



Researchstudie (Update)



**„Starkes Umsatz- und Ergebniswachstum
im Pharmabereich erwartet“**

Kursziel: 5,60 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11 ff

HAEMATO AG *5

Kaufen

Kursziel: 5,60

aktueller Kurs: 3,10
2.9.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705

WKN: 619070

Börsenkürzel: WIR

Aktienanzahl³: 20,779

Marketcap³: 64,41
EnterpriseValue³: 74,84
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 30,0 %

Transparenzlevel:
First Quotation Board

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 13

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 118 Stand: 30.6.2013

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Christian Pahl



Nach der erfolgten Weiterentwicklung der HAEMATO AG (ehemals: Windsor AG) liegt der Fokus der Gesellschaft auf dem Handel und Vertrieb von Generika, insbesondere im onkologischen Bereich, sowie auf dem Vertrieb von europäischen Arzneimitteln. Die wichtigste 100%ige Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG ist seit dem Jahr 2005 in diesem Bereich der Arzneimittelversorgung spezialisiert. Die ehemalige Windsor-Tochtergesellschaft Simgen GmbH, dessen Geschäftsstrategie ebenfalls den Generika- und Parallelimportbereich umfasste, wurde auf die HAEMATO PHARM AG verschmolzen. Komplettiert wird der derzeitige Konsolidierungskreis der HAEMATO AG durch zwei ausländische Tochtergesellschaften in den Niederlanden (HAEMATO B.V.) und in Thailand (HAEMATO ASIA Co. Ltd.).

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	10,86	25,04	167,00	253,00
EBITDA	3,82	9,97	12,30	15,20
EBIT	1,19	9,19	11,00	13,85
Jahresüberschuss	1,48	6,84	7,42	8,20

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,07	0,33	0,36	0,39
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,25	0,28

Kennzahlen				
EV/Umsatz	6,89	2,99	0,45	0,30
EV/EBITDA	19,59	7,51	6,08	4,92
EV/EBIT	62,89	8,14	6,80	5,40
KGV	43,52	9,42	8,68	7,86
KBV		1,2		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
November 2013: Pressemitteilung Q3-Zahlen

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

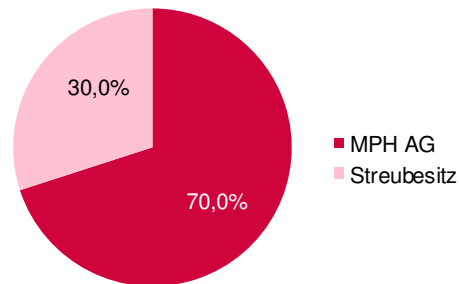
RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

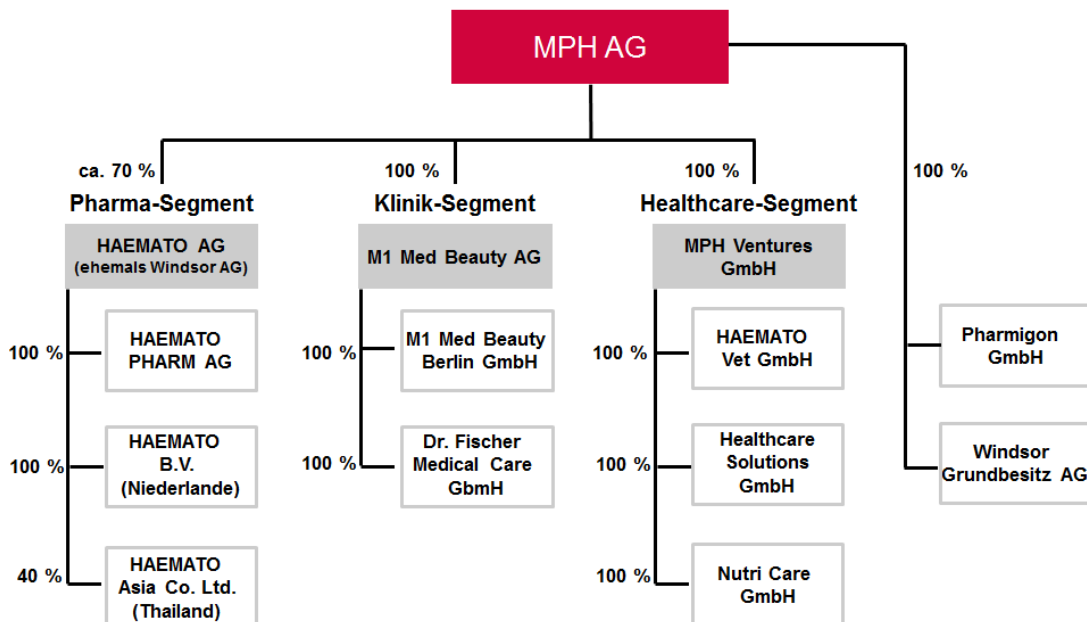
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	27.08.2013
MPH Mittelständische Pharma Holding AG	70,0 %
Streubesitz	30,0 %

