



## **Researchstudie (Anno)**

### **HAEMATO AG**



**„Weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum erwartet;  
Strategische Ausrichtung auf Parallelimporte und Generika“**

**Kursziel: 5,60 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

## HAEMATO AG\*5

### Kaufen

**Kursziel: 5,60**

aktueller Kurs: 4,97  
28.4.2014 / ETR / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0006190705  
WKN: 619070  
Börsenkürzel: HAE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 20,779  
Marketcap<sup>3</sup>: 103,27  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 117,31  
<sup>3</sup> 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 20

### Unternehmensprofil

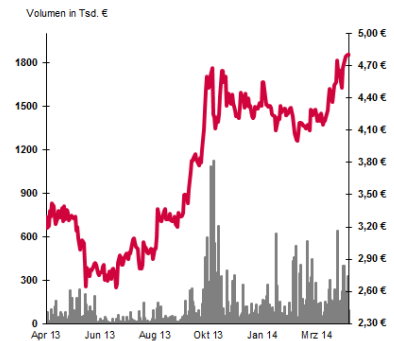
Branche: Pharma  
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 146 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Christian Pahl



Nach der erfolgten Weiterentwicklung der HAEMATO AG (ehemals: Windsor AG) liegt der Fokus der Gesellschaft auf Generika, insbesondere im onkologischen Bereich, sowie auf europäischen Arzneimitteln. Die wichtigste 100%ige Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH ist seit dem Jahr 2005 in diesen Bereichen der Arzneimittelversorgung spezialisiert. Die ehemalige Windsor-Tochtergesellschaft Simgen GmbH, dessen Geschäftsstrategie ebenfalls den Generika- und Parallelimportbereich umfasste, wurde auf die HAEMATO PHARM GmbH verschmolzen. Komplettiert wird der derzeitige Konsolidierungskreis der HAEMATO AG durch die Tochtergesellschaften Sanate GmbH, Pharma Life Group Ltd. (Thailand), Sanago GmbH sowie Castell Pharma B.V. (Niederlande).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	25,04	173,57	225,64	248,20
EBITDA	9,97	11,75	11,83	13,10
EBIT	9,19	9,93	10,33	11,40
Jahresüberschuss	6,84	7,94	7,91	8,76

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,33	0,38	0,38	0,42
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,22	0,28

Kennzahlen				
EV/Umsatz	4,68	0,68	0,52	0,47
EV/EBITDA	11,77	9,98	10,83	9,86
EV/EBIT	12,77	11,81	11,36	10,29
KGV	15,10	13,01	13,06	11,79
KBV		1,77		

### Finanztermine

20.05.2014: 17. MKK  
26.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht  
28.05.2014: Hauptversammlung  
26.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht  
25.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
2.9.2013: RS / 5,60 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Nach der im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Weiterentwicklung der HAEMATO AG (vormals: Windsor AG) deckt die Gesellschaft derzeit die Bereiche **Generika** und **Parallelimporte**, mit dem Schwerpunkt auf den Indikationsgebieten Onkologie, HIV, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma ab. Das ehemalige Stammgeschäft „Immobilienhandel“ und „Immobilienbestandshaltung“ wurde vollständig aufgegeben. Mit dieser Unternehmensstrategie ist die HAEMATO AG in einem sehr wachstumsstarken Marktumfeld tätig, welches besonders stark von den Einsparbemühungen in der Gesundheitsbranche geprägt ist.
- Die operative Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr war von der Weiterentwicklung stark beeinflusst. Während die Werte des Geschäftsjahres 2012 die Entwicklung der Windsor-Tochtergesellschaften Simgen GmbH, Pharmigon GmbH sowie des Immobiliensegments darstellen, repräsentieren die Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2013 nahezu ausschließlich die Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH (konsolidiert ab dem 2ten Quartal 2013). Bereits auf Umsatzebene wird dies deutlich. So erzielte die HAEMATO AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 173,57 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg in Höhe von +593,1 % gleichkommt (VJ: 25,04 Mio. €). Das EBIT verbesserte sich leicht auf 9,93 Mio. € (VJ: 9,19 Mio. €). Hier ist jedoch aufgrund von Konsolidierungseffekten eine nur eingeschränkte Vergleichbarkeit zu den Vorjahreswerten gegeben.
- Auch künftig dürften die operativen Kennzahlen eine ähnliche Ausprägung aufweisen. Gemäß unseren konservativen Umsatzprognosen erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 225,64 Mio. € (GJ 2014e) sowie 248,20 Mio. € (GJ 2015e). Das erwartete EBIT in Höhe von 10,33 Mio. € (GJ 2014e) respektive 11,40 Mio. € (GJ 2015e) geht mit einer entsprechenden EBIT-Marge von jeweils 4,6 % einher.
- Die vergleichsweise geringe EBIT-Marge ist auf unsere Erwartung zurückzuführen, wonach ein intensiverer Wettbewerb mit einer geringeren Rentabilität einhergehen wird. Die positiven Effekte einer Reduktion des Herstellerzwangsrabatts (ab 01.01.2014: 7,0 %, zuvor: 16 %) dürften hierdurch aufgezehrt werden. Mittel- bis langfristig sollte zwar die HAEMATO AG auch von einer stärkeren Internationalisierung profitieren (internationale Umsätze sind nicht Herstellerzwangsrabatten oder von der Pflicht für Rückstellmuster betroffen), für das laufende und kommende Geschäftsjahr gehen wir jedoch von einem unverändert niedrigen EBIT-Margenniveau aus.
- Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 5,60 € (bisher: 5,60 €) ermittelt. Angesichts derzeitiger Kursniveaus von 4,97 € (28.04.2014; 17:36 Uhr) erneuern wir damit das Rating KAUFEN. Erwähnenswert ist darüber hinaus die hohe Ausschüttungsquote der HAEMATO AG. Bei einer geplanten Dividende für das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 in Höhe von 0,30 € je Aktie, kommt dies auf Basis der aktuellen Kursniveaus einer hohen Dividendenrendite in Höhe von 6,0 % gleich.

