

HAEMATO AG*^{4,5a,6a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 32,80 €
(bisher: 30,75 €)

aktueller Kurs: 22,00
13.09.23 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1
WKN: A289VV
Börsenkürzel: HAEK
Aktienanzahl³: 5,23
Marketcap³: 115,04
EnterpriseValue³: 81,18
³ 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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 14.09.23 (08:38 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 14.09.23 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Handel, Ästhetische Produkte
Fokus: Specialty Pharma; Lifestyle & Aesthetics
Mitarbeiter: 52 (30.06.2023)
Gründung: 1993
Firmensitz: Berlin
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	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	248,14	259,60	274,89	289,30
EBITDA	9,66	9,86	13,09	16,20
EBIT	8,30	8,51	11,77	14,88
Jahresüberschuss	8,19	6,19	8,60	10,94

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,57	1,18	1,65	2,09
Dividende je Aktie	1,20	0,80	1,35	1,60

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,33	0,31	0,30	0,28
EV/EBITDA	8,40	8,23	6,20	5,01
EV/EBIT	9,79	9,54	6,90	5,46
KGV	14,04	18,57	13,37	10,52
KBV	0,78			

Finanztermine

16.11.2023: Q3 Zahlen 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.07.2023: RS / 30,75 / KAUFEN

17.04.2023: RS / 31,70 / KAUFEN

13.09.2022: RS / 37,55 / KAUFEN

02.06.2022: RS / 49,00 / KAUFEN

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

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

1.HJ 2023: Umsatz und EBIT über unseren Erwartungen; Prognosen und Kursziel leicht angehoben; Rating KAUFEN bestätigt

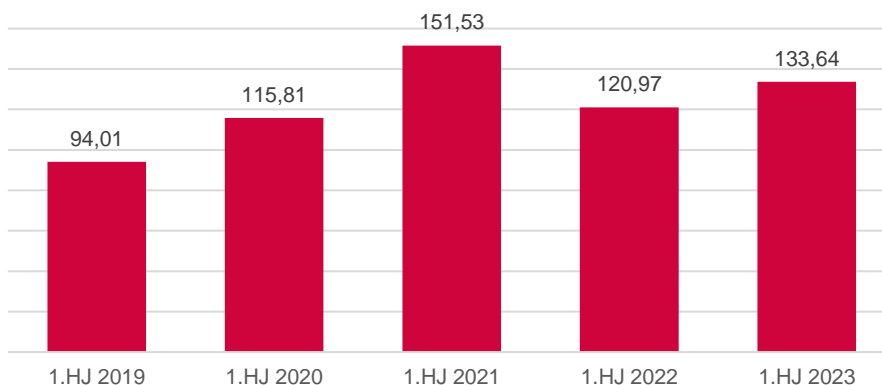
in Mio. €	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023
Umsatzerlöse	115,81	151,53	120,97	133,64
EBITDA (<i>EBITDA-Marge</i>)	2,07 (1,8%)	7,99 (5,3%)	5,06 (4,2%)	5,72 (4,3%)
EBIT (<i>EBIT-Marge</i>)	1,23 (1,1%)	7,23 (4,8%)	4,49 (3,6%)	5,26 (3,9%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	-2,82	7,04	0,86	2,28

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2023

Im ersten Halbjahr 2023 hat die HAEMATO AG einen Umsatzanstieg in Höhe von 10,5 % auf 133,64 Mio. € (VJ: 120,97 Mio. €) erreicht und hat damit unsere Erwartungen übertroffen. Die nach den zwei Segmenten getrennte Umsatzentwicklung zeigt eine relative Umsatzstärke im Segment „Specialty Pharma“, in dem in erster Linie die Umsätze mit dem Parallelimport und dem Vertrieb von preisgünstigen EU-Originalarzneimittel erfasst sind. In diesem Segment legten die Umsätze um 14,4 % auf 111,12 Mio. € (VJ: 97,10 Mio. €) zu. Die HAEMATO AG hat in diesem Bereich in den vergangenen Perioden eine Produktbereinigung vorgenommen, im Rahmen dessen, margenschwächere Produkte aus dem Portfolio gestrichen wurden. Jedoch profitierte die Gesellschaft hier offensichtlich von einer erhöhten Nachfrage nach Produkten des Specialty Pharma-Bereiches.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

