

Basisstudien-Update

Analyst:

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe,
+49 69 71 91 838-46
roger.becker@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(vormals: KAUFEN)

Fairer Wert

€ 2,04

(vormals: € 2,24)

**BankM Research on Bloomberg,
Thomson/Reuters, Factset, CapitalIQ
and www.BankM.de**

Weichen gestellt - nimmt der Zug bald Fahrt auf?

Das Geschäftsjahr 2015 war geprägt durch weitreichende strategische Weichenstellungen des neuen Vorstands. Diese betrafen im Wesentlichen die Fokussierung auf die profitablen Kernprodukte CERASORB und Curavisc sowie die Neuausrichtung des Vertriebs.

Ein wesentlicher Grundstein für die nächste Phase der regionalen Expansion wurde mit der Einstellung eines neuen Marketing- und Vertriebsleiters gelegt. Besonderes Augenmerk liegt hierbei auf Märkten, in denen die curasan im Verhältnis zur Marktgröße bisher noch wenig Umsatz generiert, wie etwa USA, China, Mittlerer Osten und UK. Erklärtes Ziel des Managements ist es, durch Ausbau des Vertriebsnetzes sowie Verfestigung der bestehenden Vertriebspartnerschaften die jeweilige regionale Marktposition zu stärken. Die initialen Schritte in der Umsetzung der neuen Strategie erhielten zudem Rückenwind durch die Kapitalerhöhung im Mai 2015 sowie die Einmalzahlung von Stryker.

Durch die durchgeführte Kapitalerhöhung im Rahmen einer Privatplatzierung im April diesen Jahres ist mit dem Einstieg eines strategischen, chinesischen Investors eine äußerst solide Grundlage zur Implementierung der oben genannten Vertriebsstrategie in China und Gesamtasien geschaffen. Zudem sollen daraus entstehende Synergien über den asiatischen Raum – insbesondere in den USA - hinaus gehoben werden. Auch innerhalb Europas wird der Vertrieb in der DACH-Region sowie Italien, Tschechien, Benelux und Großbritannien durch die jüngst vermeldete Vereinbarung mit der Silony Medical International AG weiter gestärkt. Demnach werden dem Schweizer Unternehmen für diese Regionen umfassende Vertriebs- und Auslizenzierungsrechte gewährt. Die curasan erwartet daraus einen zusätzlichen Beitrag zum Umsatz von € 0,1 Mio. in 2016 und von jeweils mindestens € 0,2 Mio. in den Folgejahren.

Besonders positiv werten wir die gestiegene Transparenz in der Unternehmenskommunikation. So hat das Unternehmen im Januar 2016 einen „Capital Markets Day“ durchgeführt und präsentiert regelmäßig auf weiteren Kapitalmarktkonferenzen. Nicht zuletzt aufgrund der Turnaround-Erfahrung und Authentizität des CEO sind wir zuversichtlich, dass das Unternehmen die Kehrtwende schaffen wird. Gemäß unserem Modell wird dies im Jahr 2018 der Fall sein.

Wir haben unser DCF-Modell angepasst und die Peer Group-Analyse aktualisiert. Wir ermitteln einen fairen Wert pro Aktie von € 2,04 und bestätigen unser Rating mit „Kaufen“.

Ergebniskennzahlen (in € Mio.)

Jahr	Netto-Umsatz	ber. EBITDA	ber. EBIT	ber. EBT	ber. JÜ	ber. EPS (€)	ber. EBIT-Marge	ber. Netto-Marge
2014a	6,0	-1,1	-1,7	-1,9	-1,8	-0,21	-27,8%	-30,5%
2015a	5,6	2,1	1,6	1,3	-3,2	-0,35	-51,7%	-56,4%
2016e	6,7	-1,3	-1,8	-1,9	-1,9	-0,18	-27,5%	-28,2%
2017e	8,2	-0,4	-1,0	-1,0	-1,0	-0,10	-11,7%	-12,5%
2018e	9,9	0,6	0,1	0,0	0,0	0,00	1,1%	0,3%
2019e	11,4	1,6	1,1	1,0	1,0	0,10	9,4%	9,0%

Quelle: Unternehmen, BankM Research (e)

