



## **Researchstudie (Anno)**

**HAEMATO AG**

# HAEMATO AG

- Herstellerzwangsrabatte belasten „Specialty Pharma“-Segment -
- Lifestyle & Aesthetics“-Segment sollte in 2023 wachsen; hohe Potenziale mit Botox-Einführung vorhanden -
- Steigerung der Rentabilität erwartet -

**Kursziel: 30,75 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 13.07.2023 (11:04 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 14.07.2023 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

## HAEMATO AG\*4,5a,5b,6a,7,11

### KAUFEN

Kursziel: 30,75 €  
(bisher: 31,70 €)

aktueller Kurs: 22,80  
12.07.23 / XETRA / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1  
WKN: A289VV  
Börsenkürzel: HAEK  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 5,23  
Marketcap<sup>3</sup>: 119,22  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 84,95  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 32 %

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

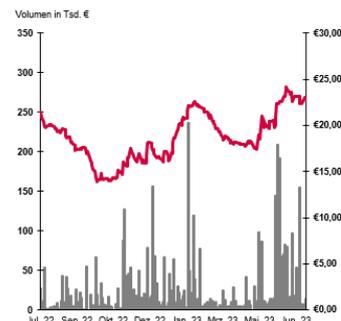
Fokus: Specialty Pharma; Lifestyle & Aesthetics

Mitarbeiter: 61 (31.12.2022)

Gründung: 1993

Vorstand: Patrick Brenske, Attila Strauss

Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Fokus auf den Bereichen Specialty-Pharma und Lifestyle & Aesthetics. 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	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	248,14	242,04	261,56	268,70
EBITDA	9,66	8,79	12,45	14,92
EBIT	8,30	7,44	11,13	13,60
Jahresüberschuss	8,19	5,39	8,12	9,98

Kennzahlen in EUR	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Gewinn je Aktie	1,57	1,03	1,55	1,91
Dividende je Aktie	1,20	0,80	1,35	1,60

Kennzahlen	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
EV/Umsatz	0,34	0,35	0,32	0,32
EV/EBITDA	8,79	9,66	6,82	5,69
EV/EBIT	10,24	11,42	7,63	6,25
KGV	14,55	22,10	14,68	11,95
KBV	0,81			

### Finanztermine

18.07.2023: Hauptversammlung  
31.08.2023: HJ-Bericht 2023  
16.11.2023: Q3 Zahlen 2023

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
17.04.2023: RS / 31,70 / KAUFEN  
13.09.2022: RS / 37,55 / KAUFEN  
02.06.2022: RS / 49,00 / KAUFEN  
05.04.2022: RS / 47,50 / KAUFEN  
28.01.2022: RS / 50,10 / KAUFEN

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

\*\* 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

- Erwartungsgemäß weist die HAEMATO AG für das abgelaufene Geschäftsjahr 2022 einen Umsatzrückgang auf 248,14 Mio. € (VJ: 285,04 Mio. €) aus und liegt damit knapp unterhalb der zuvor erwarteten Umsatzbandbreite von 250 bis 280 Mio. €. Der Umsatzrückgang ist dabei auf den Wegfall des Vertriebs von Covid-19-Laientests, die wesentlich zum Rekordwert des Geschäftsjahres 2021 beigetragen hatten, zurückzuführen. Aufgrund eines bestehenden Überangebots am Markt hatte das HAEMATO-Management Mitte 2021 den Vertrieb aufgegeben, was zu einer Umsatzlücke in 2022 geführt hat.
- Die Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG teilt sich nach den beiden Segmenten „Lifestyle & Aesthetics“ und „Specialty Pharma“ auf. Im „Lifestyle & Aesthetics“ findet die Vermarktung pharmazeutischer, medizinischer und medizintechnischer Produkte für die ästhetische Chirurgie und kosmetische Dermatologie statt. Im Specialty Pharma-Segment tritt die HAEMATO AG als Großhändler und Parallelimporteureur in Erscheinung auf. Da der Rückgang der Laientests insbesondere dem Bereich „Lifestyle & Aesthetics“ zugeordnet ist, hatte dies hier zu einem Rückgang der Umsätze in diesem margenstarken Segment auf 42,48 Mio. € (VJ: 65,15 Mio. €) geführt. Gleichzeitig hatte die vorgenommene Bereinigung des Produktportfolios die Umsätze im „Specialty Pharma“-Bereich auf 205,66 Mio. € (VJ: 219,90 Mio. €) reduziert.
- Der Umsatzrückgang findet sich auch in einem auf 8,30 Mio. € (VJ: 11,16 Mio. €) rückläufigen EBIT wieder. Zwar hat sich die EBIT-Marge damit auf 3,3 % (VJ: 3,9 %) reduziert, die Hereinnahme des margenstarken Segments „Lifestyle & Aesthetics“ zeigt im mehrjährigen Vergleich aber eine Steigerung der Rentabilität auf. In den Geschäftsjahren 2019 und 2020 lag die EBIT-Marge jeweils deutlich unter 1,0 %.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2023 erwartet das HAEMATO-Management Umsatzerlöse in Höhe von 230 bis 250 Mio. € und ein EBIT von 6 bis 8 Mio. €. Sowohl auf Umsatz- als auch auf operativer Ergebnisebene wird dabei mit einer leicht rückläufigen Entwicklung gerechnet. In erster Linie dürfte dies auf ein erwartetes rückläufiges Geschäft im Segment „Specialty Pharma“ zurückzuführen sein. Im Rahmen des GKV-Stabilisierungsgesetzes wurden bis zum 31.12.2023 die Herstellerzwangsrabatte von 7,0 % auf 12,0 % erhöht, was bei der HAEMATO AG zu entsprechenden Belastungen führen sollte. Prozessoptimierungen und Kosteneinsparungen sollten diesen Effekt teilweise aufheben. Im Segment „Lifestyle & Aesthetics“ sollen Marktanteile hinzugewonnen und die Ergebnismargen weiter verbessert werden. Im Fokus steht hierbei die Entwicklung von margenstarken Eigenmarken, die sowohl über den Großhandel als auch im Rahmen des B2C-Geschäftes vertrieben werden sollen. Perspektivisch sollte in diesem Segment zudem der Vertrieb von Botulinumtoxin (Botox)-Produkten zu einem wichtigen Wachstumstreiber avancieren.
- Für 2023 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 242,04 Mio. € und ein EBIT in Höhe von 7,44 Mio. €. In den kommenden Geschäftsjahren sollte eine Rückkehr zum Umsatzwachstum, sowie, mit dem erwarteten überproportionalen Anstieg der margenstarken „Lifestyle & Aesthetics“-Umsätze, eine sukzessive Verbesserung der EBIT-Margen erreicht werden.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 30,75 € (bisher: 31,70 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