## INHALTSVERZEICHNIS

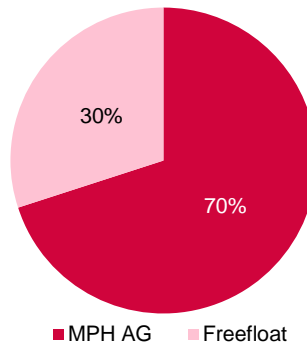
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis .....	4
Geschäftssegment Parallelimporte.....	5
Geschäftssegment Generika.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2013 .....	9
Umsatzentwicklung 2013 .....	9
Ergebnisentwicklung 2013 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen .....	13
SWOT-Analyse .....	14
Prognose und Modellannahmen .....	15
<b>Bewertung.....</b>	<b>17</b>
Modellannahmen .....	17
Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Bewertungsergebnis .....	17
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>18</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

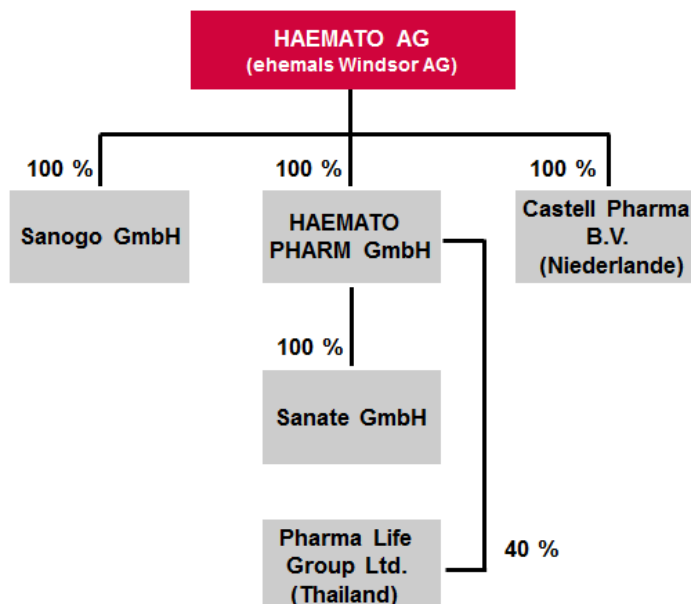
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MPH Mittelständische Pharmaholding AG	70,0
Freefloat	30,0

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; Stand: 31.12.2013



### Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: MPH AG; HAEMATO AG; GBC AG

Nach den im Geschäftsjahr 2013 vorgenommenen Transaktionen und damit strukturellen Veränderungen innerhalb des MPH-Konzernkreises, bildet die HAEMATO AG das Pharma-Segment des MPH-Konzerns ab. Die Gesellschaft ist somit ein Bestandteil eines vornehmlich auf die Bereiche „Pharma“, „Klinik“ und „Healthcare“ ausgerichteten, börsennotierten Konzerns.