Branche	Medizinprodukte
WKN	549453
ISIN	DE0005494538
Bloomberg/Reuters	CUR GY/CURG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Halbjahresbericht 2016	18. August
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2016e	2017e	2018e
EV/Umsatz	1,7	1,4	1,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	18,4
EV/EBIT	neg.	neg.	105,1
P/E bereinigt	neg.	neg.	304,5
Preis/Buchwert	1,2	1,4	1,4
Preis/FCF	neg.	neg.	neg.
ROE (in %)	-22,2	-13,6	0,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

Anzahl Aktien (in Mio.)	10,380
Marktkap. / EV (in € Mio.)	10,0/11,6
Free float (in %)	73,8
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	26,6
12M hoch/tief (XETRA-Schluss)	€ 1,80 / 0,93
Kurs 23.05.2016	0,96
Performance	1M 6M 12M
absolut (in %)	-15,3 -13,1 -45,2
relativ (in %)	-22,3 -13,3 -41,8
Vergleichsindex	Daxsubsec. All Pharmaceuticals Perf.



curasan AG (rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector All Pharmaceuticals Performance (blau/dunkel)

Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage / Prognose

Gewinn- und Verlustrechnung

Umsatz beeinflusst durch strategische Maßnahmen

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts legte die curasan solide Umsatzzahlen für das Geschäftsjahr 2015 vor. Demnach konnte die Gesellschaft ihre adjustierten **Bruttoumsatzerlöse** um 3,6% steigern. Zum besseren Vergleich der Leistungsfähigkeit des Unternehmens wurden Anpassungen vorgenommen, die zu einer Absenkung der Umsatzbasis im Vorjahr führen. Diese Adjustierung resultiert aus der Einstellung des Vertriebs des gering-margigen Handelsprodukts Cytoplast sowie aus der Tatsache, dass die im Vorjahr noch direkt vertriebenen Produkte für den Bereich Orthopädie vollständig an den exklusiven Vertriebspartner TriMedicales übertragen wurden. Der nicht-bereinigte **Nettoumsatz** ging um 6,2% zurück. Gleichzeitig entwickelte sich der Absatz in den Regionen UK, Mittlerer Osten und USA positiv, wenngleich hier die Basis noch relativ klein ist.

Bilanzierungsanpassung führt zu erhöhten Abschreibungen

Aufgrund des Sondereffekts der Zahlung von Stryker i.H.v. € 4,5 Mio stieg das EBIT von € -1,7 Mio. auf € 1,6 Mio. Das operative Ergebnis wurde weiterhin beeinflusst durch eine geänderte Bilanzierung nach IFRS 3.10 ff. bzw. IFRS 3.37: Rückwirkend müssen Goodwill und der Kundenstamm aus der Übernahme der Riemser Dentalsparte getrennt ausgewiesen werden, wobei der Goodwill einem jährlichen Impairment-Test unterzogen und der Kundenstamm nun planmäßig abgeschrieben wird. Insgesamt resultiert ein Periodenüberschuss von € 3,5 Mio.

Zahlenmäßiger Erfolg stellt sich erst später ein

Der Vorstand rechnet für 2016 sowie für die darauffolgenden Geschäftsjahre mit einem Umsatzwachstum von etwa 20-30%, insbesondere zurückzuführen auf den seit 2015 ausgeweiteten Vertrieb ihres Kernprodukts CERASORB. Da die Rückmeldungen durch Patienten bzw. behandelnde Ärzte erst nach etwa sechs bis 12 Monaten nach dem operativen Eingriff aussagekräftig sind, wird der medizinische Erfolg - und daraus resultierend der Reputationsgewinn - erst gegen Ende des laufenden Geschäftsjahres und in den kommenden Perioden in den Geschäftszahlen ersichtlich.

In der Telefonkonferenz zum Geschäftsbericht hat der CEO eine Guidance von € 6,7 bis 7,1 Mio. beim Bruttoumsatz und von € -1,9 bis -1,5 Mio. beim Jahresergebnis gegeben.

Am 11. Mai präsentierte das Unternehmen den Bericht zum ersten Quartal auf der DVFA-Frühjahrskonferenz. In den Zahlen ist der „Durchbruch“ noch nicht zu erkennen. Wie oben beschrieben, macht sich auch im QoQ-Vergleich die Einstellung des Produkts Cytoplast, das in Q1/2015 noch vertrieben wurde, bemerkbar. Die Guidance für das Gesamtjahr wurde bestätigt.

1. Umsatz

Umsatzdynamik getrieben durch regionalen Ausbau des Vertriebs

Unter Berücksichtigung der Gewinnung von Silony als neuen Vertriebspartner setzen wir in unserer Prognose für das Geschäftsjahr 2016 umsatzseitig im mittleren Bereich der Unternehmens-Guidance auf und veranschlagen eine pauschale Rabattierung für die Vertriebspartner von 5%.