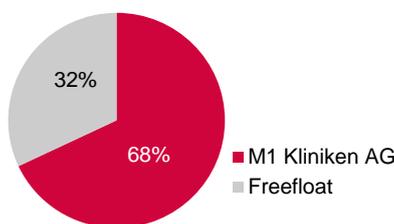
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG .....	4
Geschäftssegment Specialty Pharma .....	4
Geschäftssegment Lifestyle & Aesthetics .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Marktumfeld Segment Specialty Pharma .....	6
Marktumfeld Lifestyle & Ästhetik .....	7
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2022 .....	9
Umsatzentwicklung 2022 .....	9
Ergebnisentwicklung 2022 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	11
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>12</b>
Umsatzprognosen 2023 bis 2025 .....	12
Ergebnisprognosen 2023 bis 2025 .....	13
Bewertung .....	14
Modellannahmen .....	14
Bestimmung der Kapitalkosten .....	14
Bewertungsergebnis .....	14
DCF-Modell .....	15
<b>Anhang .....</b>	<b>16</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

M1 Kliniken AG	68%
Streubesitz	32%

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

Das Kerngeschäft der HAEMATO beinhaltet den Handel und die Produktion von Medikamenten und Zubereitungen aus den Bereichen HIV, Onkologie, Rheumatologie, Neurologie sowie Herz-Kreislauf-Erkrankungen. Die HAEMATO tritt hier als Großhändler und Parallelimporteure in Erscheinung.

Neben den genannten Bereichen werden Erweiterungen beim Absatz von Betäubungsmitteln, Cannabis und Biosimilars aufgebaut. Specialty Pharma-Arzneimittel sind unter anderem personalisierte Medikamente, die unter Berücksichtigung wichtiger Parameter wie Blutwerte, Körpergröße und Körpergewicht zubereitet werden. Die aufwändige Entwicklung und Herstellung haben zur Folge, dass die Preise höher sind als bei gewöhnlichen Arzneimitteln. Allerdings ist mit der Individualisierung auch eine höhere und vor allem gezieltere Wirksamkeit verbunden.

Ende 2021 hat die Gesellschaft die Re-Zertifizierung für den Handel mit den margenstarken Betäubungsmitteln erfolgreich bestanden, so dass künftig auch dieser wachstumsstarke Bereich sukzessive ausgebaut werden kann. 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

Das Segment Lifestyle und Aesthetics hat sich mit der Übernahme der M1 Aesthetics GmbH herausgebildet. Bis ins Jahr 2020 vertrieb die HAEMATO neben den Specialty Pharma noch Arzneimittel zur ästhetischen Behandlung und Chirurgie. Hierbei ist insbesondere das Botulinumtoxin (Botox) zu nennen.

Die M1 Aesthetics GmbH als Spezialist für den Vertrieb von ästhetischer Medizin und dermatologischen Behandlungswirkstoffen hat Zugang zu einem Netzwerk an Behandlungszentren und Kliniken, in denen ästhetische Behandlungen durchgeführt werden, die vor allem im Bereich des Selbstzahlermarktes agieren. Hierbei vertreibt das Unternehmen Hyaluronsäure und Botox sowie Kosmetika. Ergänzt wird das Segment durch die im Jahr 2020 aufgekommenen Vertriebsmöglichkeiten im Bereich der Diagnostik. Dieser Bereich beinhaltet neben dem B2B-Handel auch den Handel von Kosmetikartikeln an Endkunden („B2C“), die über einen Onlineshop unter dem Namen „M1 Select“ vertrieben werden. Diese Marke ermöglicht es der HAEMATO-Gruppe, eine junge, dynamische Zielgruppe

anzusprechen, deren Konsumverhalten sich hauptsächlich durch soziale Medien und web-basierte Absatzmärkte auszeichnet.