Vor der Änderung des MPH-Konsolidierungskreises war die HAEMATO PHARM GmbH (zuvor: HAEMATO PHARM AG) vollständig in der Muttergesellschaft MPH Mittelständische Pharmaholding (kurz: MPH AG) integriert. Im Rahmen der Transaktion wurde zunächst die MPH-Tochter an die börsennotierte ehemalige Windsor AG veräußert, wobei gleichzeitig die MPH AG die Mehrheit (70%) an der Windsor AG erlangt hatte. Nach der anschließenden Umfirmierung der Windsor AG in HAEMATO AG ist diese weiterhin Bestandteil des MPH-Konsolidierungskreises. Folglich umfassen die Geschäftsjahreszahlen der HAEMATO AG bis zum Geschäftsjahr 2012 das ehemalige Immobilien- und Pharmageschäft der Windsor AG, wohingegen ab dem laufenden Geschäftsjahr 2014 lediglich das Pharmageschäft der HAEMATO AG abgebildet wird. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 waren sowohl Umsatzbestandteile der ehemaligen Windsor AG als auch der HAEMATO AG enthalten.

Die HAEMATO-Gruppe deckt die Bereiche **Parallelimporte** und **Generika**, mit dem Schwerpunkt auf den Indikationsgebieten Onkologie, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma ab.

Hauptkunden der Gesellschaft sind die auf die entsprechenden Therapiebereiche spezialisierten Apotheken. Außer der direkten Bestellung können Apotheker die Ware auch über den vollsortierten Großhandel abrufen, der ebenfalls von der HAEMATO PHARM GmbH beliefert wird. Von den derzeit 21.600 Apotheken in Deutschland werden rund 1.600 beliefert.

### ***Geschäftssegment 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 die Parallelimporte für 90 % der in Europa importierten Markenarzneimittel verantwortlich. Die importierten Arzneimittel müssen für den deutschen Markt aufbereitet („umverpackt“) werden.

Um beide Segmente abdecken zu können, besitzt die HAEMATO PHARM GmbH seit 2006 die Herstellerlaubnis nach § 13 AMG und unterliegt damit der deutschen Arzneimittelgesetzgebung sowie den Arzneimittelgesetzen der Europäischen Union. Wichtige Kriterien hierfür sind die Herstellung unter kontrollierten Reinraumbedingungen oder die lückenlose Rückverfolgbarkeit der Produkte durch eine ordnungsgemäße Dokumentation.

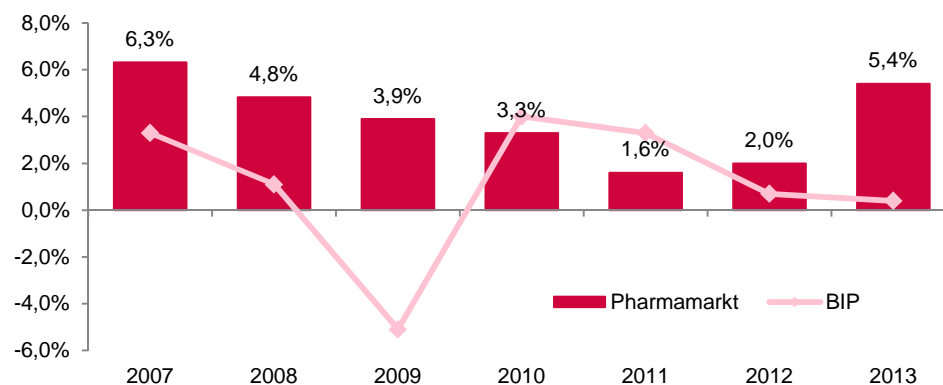
### ***Geschäftssegment Generika***

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. Nach Auslauf des Patentschutzes, welcher in der Regel einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren umfasst, dürfen Generika produziert und vertrieben werden. Der Vorteil von Generika liegt im Kostenfaktor, da diese aufgrund fehlender Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als das Originalpräparat sind.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Mit ihrer auf den Vertrieb von Generika und Parallelimporte ausgerichteten Geschäftsstrategie, ist die HAEMATO AG in einem Marktumfeld tätig, welches von starken Wachstumsraten geprägt ist. Als eine der am stärksten wachsenden Branche profitiert die Pharmaindustrie einerseits vom medizinischen Fortschritt und einem daraus resultierenden stetigen Zuwachs an Arzneimitteln. Zudem sind die demografische Entwicklung und der allgemeine Anstieg der Lebenserwartung ein wichtiger Faktor für die Nachfrage nach Arzneimitteln. Folglich weist der Pharmamarkt in Deutschland in den letzten Jahren stets positive Wachstumsraten (auch während der Finanzkrise) auf, die signifikant oberhalb der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung liegen. Im Jahr 2013 stiegen die Umsätze des Gesamtpharmamarktes um +5,4 % an, wohingegen das BIP-Wachstum lediglich bei +0,4 % lag.