Aktionärsstruktur (Stand: 27.08.13)



Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: MPH AG; GBC AG (Stand: 22.05.2013)

Gemäß Unternehmensmeldung vom 02.04.2013 hatte die MPH Mittelständische Pharmaholding AG (MPH AG) den Verkauf von 35 % der Geschäftsanteile seiner Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG bekanntgegeben. Die Windsor AG hat im ersten Schritt den Kaufpreis mit eigenen Aktien (6,93 Mio. Stück) entrichtet, welche im Rahmen einer Kapitalerhöhung vollständig von der MPH AG gezeichnet wurden.

Noch innerhalb des ersten Halbjahres 2013 wurden von der Windsor AG die restlichen 65 % an der HAEMATO PHARM AG erworben. Ein Teil des Kaufpreises für die restlichen HAEMATO-Anteile wurde durch die Übertragung des Immobilienbereiches der Windsor AG (Windsor Grundbesitz Real Estate) sowie der Tochtergesellschaft Pharmigon GmbH entrichtet. Dementsprechend verblieben im Konzernkreis der Windsor AG die bestehende Tochtergesellschaft Simgen GmbH und die neu erworbene HAEMATO PHARM AG.

Im Nachgang dieser Transaktion wurde die Windsor AG in HAEMATO AG umfirmiert. Gleichzeitig fand eine Verschmelzung der beiden Gesellschaften Simgen GmbH und HAEMATO PHARM AG statt. Zum aktuellen Konsolidierungskreis der HAEMATO AG (ehemals: Windsor AG) gehören darüber hinaus zwei ausländische Tochtergesellschaften in den Niederlanden (HAEMATO B.V.) und in Thailand (HAEMATO ASIA Co. Ltd.).

Gemäß der aktuellen Struktur ist damit der gesamte Pharmabereich des MPH-Konzerns in der nun 70,0 %igen Tochtergesellschaft HAEMATO AG gebündelt. Die im ersten Halbjahr 2013 vorgenommenen Transaktionen und damit erheblichen Veränderungen des Konsolidierungskreises wurden vor dem Hintergrund einer geplanten Fokussierung des Geschäftes der Konzernobergesellschaft MPH AG vorgenommen. Innerhalb des in der HAEMATO AG gebündelten Pharmasegments liegt der Fokus auf den Bereichen Generika und Parallelimporte mit dem Schwerpunkt auf den Indikationsbereichen Onkologie, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma.

Sowohl über die ausländischen Tochtergesellschaften als auch über die Zusammenführung mit der ehemaligen Windsor-Tochter Simgen GmbH wird eine stärkere Konzentration auf das internationale Geschäft ersichtlich. Dies ist insofern von Vorteil, als dass die internationalen Umsätze vom Herstellerzwangsrabatt befreit sind und somit mit höheren Ergebnisbeiträgen einhergehen. Zugleich müssen im Ausland keine Rückstellmuster vorgehalten werden, was einen ebenfalls positiven Effekt auf die Ergebnisentwicklung nach sich zieht.