**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, welches bis 2025 abgeschlossen sein soll. Im Anschluss daran soll ein europaweiter Roll-Out unter eigenem Markenauftritt erfolgen.

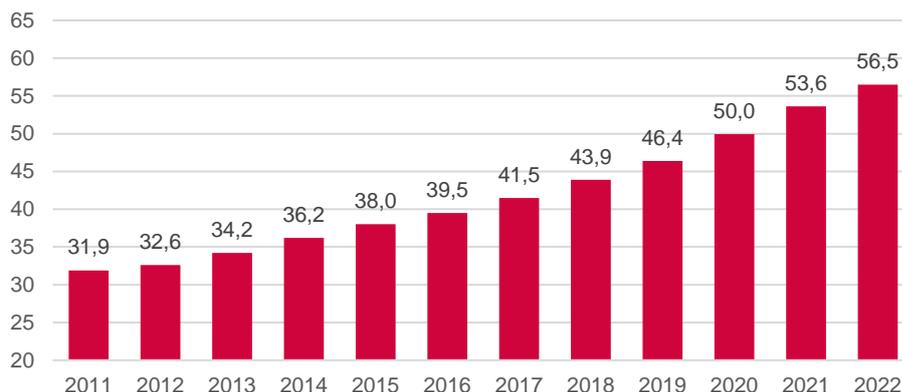
## MARKT UND MARKTUMFELD

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 importiert die HAEMATO AG insbesondere patentgeschützte und generische Arzneimittel mit Fokus auf der Behandlung von HIV/Aids, Neurologie, Onkologie, Rheumatologie und Ophthalmologie nach Deutschland. Hier ist die Gesellschaft in einem Marktumfeld tätig, welches in den vergangenen Jahren von hohen Wachstumsraten geprägt war. Gemäß IQVIA-Daten legten die Arzneimittelausgaben in Deutschland in 2022 um 5,4 % auf 56,5 Mrd. € zu. In einem zehnjährigen Zeitraum (2012 – 2022) legte der gesamte deutsche Pharmamarkt mit einem CAGR von 5,7 % ebenfalls dynamisch zu.

#### Arzneimittelumsätze in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: IQVIA; GBC AG

Nach Daten der IQVIA stiegen die Ausgaben der gesetzlichen Krankenkassen für Arzneimittel erwartungsgemäß mit einer ähnlich hohen Dynamik um 5,3 % auf rund 50 Mrd. € an. Im Jahr 2017 lagen die GKV-Ausgaben für Arzneimittel bei 37,7 Mrd. €, womit zwischen 2017 und 2022 ein CAGR von 5,8 % erreicht wurde. Analog dazu kletterten die gesamten Leistungsausgaben der GKV was, nach GKV-Daten, zuletzt eine Finanzlücke von geschätzten 17 Mrd. € nach sich gezogen hat. In diesem Umfeld spielen Maßnahmen zur Einsparung von Ausgaben eine wichtige Rolle. So wurde beispielsweise im Rahmenvertrag zwischen dem GKV-Spitzenverband und dem Deutschen Apothekerverband ein Einsparziel durch die Ausgabe preisgünstiger Importarzneimittel in Höhe von 2,0 % pro Quartal festgelegt. Hiervon sollten Importeure wie die HAEMATO AG profitieren. Eine weitere Maßnahme zur Kostensenkung sind die Herstellerzwangsrabatte, die bei erstattungsfähigen Arzneimitteln bislang einen Abschlag von 7,0 % vorsahen. Für den Zeitraum 01. Januar 2023 bis 31. Dezember 2023 gilt nun ein Herstellerzwangsrabatt in Höhe von 12,0 %, was für die HAEMATO AG mit negativen Effekten einhergehen wird.

Die zweite Arzneimittelgattung der HAEMATO AG, die Biosimilars, sind biologisch hergestellte patentfreie Arzneimittel, die mit einem hohen Einsparpotenzial einhergehen. Denn Biopharmazeutika sind aufgrund der komplizierten Herstellung vergleichsweise hochpreisig. Mit den Markteinführungen von Biopharmazeutika hat sich der Umsatz mit dieser

Arzneimittelgattung seit 2006 verfünffacht, während sich der gesamte Arzneimittelmarkt im gleichen Zeitraum gerade einmal verdoppelt hat. Noch stärker ist der Gesamtmarkt der Nachahmerprodukte Biosimilars gewachsen. Während in 2007 noch kein Biosimilar zugelassen war, wurden in 2022 damit Gesamtumsätze in Höhe von rund 2,3 Mrd. € erwirtschaftet. Der Biosimilar-Anteil ist zwischen Januar 2019 und Januar 2023 von 36 % auf 62 % erheblich angestiegen. Dass die HAEMATO AG auch den Biosimilars-Bereich adressiert, ist vor diesem Hintergrund nachvollziehbar.

## Marktumfeld Lifestyle & Ästhetik

Hier 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.