In den folgenden Jahren sollten sich die operativen Investitionen deutlich im Umsatz bemerkbar machen. Wir modellieren dies mit einem Wachstum von 24 bzw. 20% in den kommenden zwei Jahren. Insbesondere die Ausweitung des Vertriebs in China und in den USA sollte hier die nötige Dynamik entfalten. Die CERASORB-Produktfamilie ist in China für den Dentalbereich bereits zugelassen, die Zulassung für CERASORB in den USA für den Bereich Orthopädie wird Ende

2016 erwartet. Die Aufnahme des Vertriebs in beiden Ländern dürfte aufgrund der Größe der Märkte deutliche umsatzseitige Impulse setzen.

Insgesamt orientiert sich u.E. der Umsatz weniger am Gesamtmarkt des Knochenersatzes (synthetisch und nicht-synthetisch) und dessen Wachstum. Kurz- und mittelfristig sollte die curasan vielmehr durch Gewinnung von Marktanteilen im Vergleich zum Gesamtmarkt überproportional wachsen, bevor sich die Wachstumsdynamik auf das Niveau des Gesamtmarkts absenkt. Somit steht im Zentrum unserer Umsatzprognose die Zunahme der Marktdurchdringung als Ergebnis der Marketing- und Vertriebsaktivitäten. Nicht berücksichtigt haben wir Auslizensierungen von Produkten im Rahmen potentieller OEM-Partnerschaften.

2. Materialaufwand

In 2015 betrug die Materialaufwandsquote (MEQ) 40,8%. Nach unserer Analyse resultiert dies aus einem überdurchschnittlich hohen Lagerbestand und damit langer Lagerdauer der Produkte (s. Bilanzdiskussion). Das Management hat bereits Anstrengungen unternommen, die Effizienz der Lagerhaltung zu optimieren.

Durch die graduelle Zunahme der Umsätze bei den höher-margigen Knochenersatzmaterialien relativ zu den Handelsprodukten (Curavisc, stypro und Membranen) sowie Skaleneffekten aus der steigenden Auslastung des Produktionsprozesses prognostizieren wir eine Abnahme der MEQ bis auf 35% bereits im laufenden Geschäftsjahr.

3. Personalkosten

In 2015 wurde die Anzahl der Mitarbeiter von 32 auf 35 erhöht. Die drei neu hinzugewonnen Mitarbeiter bestehen aus dem Leiter Marketing und Vertrieb, einem Export-Manager sowie einem Mitarbeiter im Bereich Finanzen/Controlling.

Der Ausbau im Bereich Vertrieb entspricht der Strategie des Vorstands, die curasan-Produkte verstärkt im Markt zu platzieren. Ab 2016 gehen wir von konstanten Personalkosten aus.

4. Sonstige betriebliche Aufwendungen

Diese Kostenposition sehen wir in 2016 mit € 3 Mio. um 4,5% geringer als im Vorjahr (hier schlugen T€ 135 Schadenersatzzahlungen an einen Lieferanten wegen Minderlieferungen bedingt durch den Ausfall der „Strykerabnahmen“ zu Buche). Eine größere Veränderung in den Verwaltungskosten sehen wir nicht, ebenfalls dürfte der F&E-Aufwand konstant bleiben.

5. Sonstige betriebliche Erträge

Diese Position ist in 2015 geprägt durch die Zahlung von € 4,5 Mio. im Rahmen der Einigung mit Stryker. Hinzu kommen T€ 350 aus Forschungsförderungsprogrammen. Die Fördersummen schreiben wir i.H.v. T€ 300 fort.

6. Steuern

Aufgrund des Verlustvortrags i.H.v. ca. € 37 Mio. wird die curasan AG auf lange Sicht keine tatsächlichen Unternehmenssteuern bezahlen (siehe Bilanzdiskussion unten).