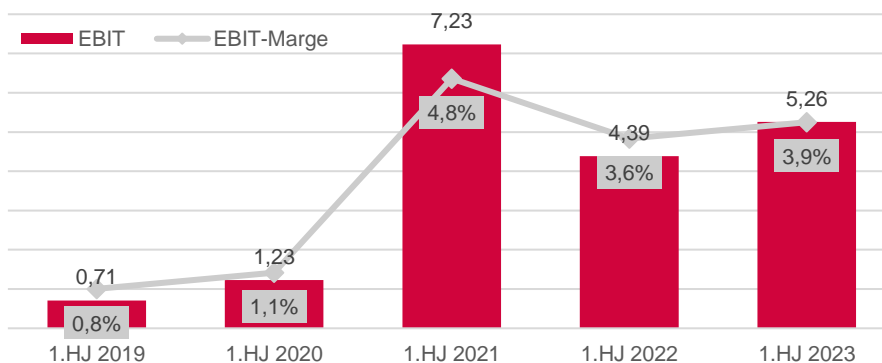
Demgegenüber wurde im Segment „Lifestyle & Aesthetics“ ein Umsatzrückgang in Höhe von 6,8 % auf 22,25 Mio. € (VJ: 23,87 Mio. €) ausgewiesen. In diesem Segment sind in erster Linie die Umsätze der seit dem Geschäftsjahr 2021 zum HAEMATO-Konzern gehörenden M1 Aesthetics GmbH enthalten, in der alle Umsätze des Selbstzahlermarktes sowie mit Produkten der ästhetischen Medizin berücksichtigt sind. Der Umsatzrückgang dürfte sich einerseits mit dem Wegfall der Umsätze mit Corona-Tests, die den Vorjahreswert noch leicht positiv beeinflusst haben, erklären. Darüber hinaus liegen hier auch Umsatzschwankungen im Handelsgesamt mit Schönheitsprodukten vor.

Entgegen dem Umsatzrückgang im margenstärkeren „Lifestyle & Aesthetics“ wurde in diesem Bereich ein Anstieg der Rohertragsmarge auf 30,8 % (VJ: 26,1 %) und damit eine Verbesserung des Rohertrags auf 6,85 Mio. € (VJ: 6,24 Mio. €) erreicht. Diese Entwicklung dürfte auf der einen Seite auf die implementierten Kostensenkungsmaßnahmen zurückzuführen sein. Zudem dürfte eine Verschiebung im Umsatzmix hin zu margenstärkeren Produkten erfolgt sein. Demgegenüber steht aber im Segment „Speci-

alty Pharma“ ein sichtbarer Rückgang der Rohertragsmarge auf 3,1 % (VJ: 6,1 %) und damit des Rohertrages auf 3,40 Mio. € (VJ: 5,88 Mio. €). Zwar hatte hier die Portfoliobereinigung Verbesserungen bei der Materialaufwandsquote nach sich gezogen, die Erhöhung der Herstellerabschläge für erstattungsfähige Arzneimittel von 7 % auf 12 % hatte den Rohertrag im „Specialty Pharma“-Bereich deutlich belastet. Die Erhöhung der Herstellerabschläge ist, nach aktuellem Stand, bis zum 31.12.2023 befristet und wir erwarten ab 2024 eine Entlastung.

Der damit insgesamt auf 10,41 Mio. € (VJ: 12,68 Mio. €) rückläufige Rohertrag wurde durch eine sichtbare Reduktion beim Personalaufwand sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen aufgefangen und damit verbleibt im ersten Halbjahr 2023 ein EBIT-Anstieg auf 5,26 Mio. € (VJ: 4,39 Mio. €). Hierhin findet sich die derzeit laufende Optimierung der Geschäftsprozesse sowie der Erfolg bei den Effizienzsteigerungen wieder, die unter anderem zu einer Reduktion der Mitarbeiterzahl auf 52 (VJ: 76) geführt hat. Auch unsere Ergebniserwartungen wurden damit übertroffen.