Die aktuelle Produktpalette unter der Hauptmarke M1 Select enthält überwiegend medizinische Hautpflegeprodukte. Gemäß Daten des Branchenverbandes IKW (Industrieverband Körperpflege- und Waschmittel) handelt es sich beim Markt für Schönheitspflegemittel grundsätzlich um einen Wachstumsmarkt. Die Gesamtumsätze kletterten dabei im Jahr 2022 um 5,4 % auf 14,3 Mrd. €. Nach dem Ablauf der Corona-Maßnahmen waren insbesondere Düfte und Deodorants wieder stark nachgefragt sowie so genannte dekorative Kosmetik-Produkte. Haut- und Gesichtspflegemittel, zu denen die Produkte der M1 Select gezählt werden können, entwickelten sich um -1,0 % leicht rückläufig, zählen aber mit 3,2 Mrd. € zu den umsatzstärksten Produkten. Der Branchenverband erwartet für 2023 ein Umsatzwachstum in Höhe um 2,5 %. Besondere Herausforderungen liegen dabei in den von Preissteigerungen geprägten Rohstoff- und Energiemärkten.

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. Auf den ersten Blick zeigen die Zahlen der Deutschen Gesellschaft für Ästhetisch-Plastische Chirurgie (DGÄPC) einen Rückgang der Botox-Behandlungen auf. Während im Jahr 2021 Botox-Behandlungen für 33,5 % Eingriffe verantwortlich waren, lag die Quote in 2022 lediglich bei 12,3 %. Dies dürfte aber der Verlagerung der Botox-Behandlungen auf Beauty-Ketten zurückzuführen sein, die in der Regel günstiger sind und in den DGÄPC-Zahlen nicht erfasst sind. So bietet etwa die Parfümerie-Kette Douglas an ausgewählten Standorten niederschwellig Botox-Behandlungen an. In den USA ist beispielsweise die Botox-Behandlung die mit Abstand am meisten durchgeführte Schönheitsbehandlung (Quelle: [Plasticsurgery.org](https://www.plasticsurgery.org)), ein Bild, welches auch für Deutschland gelten dürfte.

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 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	285,04	248,14	242,04	261,56	268,70
sonstige betriebliche Erträge	0,46	0,93	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-254,31	-226,53	-222,05	-234,15	-237,99
<b>Rohertrag</b>	<b>31,19</b>	<b>22,54</b>	<b>19,99</b>	<b>27,42</b>	<b>30,71</b>
Personalaufwand	-7,50	-4,94	-5,10	-5,61	-5,89
Abschreibungen	-1,47	-1,37	-1,35	-1,32	-1,32
sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,05	-7,94	-6,10	-9,36	-9,90
<b>EBIT</b>	<b>11,16</b>	<b>8,30</b>	<b>7,44</b>	<b>11,13</b>	<b>13,60</b>
Zinserträge	0,48	2,55	0,35	0,30	0,30
Zinsaufwendungen	-2,29	-0,36	-0,60	-0,60	-0,60
<b>EBT</b>	<b>9,36</b>	<b>10,48</b>	<b>7,19</b>	<b>10,83</b>	<b>13,30</b>
Steuern von Einkommen und Ertrag	-2,82	-2,29	-1,80	-2,71	-3,33
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,53</b>	<b>8,19</b>	<b>5,39</b>	<b>8,12</b>	<b>9,98</b>
EBITDA	12,64	9,66	8,79	12,45	14,92
in % der Umsatzerlöse	4,4%	3,9%	3,6%	4,8%	5,6%
EBIT	11,16	8,30	7,44	11,13	13,60
in % der Umsatzerlöse	3,9%	3,3%	3,1%	4,3%	5,1%
Ergebnis je Aktie in €	1,25	1,57	1,03	1,55	1,91
Dividende je Aktie in €	1,10	1,20	0,80	1,35	1,60
Aktienzahl in Mio. Stück	5,23	5,23	5,23	5,23	5,23

Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2022

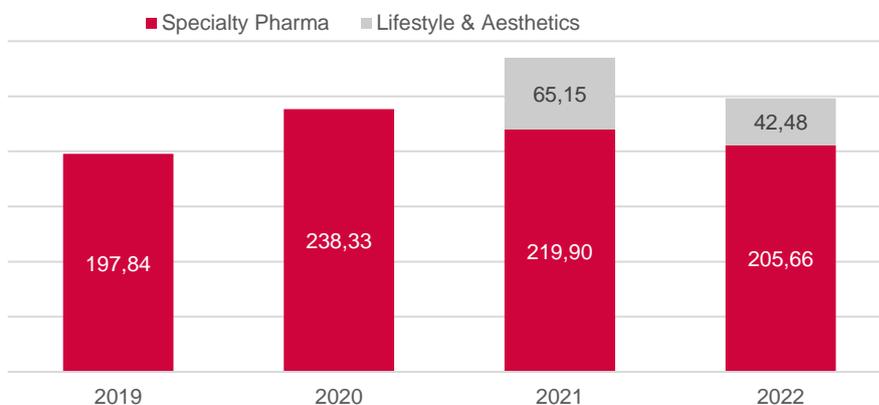
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	197,84	238,33	285,04	248,14
EBITDA	1,90	3,32	12,64	9,66
EBITDA-Marge	1,0%	1,4%	4,4%	3,9%
EBIT	-0,02	1,63	11,16	8,30
EBIT-Marge	-0,1%	0,7%	3,9%	3,3%
Nachsteuerergebnis	-1,17	-4,83	6,53	8,19
EPS in €	-0,05	-1,02	1,25	1,57

Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

## Umsatzentwicklung 2022

Mit den im Rahmen des Geschäftsberichtes 2022 veröffentlichten finalen Zahlen liegen gegenüber den am 13.04.2023 veröffentlichten vorläufigen Zahlen keine Überraschungen vor. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 248,14 Mio. € (VJ: 285,04 Mio. €) weist die HAEMATO AG damit erwartungsgemäß einen deutlichen Umsatzrückgang in Höhe von 13,0 % auf. Dabei lagen die Umsatzerlöse nur knapp unterhalb der im Rahmen des Geschäftsberichtes 2021 für 2022 erwarteten Umsatzbandbreite von 250 bis 280 Mio. €. Der Umsatzrückgang ist dabei insbesondere auf den Wegfall des Vertriebs von Covid-19-Laientests, die wesentlich zum Rekordwert des Geschäftsjahres 2021 beigetragen haben, zurückzuführen. Aufgrund eines bestehenden Überangebots am Markt hatte das HAEMATO-Management Mitte 2021 den Vertrieb aufgegeben, was zu einer Umsatzlücke in 2022 geführt hat. Im ersten Halbjahr 2021 wurden mit den Schnelltests Umsatzerlöse von rund 25 Mio. € erwirtschaftet.

## Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Seit dem Geschäftsjahr 2021 gehört die M1 Aesthetics GmbH zum Konzernkreis der HAEMATO AG, was zur erstmaligen Segmentierung der Konzernumsätze geführt hat. Da der Effekt des Umsatzrückgangs mit den Covid-19-Tests ausschließlich dem „Lifestyle & Aesthetics“-Segment zugeordnet ist, ist der Rückgang der dazugehörigen Segmentumsätze auf 42,48 Mio. € (VJ: 65,15 Mio. €) besonders deutlich ausgefallen. Bereinigt um diesen Effekt hätte die HAEMATO AG hier einen leichten Umsatzanstieg erreicht.

Parallel dazu minderten sich auch die Umsätze im „Specialty Pharma“-Segment auf 205,66 Mio. € (VJ: 219,90 Mio. €). Dies liegt insbesondere an der vorgenommenen Bereinigung des Produktportfolios in diesem Bereich begründet, wo eine stärkere Fokussierung auf margenstarke Produkte erfolgt ist. Insbesondere vor dem Hintergrund eines erhöhten Abgabedruckes und steigenden Aufwendungen im Zusammenhang mit Rabattverträgen,

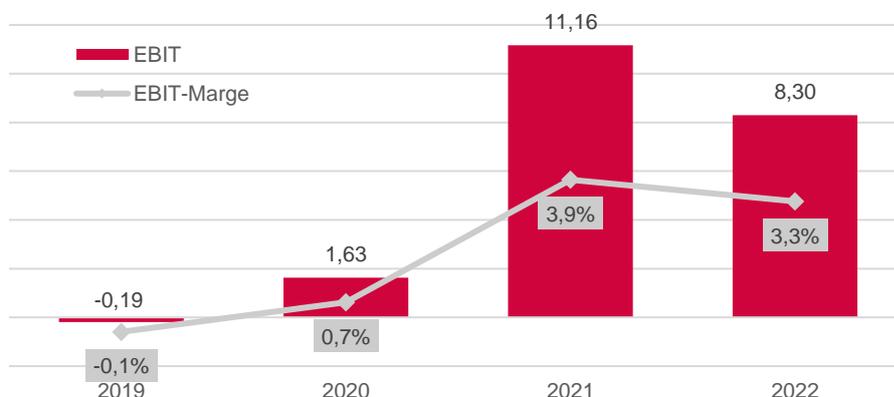
hat dies zur Unwirtschaftlichkeit einiger Produkte des Portfolios geführt. Insofern war der Umsatzrückgang dieses Segments bewusst in Kauf genommen worden.

### Ergebnisentwicklung 2022

Die Konzentration auf margenstärkere Produkte im „Specialty Pharma“-Segment trägt Früchte. Demnach verbesserte sich der Rohertrag in diesem Segment auf 10,13 Mio. € (VJ: 8,77 Mio. €) und die entsprechende Rohertragsmarge erhöhte sich deutlich auf 4,9 % (VJ: 4,0 %). Demgegenüber steht im margenstärkeren Segment „Lifestyle & Aesthetics“ ein Rückgang des Rohertrages auf 11,48 Mio. € (VJ: 21,96 Mio. €) und der Rohertragsmarge auf 27,0 % (VJ: 33,7 %). Hier macht sich der Wegfall der besonders margenstarken Umsätze mit Corona-Laientests bemerkbar.

Mit Blick auf das Konzern-EBIT weist die HAEMATO AG eine auf 8,30 Mio. € (VJ: 11,16 Mio. €) rückläufige Entwicklung auf. Dabei lag das EBIT innerhalb der im Rahmen des Geschäftsberichtes 2021 veröffentlichten EBIT-Guidance von 8 bis 10 Mio. €. In unserer letzten Studie vor Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hatten wir für 2022 ein EBIT in Höhe von 8,86 Mio. € erwartet. Trotz der rückläufigen Ergebnisentwicklung zeigt der mehrjährige Vergleich, dass die Hereinnahme des margenstarken Segments „Lifestyle & Aesthetics“ und die Konzentration auf margenstarke Produkte im „Specialty Pharma“ zu einem allgemeinen Anstieg der Konzern-Rentabilität führt. In den beiden Geschäftsjahren 2021 und 2022 hat die EBIT-Marge einen sichtbaren Sprung gegenüber den vorhergehenden Geschäftsjahren gemacht:

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Trotz der rückläufigen EBIT-Entwicklung weist die HAEMATO AG unterm Strich eine Verbesserung des Nachsteuerergebnisses auf 8,19 Mio. € (VJ: 6,53 Mio. €) auf. Der starke Anstieg des Finanzergebnisses auf 2,19 Mio. € (VJ: -1,80 Mio. €) ist hierfür verantwortlich. Während das Finanzergebnis im Geschäftsjahr 2021 hauptsächlich nicht realisierte Bewertungsverluste von gehaltenen Wertpapieren enthalten hatte, wurden im Geschäftsjahr 2022 nicht realisierte Bewertungsgewinne ergebniswirksam erfasst.

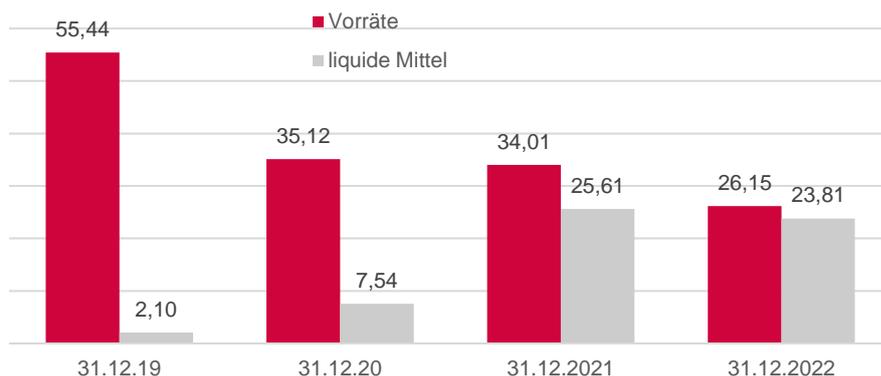
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	72,22	125,48	144,73	147,17
EK-Quote	56,2%	74,2%	79,5%	83,4%
Sachanlagen	5,83	5,50	4,52	6,76
Goodwill	34,58	34,58	88,23	88,23
Vorräte	55,44	35,12	34,01	26,15
Liquide Mittel	2,10	7,54	25,61	23,81
Cashflow - operativ	-2,76	14,67	14,05	19,73
Cashflow - Investition	-0,70	-0,84	-0,17	-2,61
Cashflow - Finanzierung	0,05	-4,49	7,16	-18,92

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Wie gewohnt, weist die HAEMATO AG auch zum 31.12.2022 sehr solide Bilanzrelationen aus. Typischerweise ist das Geschäftsmodell der Gesellschaft wenig anlagenintensiv, auf der Gegenseite jedoch von den Produktvorräten geprägt. Demnach weist die HAEMATO AG, bei einem Vorratsbestand in Höhe von 26,15 Mio. € (31.12.21: 34,01 Mio. €), ein Anlagevermögen in Höhe von lediglich 6,76 Mio. € (31.12.21: 4,52 Mio. €) aus.

### Liquide Mittel und Vorräte (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hat die HAEMATO AG den Vorratsbestand, nicht zuletzt aufgrund Effektivitätsverbesserungen, sukzessive reduziert, was gebundene Liquidität freigesetzt hat. Sichtbar wird dies anhand des operativen Cashflows, der analog zur Reduktion der Vorräte, in den vergangenen drei Geschäftsjahren deutlich oberhalb des EBITDA lag. In 2022 lag dieser bei 19,73 Mio. € (VJ: 14,05 Mio. €), was der Gesellschaft die Möglichkeit gegeben hat, Bankverbindlichkeiten im erheblichen Umfang zurückzuführen. Aufgrund der Reduktion von Bankverbindlichkeiten auf 2,68 Mio. € (31.12.21: 14,59 Mio. €) sowie der erfolgten Dividendenausschüttung in Höhe von 5,75 Mio. € lag der Finanzierungs-Cashflow bei -18,92 Mio. € (VJ: 7,16 Mio. €). Trotz des hohen operativen Cashflows entwickelten sich damit die liquiden Mittel auf 23,81 Mio. € (31.12.21: 25,61 Mio. €) leicht rückläufig, sind aber nach wie vor als üppig zu bezeichnen. Mit dieser hohen Liquiditätsausstattung ist die Gesellschaft flexibel genug, um einen möglichen Working Capital-Aufbau zu finanzieren.

Die Reduktion der Bankverbindlichkeiten hat in Verbindung mit dem ergebnisbedingten Anstieg des Eigenkapitals auf 147,17 Mio. € (31.12.21: 144,73 Mio. €) zu einer weiteren Steigerung der EK-Quote auf 83,4 % (31.12.21: 79,5 %) geführt. Auch anhand dieser Kennzahl wird das sehr solide Bilanzbild der HAEMATO AG sichtbar.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	248,14	242,04	261,56	268,70
EBITDA	9,66	8,79	12,45	14,92
EBITDA-Marge	3,9%	3,6%	4,8%	5,6%
EBIT	8,30	7,44	11,13	13,60
EBIT-Marge	3,3%	3,1%	4,3%	5,1%
Nachsteuerergebnis	8,19	5,39	8,12	9,98
EPS in €	1,20	0,80	1,35	1,60

Quelle: GBC AG

Die HAEMATO AG hat mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2022 die zuvor mit den vorläufigen Zahlen veröffentlichten Prognosen weitestgehend bestätigt. Demnach rechnet der Unternehmensvorstand mit Umsatzerlösen in Höhe von 230 Mio. € bis 250 Mio. € (bisher: 220 Mio. € bis 250 Mio. €) und erwartet dabei unverändert ein EBIT in einer Bandbreite von 6 Mio. € bis 8 Mio. €. Sowohl auf Umsatz- als auch auf operativer Ergebnisebene wird dabei mit einer leicht rückläufigen Entwicklung gerechnet.