**Senkung der
Materialeinsatzquote**

**Verstärkung im
Marketing und
Vertrieb**

**Sonderertrag durch
Einigung mit Stryker**

Gemäß unseren Annahmen, die im Besonderen den Erfolg der gesteigerten Marketing- und Vertriebsaktivitäten implizieren, wird das Unternehmen die Gewinnschwelle in 2018 erreichen können.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2014a	2015a	2016e	2017e	2018e	2019e	5y - CAGR 2014 -2018
Umsatzerlöse (netto)	5.993	5.619	6.674	8.246	9.895	11.379	14,3
Wachstumsrate in %	2,8	-6,2	18,8	23,6	20,0	15,0	
Bestandsveränderungen	241	73	0	0	0	0	
Gesamtleistung	6.234	5.692	6.674	8.246	9.895	11.379	13,7
Materialaufwand	2.335	2.322	2.336	2.886	3.463	3.983	
% vom Umsatz	37,5	40,8	35,0	35,0	35,0	35,0	
Rohergebnis	3.899	3.370	4.338	5.360	6.432	7.397	13,7
Sonst. betr. Erträge	282	4.939	495	300	300	300	
% vom Umsatz	4,7	87,9	7,4	3,6	3,0	2,6	
Personalaufwand	2.617	3.040	3.100	3.100	3.100	3.100	
% vom Umsatz	43,7	54,1	46,5	37,6	31,3	27,2	
Sonstige betr. Aufwend.	2.681	3.142	3.000	3.000	3.000	3.000	
% vom Umsatz	44,7	55,9	45,0	36,4	30,3	26,4	
EBITDA	-1.117	2.127	-1.267	-440	632	1.597	n.a.
Abschreibungen	547	533	569	527	521	527	
% vom Umsatz	9,1	9,5	8,5	6,4	5,3	4,6	
EBIT	-1.664	1.594	-1.836	-967	111	1.069	n.a.
Zinserträge	38	20	20	20	20	20	
Zinsaufwendungen	256	268	64	81	98	70	
EBT	-1.882	1.346	-1.880	-1.028	33	1.019	n.a.
Ertragssteuern (Aufwand +/Ertrag -)	-52	13	0	0	0	0	
Konzernergebnis	-1.830	1.333	-1.881	-1.028	33	1.019	n.a.
Anpassungen	0	-4.500	0	0	0	1	
Bereinigtes Konzernergebnis (2015)	-1.830	-3.167	-1.881	-1.028	33	1.020	n.a.
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	8.706	9.150	10.380	10.380	10.380	10.380	
Ergebnis / Aktie (EPS)	-0,21	0,15	-0,18	-0,10	0,00	0,10	
Bereinigtes Ergebnis / Aktie (ber. EPS)	-0,21	-0,35	-0,18	-0,10	0,00	0,10	

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

GuV-Margen

Margen in %	2014a	2015a	2016e	2017e	2018e	2019e
Rohertragsmarge	65,1	60,0	65,0	65,0	65,0	65,0
EBITDA-Marge (2015 bereinigt)	-18,6	-42,2	-19,0	-5,3	6,4	14,0
EBIT-Marge (2015 bereinigt)	-27,8	-51,7	-27,5	-11,7	1,1	9,4
EBT-Marge (2015 bereinigt)	-31,4	-56,1	-28,2	-12,5	0,3	9,0
Nettogewinnmarge (2015 bereinigt)	-30,5	-56,4	-28,2	-12,5	0,3	9,0

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

Kapitalflussrechnung

Der operative Cash Flow 2015 war aufgrund der Zahlung von Stryker i.H.v. € 4,5 Mio stark positiv. Zusätzlich gestärkt wurde die Liquidität durch den Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung i.H.v. netto € T€ 954 Mio. so dass in Summe - nach Abzug einer Zahlung an Riemser für die teilweise Ablösung der Verbindlichkeiten - eine Erhöhung der Barmittel um T€ 36 resultierte.

Aufgrund ausbleibender Sondereffekte, wie im Falle der Stryker-Zahlung, wird der operative Cash Flow in den Jahren 2016 und 2017 wieder ins Negative rutschen bevor der break-even auch auf Cash-Ebene in 2018 erreicht wird. Unser Modell sieht eine Kapitalaufnahme in 2017 und 2018 in Gesamtsumme von € 1 Mio. vor.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Wir betrachten hierbei eine Erhöhung des Eigenkapitals als die vom Unternehmen bevorzugte Variante. Da jedoch die Parameter einer EK-Aufnahme zum heutigen Zeitpunkt nicht prognostizierbar sind, haben wir dies als FK-Aufnahme abgebildet und unterstellen einen Zinssatz von 7% p.a.