Geschäftsbereich Generika

Generika sind Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen und damit eine wirkungsgleiche Nachahmung eines bereits unter einem Markennamen auf dem Markt befindlichen Medikaments darstellen. Sie sind therapeutisch äquivalent zum Originalpräparat und daher genau so sicher und wirksam wie das Original. Der Vorteil von Generika liegt im Kostenfaktor, da diese aufgrund der bereits erfolgten Amortisation der Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als das Originalpräparat sind.

Geschäftsbereich Parallelimporte

Neben dem Bereich Generika ist das Geschäftssegment der Parallelimporte für die HAEMATO AG von hoher Bedeutung. Hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei der Import preisgünstiger Original- oder Markenpräparate, die ausschließlich aus Mitgliedsländern der EU bezogen werden. Hierbei werden die Preisunterschiede genutzt, welche sich durch die unterschiedlichen Preisstrategien der Hersteller in verschiedenen Ländern ergeben. Insgesamt zeichnen sich die Parallelimporte für 90 % der in Europa importierten Markenarzneimittel verantwortlich. Die importierten Arzneimittel müssen für den deutschen Markt aufbereitet („umverpackt“) werden, wofür die HAEMATO PHARM AG seit 2006 die Herstellererlaubnis nach § 13 AMG besitzt.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013 - Veränderte Umsatz- und Ergebnisbasis

in Mio. €	1. HJ 2012	GJ 2012	1. HJ 2013
Umsatzerlöse	9,39	25,04	63,21
EBITDA (Marge)	4,20 (44,8 %)	9,97 (39,8 %)	5,45 (8,3 %)
EBIT (Marge)	3,83 (40,8 %)	9,19 (36,7 %)	4,66 (7,1 %)
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	2,90	6,84	2,68
EPS in €	0,21	0,49	0,13*

* EPS auf Basis von 20,78 Mio. Aktien (nach Kapitalerhöhung); bisher: 13,85 Mio. Aktien

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

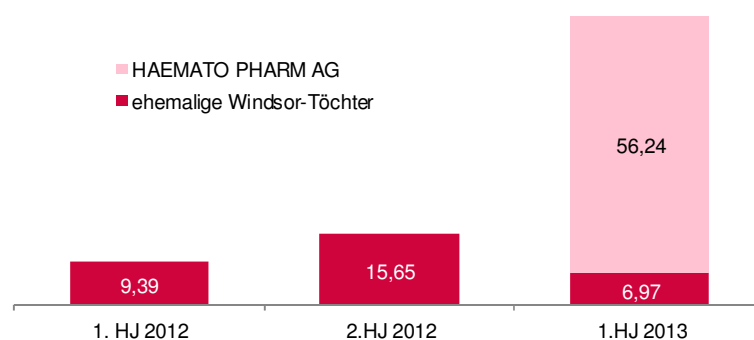
Umsatzentwicklung - Umsatzsprung nach Konsolidierungskreisänderung

Die HAEMATO AG weist mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2013 im Vergleich zu den Vorjahreswerten einen deutlichen Umsatzsprung auf 63,21 Mio. € (1.HJ/12: 9,39 Mio. €) auf. Ein Vergleich zu den Vorjahreswerten ist aufgrund der signifikanten Veränderung des Konsolidierungskreises der HAEMATO AG jedoch nur stark eingeschränkt möglich.

Während die Vorjahreswerte die Entwicklung der Windsor-Tochtergesellschaften Simgen GmbH, Pharmigon GmbH sowie des Immobiliensegments darstellen, enthalten die Werte des abgelaufenen ersten Halbjahres 2013 zusätzlich drei Monate (2. Quartal 2013) des umsatzstarken Parallelimport- und Generikasegments. Sowohl der Bereich Parallelimporte als auch der Generikabereich waren bisher in der MPH-Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG angesiedelt. Im Rahmen der im ersten Halbjahr 2013 erfolgten Weiterentwicklung wurde die HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG veräußert, welche ihrerseits in HAEMATO AG umfirmiert wurde. Wie im verkürzten Konsolidierungskreis dargestellt (siehe Seite 2) umfasst die HAEMATO AG derzeit lediglich den Bereich Generika und Parallelimporte.