Vor dem Hintergrund der sehr überzeugenden Entwicklung im ersten Quartal 2023, in dem ein Umsatzwachstum in Höhe von 25,3 % auf 68,4 Mio. € (VJ: 54,6 Mio. €) und ein Anstieg des EBIT auf 3,42 Mio. € (VJ: 1,97 Mio. €) erreicht wurde, muss die Guidance als gut erreichbar eingestuft werden.

Im Segment „Specialty Pharma“ dürfe im laufenden Geschäftsjahr eine leicht rückläufige Entwicklung vorweisen. Im Rahmen des GKV-Stabilisierungsgesetzes wurden bis zum 31.12.2023 die Herstellerzwangsrabatte von 7,0 % auf 12,0 % erhöht, was bei der HAEMATO AG zu steigenden Aufwendungen für die Warenbeschaffung und für Transportkosten führen dürfte. Darüber hinaus soll die Produktbereinigung in diesem Segment fortgesetzt werden, was auch auf Umsatzebene zu einer rückläufigen Entwicklung führen dürfte. Die erwarteten Mehrbelastungen aus der Anhebung der Herstellerzwangsrabatte sollen jedoch durch weitere Effizienzsteigerungen etwas kompensiert werden. Es wurden bereits Effizienzsteigerungen in den Bereichen Prozessoptimierung und Digitalisierung erreicht, wodurch die Anzahl der Mitarbeiter zum 31.12.2022 auf 61 (31.12.21: 111) erheblich reduziert wurde. Zudem führt der im Dezember 2022 erfolgte Umzug der Produktions- und Lageraktivitäten an einen neuen Standort in Berlin Bohnsdorf zu einer Verbesserung der logistischen Anbindung und der Geschäftsprozesse, was mit weiteren Kosteneinsparungen einhergeht.

Im Segment „Lifestyle & Aesthetics“ sollen Marktanteile hinzugewonnen und die Ergebnismargen weiter verbessert werden. Im Fokus steht hierbei die Entwicklung von margestarken Eigenmarken, die sowohl über den Großhandel als auch im Rahmen des B2C-Geschäftes vertrieben werden sollen. Perspektivisch sollte in diesem Segment zudem der Vertrieb von Botulinumtoxin (Botox)-Produkten zu einem wichtigen Wachstumstreiber avancieren. Diesbezüglich wurde mit der südkoreanischen Huons BioPharma ein exklusiver Liefer- und Lizenzvertrag zur Lieferung von Botox-Produkten abgeschlossen. Ende Januar 2023 wurde der Antrag zur Durchführung einer klinischen Studie bei den Behörden eingereicht. Bei einem normalen Studienverlauf rechnet die Gesellschaft mit der Zulassung im Jahr 2025.

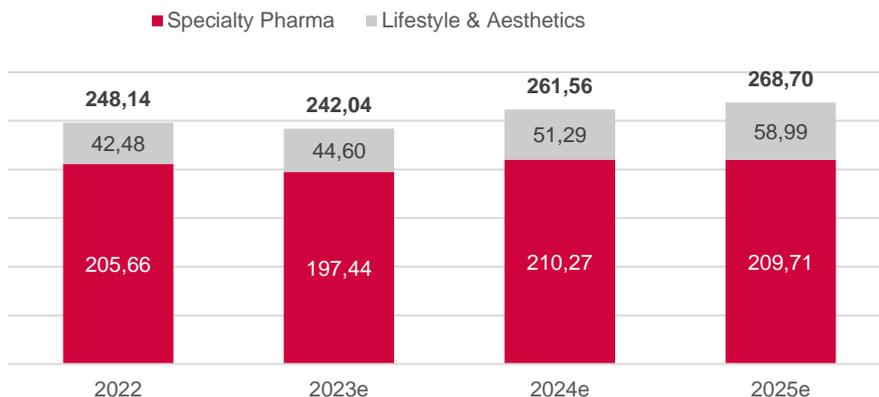
### Umsatzprognosen 2023 bis 2025

Auf den dargestellten Prämissen aufbauend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2023 zunächst mit einer rückläufigen Entwicklung der „Specialty Pharma“-Umsätze auf 197,44 Mio. €, bzw. mit einem Umsatzrückgang in Höhe von -4,0 %. Demgegenüber

sollten die „Lifestyle & Aesthetics“-Erlöse um 5,0 % auf 44,60 Mio. € zulegen, so dass wir insgesamt mit Umsatzerlösen in Höhe von 242,04 Mio. € rechnen. Damit liegen wir in der Mitte der von der Gesellschaft für 2022 erwarteten Bandbreite der Umsatz-Guidance.