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2014a	2015a	2016e	2017e	2018e	2019e
Konzernergebnis	-1.830	1.333	-1.881	-1.028	33	1.019
Wachstumsrate in %	-8,1	-172,8	-241,1	-45,3	-103,2	3.011,0
+ Abschreibung & Wertminderungen	547	533	569	527	521	527
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	210	2	-195	0	0	0
= Cash Earnings	-1.073	1.868	-1.507	-501	554	1.547
Wachstumsrate in %	-35,9	-274,1	-180,7	-66,7	-210,5	179,2
- Veränderungen Nettoumlaufermögen	-542	6	-135	6	538	486
+ Sonstiges	166	289	-136	61	78	50
- gezahlte Steuern	0	0	0	0	0	0
= Operativer Cash Flow	-365	2.151	-1.507	-446	94	1.111
Wachstumsrate in %	-80,3	-689,3	-170,1	-70,4	-121,1	1.079,5
- Investitionen in Anlagevermögen	115	152	50	50	50	50
- Zahlungen an Riemser	0	2.633	467	500	500	762
= Freier Cash Flow	-480	-634	-2.025	-996	-456	299
Wachstumsrate in %	-78,2	32,1	219,3	-50,8	-54,3	-165,6
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	1.512	954	1.132	0	0	0
+ Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-37	-36	0	500	500	0
- Dividende	0	0	0	0	0	0
- Sonstiges (Zinsaufwendungen)	218	248	-44	61	78	50
- Abfluß durch Aktienrückkäufe	0	0	0	0	0	0
Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)	777	36	-848	-558	-34	249
Wachstumsrate in %	-134,8	-95,4	-2.454,8	-34,2	-94,0	-839,6

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

Bilanz

Die curasan AG weist zum 31.12.2015 einen kumulierten **steuerrelevanten** Verlustvortrag i.H.v. ca. € 37 Mio. auf. Hiervon sind bilanziell zum Bilanzstichtag 2015 lediglich € 9,666 Mio. ausgewiesen, da der bis 2008 aufgelaufene Verlustvortrag durch Verrechnung mit der Kapitalrücklage in 2009 formal ausgeglichen wurde.

Aufgrund des Verlustvortrags wird das Unternehmen weit über unseren kurz- bis mittelfristigen Prognosezeitraum (bis 2023) hinaus keine Steuern bezahlen müssen. Sobald die Gewinnzone erreicht wird, werden latente Steuern aktiviert und durch korrespondierende latente Steueraufwendungen ergebnisneutral bleiben.

Die Barmittel belaufen sich zum Bilanzstichtag auf € 1,6 Mio. und beinhalten sowohl den Nettoerlös aus der Kapitalerhöhung vom Mai 2015 von T€ 954 als auch die Zahlung aus dem Rechtsstreit mit Stryker i.H.v. € 4,5 Mio. € 2,6 Mio. wurden 2015 zur Teiltilgung der Verbindlichkeiten ggü. Riemser verwendet. In unserer Bilanzprognose gehen wir davon aus, dass der kurzfristige Anteil in 2016 und der langfristige Anteil in 2019 vollständig getilgt sein werden.

Aufgrund bilanzieller Vorschriften wurde der mit Übernahme des Riemser Dentalgeschäfts aktivierte Firmenwert nunmehr aufgespalten in einen Goodwill und einen Kundenstamm. In unserer Bilanzprognose haben wir die regelmäßige Abschreibung des Kundenstamms berücksichtigt.

Unsere Analyse der Produktivität des Umlaufvermögens weist mit 146 Tagen eine recht hohe Lagerdauer und damit Kapitalbindung auf. Gleichzeitig markiert dies