Die Umsatzerlöse des ersten Halbjahres 2013 enthalten demgemäß anteilig (ab dem 01.04.2013) auch Umsatzerlöse aus dem Bereich Parallelimporte und Generika. Gemäß eigenen Berechnungen belaufen sich die Umsätze der HAEMATO PHARM AG im zweiten Quartal 2013 auf 56,24 Mio. € und sind daher für den überwiegenden Teil des Umsatzwachstums verantwortlich.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)

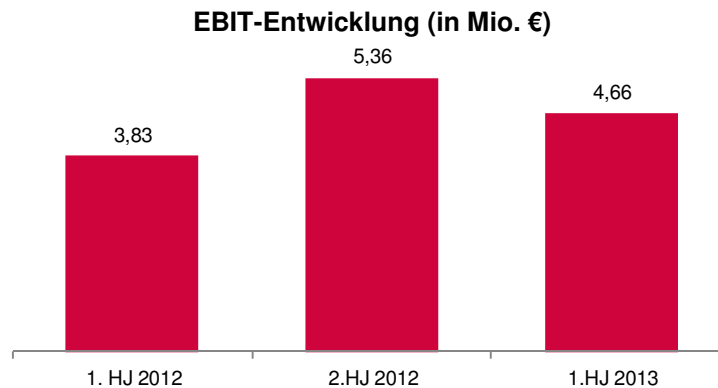


Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die künftigen Umsätze der HAEMATO AG werden ausschließlich vom Generika- und Parallelimportgeschäft geprägt sein und daher ein deutlich höheres Niveau vorweisen als die bisherigen Windsor-Tochtergesellschaften, welche überwiegend (Ausnahme: Simgen GmbH) an die MPH Mittelständische Pharmaholding AG veräußert wurden.

Ergebnisentwicklung - Pharmasegment dominiert den Ergebnisbeitrag

Entsprechend der Umsatzentwicklung des ersten Halbjahres 2013 war die Ergebnissituation der HAEMATO AG von den angesprochenen Konsolidierungseffekten beeinflusst. Während noch der zwischenzeitlich veräußerte Immobilienbereich im Vorjahr einen signifikanten Ergebnisbeitrag leistete, repräsentiert die Ergebnisentwicklung des abgelaufenen ersten Halbjahres 2013 lediglich den Pharmabereich. Dieser weist aufgrund seiner niedrigeren Wertschöpfung vergleichsweise geringere Ergebnismargen auf. Demzufolge reduzierte sich die EBIT-Marge in den ersten sechs Monaten 2013 auf 7,1 % (1.HJ/12: 40,8 %). Infolge des signifikant höheren Umsatzniveaus im Pharmasegment verbesserte sich jedoch das EBIT auf 4,66 Mio. € (1.HJ/12: 3,83 Mio. €).



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die künftige Ergebnisentwicklung der HAEMATO AG wird analog zu den Halbjahreswerten 2013 verlaufen. Die beiden Geschäftsbereiche Parallelimporte und Generika gehen zwar einerseits mit geringeren Ergebnismargen einher, andererseits dürfte jedoch die Gesellschaft ein insgesamt höheres Ergebnisniveau erreichen. Dies ist in erster Linie der erwartungsgemäß signifikant erhöhten Umsatzbasis geschuldet. Zugleich dürfte die Gesellschaft künftig eine deutlich geringere Ergebnisvolatilität präsentieren. In den letzten Geschäftsjahren war die Ergebnisentwicklung stark vom immobilienbezogenen Projektgeschäft beeinflusst, wodurch sich im Jahresvergleich, abhängig von der Transaktionsaktivität, deutliche Ergebnisunterschiede ergaben.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiterhin solide Relationen; EK-Quote: 57,7 %