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Vermögenslage zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital (EK-Quote)	125,48 (74,2%)	144,73 (79,5%)	147,17 (83,4%)	149,45 (81,5%)
Anlagevermögen	40,08	92,89	95,13	95,24
Liquide Mittel	7,54	25,61	23,81	13,94
Cashflow - operativ	14,67	14,05	19,73	1,10
Cashflow - Investition	-0,84	-0,17	-2,61	-8,11
Cashflow - Finanzierung	-4,49	7,16	-18,92	-2,86

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2022 liegen keine wesentlichen Änderungen bei der Vermögenslage der HAEMATO AG vor. Lediglich beim Working Capital weist die Gesellschaft einen stichtagsbedingten Anstieg aus, welcher zu einer sichtbaren Reduktion des operativen Cashflows auf 1,10 Mio. € (VJ: 9,49 Mio. €) geführt hat. Ohne Working Capital-Effekte hätte die Gesellschaft einen operativen Cashflow in Höhe von 5,23 Mio. € und damit exakt auf dem Niveau des EBITDA ausgewiesen.

Zusammen mit den erfolgten Investitionen in Finanzmittelanlagen (Erwerb von Wertpapieren), welche einen Investitions-Cashflow in Höhe von -8,11 Mio. € (VJ: -8,07 Mio. €) nach sich gezogen haben sowie aufgrund der Rückzahlung von Bankverbindlichkeiten in Höhe von 2,38 Mio. € haben sich die liquiden Mittel auf 13,94 Mio. € (VJ: 23,81 Mio. €) reduziert. Unserer Ansicht nach liegt, trotz der nach dem Bilanzstichtag noch erfolgten

Dividendenausschüttung in Höhe von 6,28 Mio. €, ein ausreichender Finanzmittelbestand vor. Zumal die HAEMATO Wertpapiere börsennotierter Unternehmen in Höhe von 23,03 Mio. € hält. Auch das Eigenkapital in Höhe von 149,45 Mio. € (31.12.22: 147,17 Mio. €) und die dazugehörige hohe EK-Quote in Höhe von 81,5 % (31.12.22: 83,4 %) bieten einen hohen Sicherheitspuffer.

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2023e (alt)	GJ 2023e (neu)	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)	GJ 2025e (alt)	GJ 2025e (neu)
Umsatzerlöse	242,04	259,60	261,56	274,90	268,70	289,30
EBIT	7,44	8,51	11,13	11,77	13,60	14,88
EBIT-Marge	3,1%	3,3%	4,3%	4,3%	5,1%	5,1%
JÜ	5,39	6,19	8,12	8,60	9,98	10,94
EPS in €	0,80	1,19	1,35	1,65	1,60	2,09

Quelle: GBC AG

Das HAEMATO-Management hat im Rahmen der Halbjahresberichterstattung keine Aussage zur Umsatz-Guidance mehr gemacht, die EBIT-Guidance wurde hingegen bestätigt. Unverändert wird daher für das laufende Geschäftsjahr 2023 ein EBIT in einer Bandbreite von 6 Mio. € bis 8 Mio. € in Aussicht gestellt. Mit Blick auf das in den ersten sechs Monaten 2023 erreichte EBIT in Höhe von 5,26 Mio. € stufen wir diese Unternehmens-Guidance als sehr konservativ ein.

Während wir bislang für das „Specialty Pharma“-Segment aufgrund der erfolgten Portfoliobereinigung von einer rückläufigen Entwicklung ausgegangen waren, hat ausschließlich dieses Segment im ersten Halbjahr 2023 zum Umsatzwachstum beigetragen. Unsere bisherige Umsatzschätzung für diesen Bereich in Höhe von 197,44 Mio. €, heben wir angesichts der im ersten Halbjahr 2023 erreichten Umsatzerlöse in Höhe von 111,12 Mio. € nun auf 215,00 Mio. € an. Erwartungsgemäß dürfte die Rohertragsmarge aufgrund der erhöhten Herstellerzwangsrabatte in diesem Segment deutlich unter dem Vorjahreswert liegen. Der Rohertrag des „Specialty Pharma“-Segments sollte auf Gesamtjahresbasis 2023 unseren Schätzungen nach bei 6,73 Mio. € (Rohertragsmarge: 3,1 %) liegen.

