diskontierungssatzes (WACC) einen kurszielmindernden Effekt. Auf der anderen Seite hat der erstmalige Einbezug der Schätzung für das Geschäftsjahr 2024 in den konkreten Schätzzeitraum einen kurszielerhöhenden Effekt. Die Schätzungen für das Geschäftsjahr 2024 bilden eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells. Der kurszielerhöhende Effekt hatte hier überwogen.

DCF-Modell

HAEMATO AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	5,5%	ewige EBITA - Marge	5,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,4%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
Umsatz (US)	264,36	312,92	336,58	361,83	388,96	418,14	449,50	483,21	
US Veränderung	-7,3%	18,4%	7,6%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,85	3,35	3,59	3,87	4,17	4,50	4,86	5,24	
EBITDA	10,28	14,53	17,23	19,90	21,39	23,00	24,72	26,58	
EBITDA-Marge	3,9%	4,6%	5,1%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBITA	8,88	13,18	15,91	18,58	20,08	21,69	23,42	25,27	
EBITA-Marge	3,4%	4,2%	4,7%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Steuern auf EBITA	-2,22	-3,29	-3,98	-4,65	-5,02	-5,42	-5,85	-6,32	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	6,66	9,88	11,94	13,94	15,06	16,26	17,56	18,96	
Kapitalrendite	5,6%	8,2%	9,6%	10,9%	11,7%	12,6%	13,5%	14,5%	14,7%
Working Capital (WC)	28,00	31,00	34,00	35,00	36,00	37,00	38,00	39,00	
WC zu Umsatz	10,6%	9,9%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-1,22	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	92,69	93,34	93,82	93,50	93,18	92,87	92,56	92,26	
AFA auf OAV	-1,40	-1,35	-1,32	-1,32	-1,32	-1,31	-1,31	-1,30	
AFA zu OAV	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in OAV	-1,20	-2,00	-1,80	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	120,69	124,34	127,82	128,50	129,18	129,87	130,56	131,26	
EBITDA	10,28	14,53	17,23	19,90	21,39	23,00	24,72	26,58	
Steuern auf EBITA	-2,22	-3,29	-3,98	-4,65	-5,02	-5,42	-5,85	-6,32	
Investitionen gesamt	-2,42	-5,00	-4,80	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in OAV	-1,20	-2,00	-1,80	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	-1,22	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,63	6,23	8,46	13,26	14,37	15,58	16,87	18,26	291,18

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	232,05	245,04
Barwert expliziter FCFs	65,25	64,42
Barwert des Continuing Value	166,81	180,62
Nettoschulden (Net debt)	-24,20	-24,42
Wert des Eigenkapitals	256,25	269,47
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	256,25	269,47
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	49,00	51,53

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	8,9%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
13,7%	55,51	50,39	46,28	42,92	40,11
14,2%	57,30	51,95	47,64	44,12	41,18
14,7%	59,09	53,50	49,00	45,32	42,26
15,2%	60,88	55,05	50,37	46,53	43,33
15,7%	62,67	56,60	51,73	47,73	44,40

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,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, Karin Jägg, Email: jaegg@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



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