in Mio. €	30.06.2012	31.12.2012	30.06.2013
Eigenkapital (EK-Quote)	31,50 (71,3 %)	33,58 (79,0 %)	53,57 (57,7 %)
Working Capital	3,91	1,93	32,99
Finanzverbindlichkeiten	5,79	5,71	33,48
Liquide Mittel	6,34	7,53	13,21
Bilanzsumme	44,17	42,49	92,85

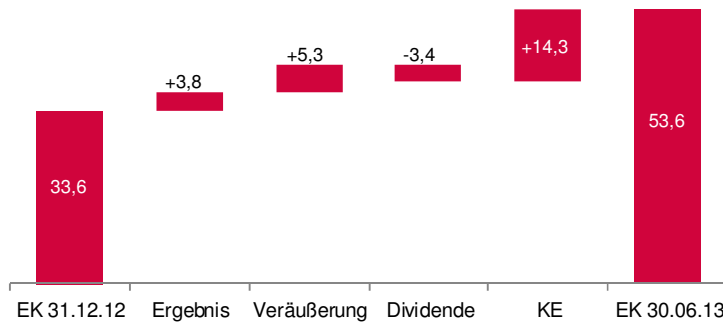
Quelle: HAEMATO PHARM AG; GBC AG

Auch das Bilanzbild der HAEMATO AG zeigt sich von der Konsolidierungskreisveränderung erheblich geprägt. Gemäß Unternehmensangaben fand bereits zum 01. April 2013 eine Vollkonsolidierung der HAEMATO PHARM AG statt. Zu diesem Zeitpunkt bestand schon faktisch eine 100%ige Beherrschung an der neuen Tochtergesellschaft.

Allen voran zu nennen ist der Anstieg des Eigenkapitals von 33,58 Mio. € (31.12.12) auf 53,57 Mio. €. An der ausgeweiteten Bilanzsumme partizipiert derzeit das Eigenkapital mit 57,7 % (31.12.12: 79,0 %) eine Quote, welche als solide zu bezeichnen ist. Die Veränderung des Eigenkapitals lässt sich in erster Linie auf die im April 2013 durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 6,93 Mio. Aktien zurückführen. Die vollständig von der MPH Mittelständische Holding AG gezeichnete Kapitalmaßnahme erhöhte das HAEMATO-Eigenkapital um 14,27 Mio. €. Zugleich verbesserte sich das Eigenkapital durch die über Buchwert vorgenommene, nicht ergebniswirksame Veräußerung der ehemaligen Windsor-

Gesellschaften (Immobilienbereich + Pharmigon GmbH) in Höhe von 5,36 Mio. €. Folgende Faktoren determinieren daher die Veränderung des Eigenkapitals:

EK-Veränderung (in Mio. €)



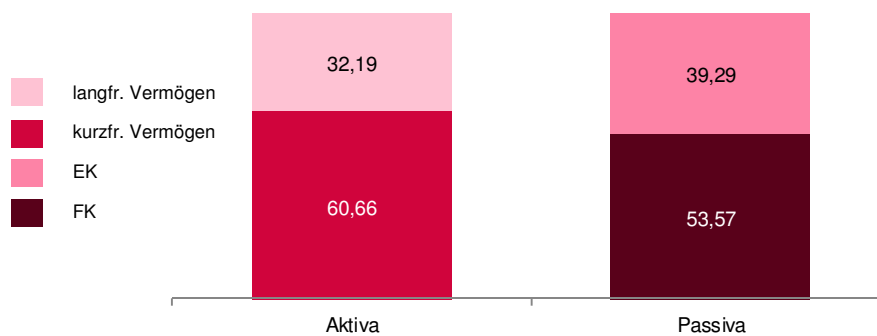
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die Bilanzsummenausweitung wird auf der Passivseite zudem durch einen Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten dargestellt. Hier handelt es sich vornehmlich um im Rahmen der Erstkonsolidierung zugegangene Bankverbindlichkeiten der HAEMATO PHARM AG. Insgesamt kletterte die Finanzverschuldung der Gesellschaft auf 33,48 Mio. € (31.12.12: 5,71 Mio. €).