Zwar lagen die Umsätze des Segments „Lifestyle & Aesthetics“ etwas unter unseren Erwartungen, wir behalten unsere Prognosen für dieses Segment aber unverändert bei. Bei erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 44,60 Mio. € (VJ: 42,48 Mio. €) sollte auf Gesamtjahresbasis ein leichtes Umsatzwachstum in Höhe von 5,0 % erreicht werden. Die Halbjahresumsätze in Höhe von 22,25 Mio. € bieten eine gute Grundlage dafür. Stärker als von uns erwartet war hingegen die Entwicklung der Segment-Rohmarge, weswegen wir unsere Schätzungen hier anheben. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Rohertrag im „Lifestyle & Aesthetics“-Segment in Höhe von 13,38 Mio. €, was einer Rohmarge von 30 % entspricht.

In Summe der beiden Segmente rechnen wir nun mit Umsatzerlösen in Höhe von 259,60 € (bisher: 242,04 Mio. €), einem Rohertrag in Höhe von 20,11 Mio. € (bisher: 19,99 Mio. €) und einem EBIT in Höhe von 8,51 Mio. € (bisher: 7,44 Mio. €). Mit der im Vergleich zum Rohertrag stärkeren Anhebung unserer EBIT-Schätzungen tragen wir den stärkeren Kosteneinsparungen im Personalbereich und bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen Rechnung. Für die kommenden Geschäftsjahre heben wir, aufgrund des höheren Basiseffektes, unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen an, behalten aber das bisher von uns erwartete Rentabilitätsniveau unverändert bei.

Aufgrund der Prognoseanhebung sowie darüber hinaus des Roll-Over-Effektes, welcher aufgrund der turnusmäßigen Verlängerung der Kurszielbasis auf 31.12.24 (bisher: 31.12.23) eine modelltechnische Kurszielerhöhung nach sich zieht, heben wir unser Kursziel auf 32,80 € (bisher: 30,75 €) an. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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 5,1 % (bisher: 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: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,92 % (bisher: 9,92 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 32,80 € (bisher: 30,75 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist sowohl ein Resultat der höheren Prognosen als auch des Roll-Over-Effektes, welcher modelltechnisch eine Erhöhung des Kursziels nach sich zieht.

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	5,1%
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)	259,60	274,89	289,30	303,76	318,95	334,90	351,64	369,22	
US Veränderung	4,6%	5,9%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,71	2,86	3,02	3,16	3,31	3,46	3,62	3,78	
EBITDA	9,86	13,09	16,20	16,71	17,54	18,42	19,34	20,31	
EBITDA-Marge	3,8%	4,8%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBITA	8,51	11,77	14,88	15,39	16,22	17,09	18,01	18,97	
EBITA-Marge	3,3%	4,3%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Steuern auf EBITA	-2,13	-2,94	-3,72	-3,85	-4,05	-4,27	-4,50	-4,74	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	6,38	8,83	11,16	11,54	12,16	12,82	13,51	14,23	
Kapitalrendite	5,8%	7,9%	9,9%	10,1%	10,4%	10,8%	11,2%	11,7%	11,9%
Working Capital (WC)	15,91	16,91	17,91	21,26	22,33	23,44	24,61	25,85	
WC zu Umsatz	6,1%	6,2%	6,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	-1,00	-1,00	-1,00	-3,35	-1,06	-1,12	-1,17	-1,23	
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	117,38	118,82	120,31	121,85	123,45	
EBITDA	9,86	13,09	16,20	16,71	17,54	18,42	19,34	20,31	
Steuern auf EBITA	-2,13	-2,94	-3,72	-3,85	-4,05	-4,27	-4,50	-4,74	
Investitionen gesamt	-3,00	-2,80	-2,00	-4,85	-2,76	-2,82	-2,87	-2,93	
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	-3,35	-1,06	-1,12	-1,17	-1,23	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,73	7,35	10,48	8,01	10,72	11,33	11,97	12,63	158,03

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	130,57	136,18
Barwert expliziter FCFs	49,09	46,61
Barwert des Continuing Value	81,48	89,57
Nettoschulden (Net debt)	-32,48	-35,34
Wert des Eigenkapitals	163,05	171,53
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	163,05	171,53
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	31,18	32,80

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	9,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%
10,9%	34,44	32,51	30,87	29,47	28,25
11,4%	35,63	33,58	31,84	30,34	29,05
11,9%	36,82	34,65	32,80	31,22	29,85
12,4%	38,02	35,72	33,77	32,10	30,65
12,9%	39,21	36,79	34,74	32,97	31,45

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, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de