Strykerzahlung ermöglicht Teiltilgung ggü. Riemser

Optimierungsbedarf beim Umlaufvermögen

einen Höchststand seit 2013. Hier sehen wir deutliches Optimierungspotential: Laut einer aktuellen Studie von pwc (2015 Annual Global Working Capital Survey) beträgt die mediane Lagerdauer im Sektor „Pharmaceuticals & Life Sciences“ 116 Tage. Unsere Bilanzprognose ergibt, dass diese Kennziffer innerhalb von zwei Jahren erreicht werden muss, um Liquiditätsengpässe zu vermeiden, die ansonsten nur mit weiterer Kapitalaufnahme zu kompensieren wären.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2014a	2015a	2016e	2017e	2018e	2019e
Aktiva						
Anlagevermögen	7.297	6.913	6.350	5.873	5.402	4.925
Sachanlagen	1.545	1.368	1.137	970	809	642
Immaterielle Vermögenswerte	1.349	1.331	1.211	1.095	979	864
Firmenwert	2.776	2.776	2.776	2.776	2.776	2.776
Kundenstamm	1.565	1.379	1.167	973	778	584
Latente Steuern	62	59	59	59	59	59
Umlaufvermögen	5.617	5.664	4.693	4.154	4.671	5.419
Vorräte	2.657	2.621	2.628	2.621	3.145	3.616
Forderungen	1.116	1.260	1.285	1.311	1.337	1.364
Barmittel	1.552	1.588	740	183	149	398
Sonstiges Umlaufvermögen	292	195	40	40	40	40
Bilanzsumme	12.914	12.577	11.043	10.027	10.073	10.344
Passiva						
Eigenkapital	6.546	8.840	8.092	7.064	7.096	8.115
Gezeichnetes Kapital	8.706	9.436	10.380	10.380	10.380	10.380
Kapitalrücklagen	7.109	7.371	7.560	7.560	7.560	7.560
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	-9.269	-7.967	-9.848	-10.876	-10.843	-9.824
Verbindlichkeiten	6.368	3.737	2.951	2.964	2.976	2.228
Langfristige Verbindlichkeiten	2.831	2.320	2.320	2.320	2.320	1.558
Rückstellungen	556	558	558	558	558	558
dav. Pensionsrückstellungen	318	304	304	304	304	304
Langfristige Darlehen	10	0	0	500	1.000	1.000
andere langfristige Verbindl.	2.265	1.762	1.762	1.262	762	0
Kurzfristige Verbindlichkeiten	3.537	1.417	631	644	656	670
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	703	609	621	634	646	659
Bankverbindlichkeiten	36	10	10	10	10	10
Rückstellungen	168	195	0	0	0	1
andere kurzfristige Verbindl.	2.630	603	0	0	0	0
Bilanzsumme	12.914	12.577	11.043	10.027	10.073	10.344

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2014a	2015a	2016e	2017e	2018e	2019e
Anlagevermögen	56,50	54,97	57,50	58,57	53,63	47,62
Umlaufvermögen	43,50	45,03	42,50	41,43	46,37	52,38
Vorräte	20,57	20,84	23,79	26,14	31,22	34,96
Forderungen	8,64	10,02	11,64	13,07	13,27	13,19
Liquide Mittel	12,02	12,63	6,70	1,82	1,48	3,85
Eigenkapital	50,69	70,29	73,28	70,44	70,45	78,46
Langfristige Verbindlichkeiten	21,92	18,45	21,01	23,14	23,03	15,06
kurzfristige Verbindlichkeiten	27,39	11,27	5,72	6,42	6,52	6,48
ges. Verbindlichkeiten	49,31	29,71	26,72	29,56	29,55	21,54

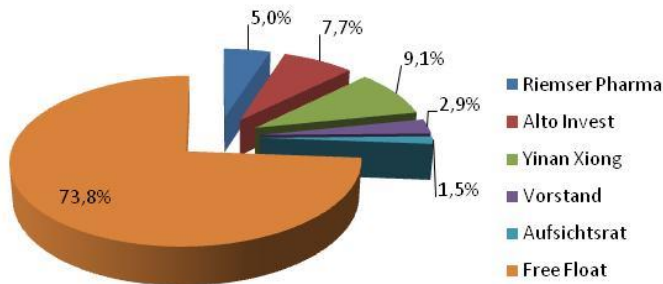
Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Die Aktie

Zum Bilanzstichtag 2015 betrug die Aktienzahl nach der Kapitalerhöhung im Mai des vergangenen Jahres 9,436 Mio. Im April des laufenden Geschäftsjahres wurde eine Privatplatzierung mit einem strategischen chinesischen Investoren durchgeführt. Die neuen Aktien wurden zu einem Preis von € 1,20 begeben. Insgesamt erhöhte sich die Anzahl der Aktien um 943.604 auf 10,38 Mio., der Bruttoerlös betrug € 1,132 Mio.

Aktionärsstruktur



Quelle: curasan AG

Aktuelle Entwicklung

Innerhalb der letzten 12 Monate fiel die Aktie um 45% von € 1,755 auf € 0,961 (Schlusskurs vom 23.05.2016). Im gleichen Zeitraum gab der Vergleichsindex „DAX Subsector Pharmaceuticals“ um 6% nach. Betrachtet man den Zeitraum seit Jahresbeginn, so verlor die curasan-Aktie 8%.