Aktivseitig verzeichnete die HAEMATO AG in erster Linie einen Anstieg des kurzfristigen Vermögens auf 60,66 Mio. € (31.12.12: 19,91 Mio. €). Speziell die Vorräte, welche hauptsächlich den Handelsbestand im Bereich der Parallelimporte und Generika darstellen, sind für diesen Anstieg verantwortlich. Dies ist ein für Handelsunternehmen typisches Bild, das in der Regel einen erhöhten Bedarf an Working Capital aufzeigt. In diesem Zusammenhang erhöhte sich das Working Capital auf 32,99 Mio. € (31.12.12: 1,93 Mio. €).

Das langfristige Vermögen erhöhte sich ebenfalls von 22,56 Mio. € (31.12.12) auf 32,19 Mio. €. Ausschlaggebend dafür sind die immateriellen Vermögenswerte sowie die Firmenwerte, die den Zugang der entsprechenden Werte der HAEMATO PHARM AG repräsentieren. Nach der Konsolidierung der HAEMATO PHARM AG stellen sich die Bilanzrelationen wie folgt dar:

Bilanzstruktur zum 30.06.2013 (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	25,04	167,00	253,00
EBITDA (Marge)	9,97 (39,8 %)	12,30 (7,4 %)	15,20 (6,0 %)
EBIT (Marge)	9,19 (36,7 %)	11,00 (6,6 %)	13,85 (5,5 %)
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	6,84	7,42	8,20
EPS in €	0,49	0,36*	0,39*
Dividende je Aktie in €	0,25	0,25	0,28

* EPS auf Basis von 20,78 Mio. Aktien (nach Kapitalerhöhung); bisher: 13,85 Mio. Aktien

Quelle: GBC AG

Die künftigen Umsätze der HAEMATO AG werden nach der erfolgten Weiterentwicklung ausschließlich durch den Vertrieb von Parallelimporten und Generika erwirtschaftet. Die für die Erstellung unserer Umsatzprognosen ausschlaggebende Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG ist seit dem Jahr 2005 im Bereich der Arzneimittelversorgung spezialisiert und konnte in den letzten Jahren mit einem CAGR (durchschnittliches jährliches Wachstum) von +43,0 % hohe Wachstumsraten erzielen.

Ausgehend von einem 2012er Umsatzniveau in Höhe von 186,82 Mio. € rechnen wir bei der HAEMATO PHARM AG auf Gesamtjahresbasis konservativ mit Umsatzerlösen in Höhe von 215,00 Mio. € (GJ 2013e) respektive 247,00 Mio. € (GJ 2014e), was jeweils einem erwarteten Umsatzwachstum von +15,0 % entspricht.

Da jedoch zum Geschäftsjahresende 2013 lediglich drei Quartale vollkonsolidiert sein werden, wird auf Gesamtjahresbasis 2013 der entsprechende erwartete Umsatzbeitrag mit 162,00 Mio. € geringer ausfallen. Flankierend hierzu dürfte die ehemalige Windsor-Tochter Simgen GmbH, welche bereits mit der HAEMATO PHARM AG verschmolzen wurde, Umsatzerlöse in Höhe von 6,00 Mio. € generieren (GJ 2012: 5,48 Mio. €). In Summe rechnen wir demnach mit Gesamtumsätzen in Höhe von 167,00 Mio. €.