In den kommenden Geschäftsjahren sollte der Bereich „Specialty Pharma“ zum Umsatzwachstum zurückfinden, wir rechnen aber mit einer im Vergleich zum zweiten HAEMATO-Segment niedrigeren Wachstumsdynamik:

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen 2023 bis 2025

Im laufenden Geschäftsjahr 2023 sollten die erhöhten Herstellerzwangsrabatte, trotz der Umsetzung von Kosteneffizienzmaßnahmen, zu einer rückläufigen Entwicklung der Rohertragsmarge im „Specialty Pharma“-Segment führen. Da vom aktuellen Standpunkt aus die höheren Herstellerzwangsrabatte nur für das Jahr 2023 gelten, könnte bereits im kommenden Geschäftsjahr 2024 eine sichtbare Kostenentlastung vorliegen. Zudem ist davon auszugehen, dass die Konzentration auf margenstarke Produkte dann etwas stärker zum Vorschein kommt.

Insgesamt sollte ab 2024 die EBIT-Marge dann auch von der erwarteten überproportionalen Umsatzentwicklung der margenstarken „Lifestyle & Aesthetics“-Umsätze profitieren. Nach einem zwischenzeitlichen Rückgang des EBIT auf 7,44 Mio. € rechnen wir ab dem kommenden Geschäftsjahr 2024 mit einer überproportionalen EBIT-Steigerung, was dann von einem Anstieg der EBIT-Marge auf 4,3 % (GJ 2024) und 5,1 % (GJ 2025) begleitet sein dürfte:

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



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### **Modellannahmen**

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 - 2025 in Phase 1 erfolgt von 2026 bis 2030 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 5,5 % 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 2,00 % (bisher: 2,00 %).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 10,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,92 % (bisher: 9,64 %).

### **Bewertungsergebnis**

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 30,75 € (bisher: 31,70 €) ermittelt. Die marginale Kurszieländerung ist insbesondere auf zwei gegenläufige Effekte zurückzuführen. Einerseits hat die höhere EK-Gewichtung innerhalb des WACC diesen leicht angehoben und damit einen kurszielsenkenden Effekt gehabt. Auf der anderen Seite hat der Einbezug der 2025er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode sowie der Roll-Over eines Anstiegs des Kursziels gehabt. Insgesamt überwiegt der kurzzielreduzierende Effekt.

## DCF-Modell

### HAEMATO AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

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

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	242,04	261,56	268,70	282,14	296,24	311,05	326,61	342,94	
US Veränderung	-2,5%	8,1%	2,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,53	2,72	2,80	2,94	3,07	3,21	3,36	3,51	
EBITDA	8,79	12,45	14,92	15,52	16,29	17,11	17,96	18,86	
EBITDA-Marge	3,6%	4,8%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBITA	7,44	11,13	13,60	14,20	14,97	15,78	16,63	17,52	
EBITA-Marge	3,1%	4,3%	5,1%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%
Steuern auf EBITA	-1,86	-2,78	-3,40	-3,55	-3,74	-3,95	-4,16	-4,38	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	5,58	8,35	10,20	10,65	11,23	11,84	12,47	13,14	
Kapitalrendite	5,1%	7,5%	9,0%	9,4%	9,7%	10,1%	10,5%	10,9%	11,3%
Working Capital (WC)	15,91	16,91	17,91	19,75	20,74	21,77	22,86	24,01	
WC zu Umsatz	6,6%	6,5%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	-1,00	-1,00	-1,00	-1,83	-0,99	-1,04	-1,09	-1,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	95,78	96,26	95,94	96,12	96,50	96,87	97,24	97,60	
AFA auf OAV	-1,35	-1,32	-1,32	-1,32	-1,32	-1,33	-1,33	-1,34	
AFA zu OAV	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in OAV	-2,00	-1,80	-1,00	-1,50	-1,70	-1,70	-1,70	-1,70	
Investiertes Kapital	111,70	113,18	113,86	115,87	117,24	118,64	120,10	121,61	
EBITDA	8,79	12,45	14,92	15,52	16,29	17,11	17,96	18,86	
Steuern auf EBITA	-1,86	-2,78	-3,40	-3,55	-3,74	-3,95	-4,16	-4,38	
Investitionen gesamt	-3,00	-2,80	-2,00	-3,33	-2,69	-2,74	-2,79	-2,84	
Investitionen in OAV	-2,00	-1,80	-1,00	-1,50	-1,70	-1,70	-1,70	-1,70	
Investitionen in WC	-1,00	-1,00	-1,00	-1,83	-0,99	-1,04	-1,09	-1,14	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,93	6,87	9,52	8,63	9,86	10,43	11,02	11,64	146,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	121,53	126,73
Barwert expliziter FCFs	46,12	43,83
Barwert des Continuing Value	75,41	82,90
Nettoschulden (Net debt)	-31,68	-34,06
Wert des Eigenkapitals	153,21	160,79
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	153,21	160,79
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,30	<b>30,75</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
10,3%	32,12	30,35	28,85	27,56	26,44
10,8%	33,29	31,40	29,80	28,42	27,23
11,3%	34,47	32,46	<b>30,75</b>	29,28	28,02
11,8%	35,64	33,51	31,70	30,15	28,80
12,3%	36,82	34,57	32,65	31,01	29,59

## 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 Studienerstellung 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](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)