Basierend auf den täglichen Renditen innerhalb der letzten 12 Monate beträgt die annualisierte Volatilität ca. 52% bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von etwa 38.000 Stücken.

Bewertung

Zur Herleitung eines fairen Werts führen wir eine Fundamentalanalyse mit Hilfe eines DCF-Modells durch. Das Ergebnis setzen wir in Perspektive zu einer Peergruppen-Betrachtung, die über Multiples die aktuelle Bewertung von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen am Kapitalmarkt angibt. Die Resultate beider Methoden gewichten wir zu gleichen Teilen.

DCF-Modell

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

Phase I	2016 – 2019 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2020 – 2023 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value

Zur Schätzung der zukünftigen Cash-Flows haben wir uns folgender Quellen bedient:

- Diskussionen mit dem Vorstand und dem Management
- Jahresabschlussbericht 2015 und Quartalsbericht Q1/2016,
- Besuch der Produktionsstätte vor Ort

Diskussion zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten:

Bei der erwarteten Risikoprämie orientieren wir uns an der 10-jährigen Rendite des S&P 500. Zur Annäherung an ein Beta haben wir eine Regression der wöchentlichen Renditen des Vergleichsindex „DAX Subsector All Pharmaceuticals Performance“ gegen den STOXX Europe 600 über den zurückliegenden 2-Jahreszeitraum durchgeführt. Als Ergebnis erhalten wir ein Beta von 0,91. Mit einer erklärten Varianz von 57% wird hierdurch das unternehmensspezifische Risiko der curasan AG u.E. relativ gut reflektiert. Die nicht-erklärte Risikokomponente bilden wir in einer unternehmensspezifischen Risikoprämie von 4% ab.

Im Terminal Value gehen wir von einer EBIT-Marge von 25% aus; dies basiert auf der Annahme, dass der Produktmix sich nachhaltig zugunsten der hoch-margigen Produkte entwickeln wird.

Die Steuerquote und damit der Tax Shield von 15% im Terminal Value trägt den sehr hohen Verlustvorträgen Rechnung (ohne VVe: 30%); insofern wird dem Verlustvortrag ein direkter Wert zugeschrieben.

Unser Modell geht davon aus, dass keine strategische Fremdfinanzierung erfolgt. Erst im Terminal Value gehen wir von der Nutzung eines Leverage-Effektes aus und ändern hier unsere Zielkapitalstruktur (EK/FK: 80/20).

Ermittlung der Eigenkapitalkosten

DCF-Analyse

in T€	2015a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
Wachstum		18,8%	23,6%	20,0%	15,0%	15,0%	12,0%	12,0%	10,0%	2,0%
Umsätze	5.619	6.674	8.246	9.895	11.379	13.086	14.657	16.416	18.057	18.418
EBIT	1.594	-1.836	-967	111	1.069	2.155	3.100	4.157	5.116	4.605
- Steuern	13	0	0	0	0	0	0	0	0	691
+ Abschreibungen	533	569	527	521	527	429	381	340	319	50
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	2	-195	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	6	-135	6	538	486	87	89	91	93	0
+ andere cashwirksame Positionen	41	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Investitionen in Anlagevermögen	2.785	517	550	550	812	50	50	50	50	50
= Freier Cash Flow	-634	-1.845	-996	-456	299	2.447	3.341	4.356	5.292	3.914
Terminal Value										40.993
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,47	0,42	0,42
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	-1.661	-807	-332	196	1.436	1.757	2.045	2.214	
Nettobarwert des Terminal Values										17.154
Bewertung		Proportion of EV								
Ergebnis Phase I u. II	4.847	22%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	17.154	78%								
= Unternehmenswert	22.001									
- Nettoverschuldung (31.12.2015)	2.375									
= Wert des Eigenkapitals	19.626									
Anzahl ausstehende Aktien	10.380									
Fairer Wert pro Aktie	1,89									

Quelle: BankM Research (e)

	Quelle	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TV
Risikofreier Zins*	Bloomberg	-0,53%	-0,51%	-0,51%	-0,45%	-0,35%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,61%
Erwartete Markttrendite - S&P 500	Bloomberg	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%	8,34%
Marktrisikoprämie		8,87%	8,85%	8,85%	8,79%	8,69%	8,64%	8,54%	8,44%	7,73%
Sektor Beta (Daxsubsec. Pharmaceut.)	Bloomberg	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	0,91	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Eigenkapitalkosten		11,08%	11,10%	11,10%	11,16%	11,26%	11,31%	11,41%	11,51%	12,95%
Ziel-Gewichtung		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	80%
Fremdkapitalkosten		7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Ziel-Gewichtung		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%
Tax Shield		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%
WACC		11,08%	11,10%	11,10%	11,16%	11,26%	11,31%	11,41%	11,51%	11,55%