Im kommenden Geschäftsjahr 2014 dürfte sich der Umstand, wonach die HAEMATO PHARM AG ganzjährig konsolidiert sein wird, positiv auswirken. Zuzüglich der bereits verschmolzenen Simgen GmbH erachten wir ein gesamtes Umsatzniveau in Höhe von 253,00 Mio. € als eine realistische Annahme. Dies entspricht einem erwarteten Umsatzwachstum in Höhe von +51,5 %.

Das EBITDA der HAEMATO AG dürfte sich angesichts des antizipierten signifikanten Umsatzwachstums deutlich auf 12,30 Mio. € (GJ 2013e) respektive auf 15,20 Mio. € (GJ 2014e) steigern. Hier haben wir die Annahme einer rückläufigen EBITDA-Marge berücksichtigt. Diese Annahme liegt in einer prognostizierten Verschlechterung der Konditionen im Generika- und Parallelimportbereich sowie in einem intensiveren Preiswettbewerb begründet. Die erwartete höhere Rentabilität bei ausländischen Umsätzen (kein Herstellerzwangs-rabatt, keine Pflicht für Rückstellmuster) sollte unseres Erachtens die rückläufige EBITDA-Margenentwicklung der HAEMATO AG kurzfristig noch nicht auffangen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 6,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29,8 % 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 2,0 %.

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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 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 1,5429.

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

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,92 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 5,60 €.**

MPH 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	6,0%	ewige EBITA - Marge	5,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,9%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	13,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	167,00	253,00	265,65	278,93	292,88	307,52	322,90	339,04	
<i>US Veränderung</i>	566,8%	51,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	6,96	11,24	12,13	12,13	12,13	12,13	12,13	12,13	
EBITDA	12,30	15,20	15,94	16,74	17,57	18,45	19,37	20,34	
<i>EBITDA-Marge</i>	7,4%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
EBITA	11,00	13,85	14,62	15,45	16,22	17,03	17,89	18,78	
<i>EBITA-Marge</i>	6,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Steuern auf EBITA	-1,54	-3,46	-4,36	-4,60	-4,83	-5,08	-5,33	-5,60	
<i>zu EBITA</i>	14,0%	25,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	9,46	10,39	10,26	10,85	11,39	11,96	12,56	13,18	
Kapitalrendite	85,4%	18,2%	17,8%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,1%
Working Capital (WC)	33,00	35,00	36,77	38,60	40,53	42,56	44,69	46,92	
<i>WC zu Umsatz</i>	19,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	-31,07	-2,00	-1,77	-1,84	-1,93	-2,03	-2,13	-2,23	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,00	22,50	21,90	23,00	24,14	25,35	26,62	27,95	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,30	-1,35	-1,32	-1,29	-1,35	-1,42	-1,49	-1,56	
<i>AFA zu OAV</i>	5,4%	6,0%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-16,16	0,15	-0,72	-2,38	-2,50	-2,62	-2,76	-2,89	
Investiertes Kapital	57,00	57,50	58,67	61,60	64,68	67,91	71,31	74,87	
EBITDA	12,30	15,20	15,94	16,74	17,57	18,45	19,37	20,34	
Steuern auf EBITA	-1,54	-3,46	-4,36	-4,60	-4,83	-5,08	-5,33	-5,60	
Investitionen gesamt	-47,23	-1,85	-2,49	-4,22	-4,43	-4,65	-4,88	-5,13	
<i>Investitionen in OAV</i>	-16,16	0,15	-0,72	-2,38	-2,50	-2,62	-2,76	-2,89	
<i>Investitionen in WC</i>	-31,07	-2,00	-1,77	-1,84	-1,93	-2,03	-2,13	-2,23	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-36,47	9,89	9,10	7,91	8,31	8,72	9,16	9,62	163,76

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	128,21	131,05
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	43,76	38,22
<i>Barwert des Continuing Value</i>	84,45	92,83
Nettoschulden (Net debt)	18,07	14,68
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	110,14	116,37
Fremde Gewinnanteile	-14,26	0,00
Wert des Aktienkapitals	95,88	116,37
Ausstehende Aktien in Tsd.	20,779	20,779
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,61	5,60

Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
<i>Zielgewichtung</i>	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	10,0%
Taxshield	25,4%

WACC **9,9%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	5,9%	7,9%	9,9%	11,9%	13,9%
14,1%	10,86	6,29	4,42	3,42	2,81
16,1%	12,61	7,22	5,01	3,83	3,12
18,1%	14,35	8,15	5,60	4,24	3,42
20,1%	16,10	9,07	6,19	4,65	3,72
22,1%	17,85	10,00	6,78	5,07	4,02

Fazit

Starkes Umsatz- und Ergebniswachstum im Pharmabereich erwartet; KAUFEN

Die im ersten Halbjahr 2013 erfolgte Weiterentwicklung bei der HAEMATO AG (ehemals Windsor AG) hat sowohl die Konzernstruktur als auch die Geschäftsstrategie nachhaltig verändert. Der Fokus der wichtigsten Tochtergesellschaft und Namensgeberin HAEMATO PHARM AG liegt auf den Bereichen Generika und Parallelimporte mit dem Schwerpunkt auf den Indikationsbereichen Onkologie, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma.

Damit wird die HAEMATO AG künftig vollständig im Bereich der Arzneimittelversorgung tätig sein. Neben dem deutschen Geschäft beabsichtigt die Gesellschaft über die zwei ausländischen Töchter in den Niederlanden (HAEMATO B.V.) und in Thailand (HAEMATO ASIA Co. Ltd.) auch die internationalen Märkte zu adressieren. Dies ist insofern von Vorteil, als dass die internationalen Umsätze vom Herstellerzwangsrabatt befreit sind und somit mit höheren Ergebnisbeiträgen einhergehen. Zugleich müssen im Ausland keine Rückstellmuster vorgehalten werden, was einen ebenfalls positiven Effekt auf die Ergebnisentwicklung nach sich zieht.

Die Halbjahreszahlen der HAEMATO AG für das laufende Geschäftsjahr 2013 liefern ein aussagekräftiges Indiz zur künftigen Umsatz- und Ergebnisstruktur. Gemäß dem Fokus auf den Handel mit Arzneimitteln wird die Gesellschaft ein deutlich höheres Umsatzniveau sowie flankierend hierzu eine geringere Volatilität der Ergebnisentwicklung vorweisen. Bisher war die Ergebnisentwicklung stark vom immobilienbezogenen Projektgeschäft beeinflusst, wodurch sich im Jahresvergleich, abhängig von der Transaktionsaktivität, deutliche Ergebnisunterschiede ergaben.

Die für die Erstellung unserer Umsatzprognosen ausschlaggebende Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG ist seit dem Jahr 2005 im Bereich der Arzneimittelversorgung spezialisiert und konnte in den letzten Jahren mit einem CAGR (durchschnittliches jährliches Wachstum) von +43,0 % hohe Wachstumsraten erzielen. Konservativ gehen wir für die kommenden Geschäftsjahre von Wachstumsraten in Höhe von +15,0 % aus. Insgesamt rechnen wir mit Gesamtumsätzen in Höhe von 167,00 Mio. € (GJ 2013e) respektive 253,00 Mio. € (GJ 2014e). Das EBITDA der HAEMATO AG dürfte sich angesichts des antizipierten signifikanten Umsatzwachstums deutlich auf 12,30 Mio. € (GJ 2013e) sowie auf 15,20 Mio. € (GJ 2014e) steigern.

Unsere Annahmen zur konkreten Schätzperiode dienen unserem DCF-Modell als Basis für die mittel- bis langfristige Stetigkeitsphase. Im Rahmen des DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2014 einen fairen Wert je Aktie von 5,60 € ermittelt. Damit weist die Bewertung ein starkes Aufwärtspotenzial auf. Deshalb vergeben wir das Rating KAUFEN und sehen die HAEMATO AG als attraktives Investment an.

Anhang

§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 andere 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.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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.htm>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)**§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de