* Spot Rate Deutscher Staatsanleihen mit Laufzeit 1-8 Jahre; Terminal Value: 20 Jahre

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse

		9,00%	10,00%	11,00%	11,55%	12,00%	13,00%	14,00%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	2,19	1,97	1,80	1,72	1,66	1,54	1,44
	1,50%	2,33	2,09	1,89	1,80	1,73	1,60	1,49
	2,00%	2,49	2,21	1,99	1,89	1,82	1,67	1,55
	2,50%	2,68	2,35	2,10	1,99	1,91	1,75	1,62
	3,00%	2,89	2,51	2,23	2,10	2,01	1,83	1,69

		EBIT-Marge im Terminal Value						
		23,50%	24,00%	24,50%	25,00%	25,50%	26,00%	26,50%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	1,63	1,66	1,69	1,72	1,75	1,78	1,81
	1,50%	1,71	1,74	1,77	1,80	1,83	1,86	1,89
	2,00%	1,79	1,82	1,86	1,89	1,92	1,96	1,99
	2,50%	1,89	1,92	1,96	1,99	2,03	2,06	2,10
	3,00%	1,99	2,03	2,06	2,10	2,14	2,18	2,21

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Im Vergleich zu unserer Basisstudie vom 21. August 2015 haben wir die Peer Group angepasst. Nicht mehr enthalten sind die aap Implantate AG sowie die Tornier NV. Die aap hatte im März 2016 ihre Sparte „Biomaterials“ für € 36,6 Mio. verkauft. Der Umsatz dieses Segments betrug im Jahr 2015 nach Unternehmensangaben € 16 Mio., was einem Umsatz-Multiple von 2,3 entspricht. Da es sich bei dem Käufer um einen Private Equity Fonds handelt, gehen wir davon aus, dass das Multiple keine strategische Prämie enthält. Tornier wurde im Oktober 2015 von der Wright Medical Group Inc. übernommen.

Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap*	EV*	EV/Umsatz			
	Vortag	Vortag	2015**	2016e	2017e	2018e
Anika Therapeutics Inc	588	485	5,0	5,5	4,9	-
RTI Surgical Inc	193	304	1,4	1,2	1,1	-
Wright Medical Group NV	1.763	2.165	7,8	3,4	3,1	2,7
Median	2.040	2.525	5,01	3,40	3,06	2,72
<i>Mittelwert (nachrichtlich)</i>	<i>7.030</i>	<i>8.831</i>	<i>5,08</i>	<i>3,87</i>	<i>3,56</i>	<i>3,42</i>
Curasan AG	9,97	9,46	1,55	1,32	1,13	0,98

*Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse; **Multiples 2015 basieren auf historischen Kursen vom 31. Dez. 2015

Unternehmenswert	n.a.	24,43	25,65	26,27
-Nettoverschuldung zum 31.03.2016	n.a.	1,66	1,66	1,66
Wert des Eigenkapitals	n.a.	22,77	23,99	24,62

Herleitung des Werts des Eigenkapitals	2016e	2017e	2018e
- basierend auf EV/Umsatz (€ m)	22,77	23,99	24,62
Anzahl Aktien (in Ts.)	10.380	10.380	10.380
Preis/Aktie (€)	2,19	2,31	2,37

Jahr	2016e	2017e	2018e
Impliziter Preis pro Aktie	2,19	2,31	2,37

Bewertungsfazit

Fairer Wert pro Aktie:
€ 2,04

Unsere DCF-Analyse resultiert in einem Wert pro Aktie von € 1,89. Aus der Kapitalmarkt Betrachtung ergibt sich auf Basis von 2016 eine Bewertung von € 2,19. Wir gewichten beide Ergebnisse zu gleichen Teilen, so dass sich ein fairer Wert von € 2,04 pro Aktie ergibt.

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw AG), Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Dr. Roger Becker, CEFA, Analyst

Die biw AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist curasan AG

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker, CEFA	21.08.2015	Kaufen	€ 2,24

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

24.05.2016

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 23.05.2016

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der biw AG, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

3. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

4. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2016 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!