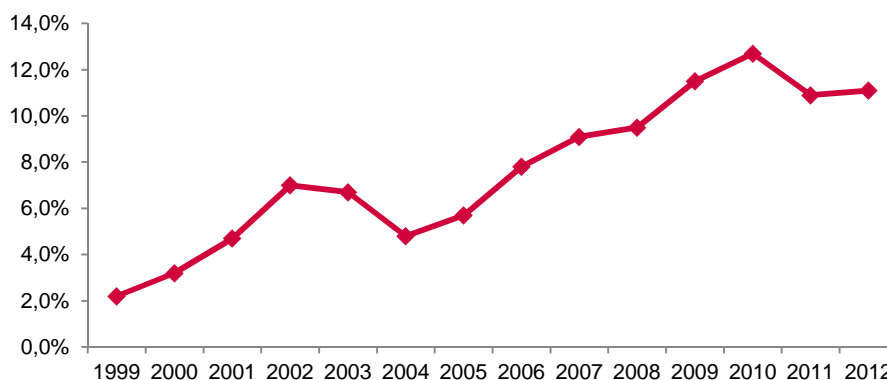
### Pharmamarkt vs. BIP



Quelle: IMS Health; Statista; GBC AG

Jedoch lassen sich innerhalb der dynamischen Pharmabranche auch unterschiedliche Tendenzen erkennen, insbesondere bei den für die HAEMATO AG wichtigen Teilmärkten „Generika“ und „Parallelimporte“. Gemäß zuletzt verfügbaren Daten lässt sich beispielsweise bei den Parallelimporten ein stetiger Zugewinn an Marktanteilen erkennen. Während im Jahr 1999 erst rund 2,2 % der verkauften Arzneimittel Parallelimporte waren, hat sich dieser Wert bis zum Jahr 2012 auf 11,1 % nahezu verfünffacht.

### Anteil der Parallelimporte im Apothekenmarkt (in %)



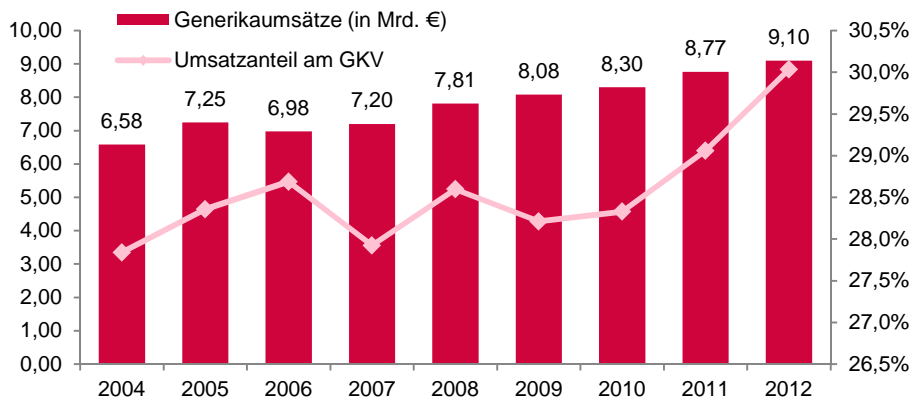
Quelle: IMS DPM, 1999 bis 2011, YTD/6/2012; GBC AG

Dementsprechend partizipiert der Teilbereich Parallelimporte überproportional an der positiven Entwicklung der Pharmabranche. Weiterhin wichtige Treiber sind dabei die

immer noch bestehenden Preisunterschiede in Europa, sowie Wechselkurseffekte. Vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen der gesetzlichen Krankenkassen, wird hier mit einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik gerechnet.

Auch das zweite HAEMATO-Geschäftssegment „Generika“ dürfte von den Einsparbemühungen profitieren und überdurchschnittlich stark wachsen. Diese Tendenz lässt sich anhand der Entwicklung der letzten Jahre überprüfen, worin die wachsende Bedeutung von Generika ersichtlich wird. Bei steigenden Umsätzen nimmt der Generikaanteil am GKV-Markt eine zunehmend höhere Bedeutung ein. Der Umsatzanteil kletterte dementsprechend zwischen 2009 und 2013 von 28,2 % auf 30,0 %. Gemessen an den Tagestherapiedosen (DDD; defined daily dose) tritt die Bedeutung von Generika noch deutlicher hervor. Mit insgesamt 29,3 Milliarden generischen Tagestherapiedosen, deckten Generikaunternehmen im Jahr 2012 rund 73 % des gesamten Arzneimittelbedarfs der GKV (gesetzliche Krankenversicherung) ab.

### Generika im GKV-Markt



Quelle: IMS PharmaScope; Pro Generika, GBC AG

Auch die künftige Entwicklung dürfte ähnliche Tendenzen vorweisen, zumal der Preisabstand zwischen freien Erstanbieterprodukten und Generika noch weiter angewachsen ist. Für ein so genanntes Altoriginal liegt der durchschnittliche Herstellerabgabepreis bei 34,45 €/Packung. Der Preis für generische Alternativen lag hingegen lediglich bei 9,57 €/Packung.

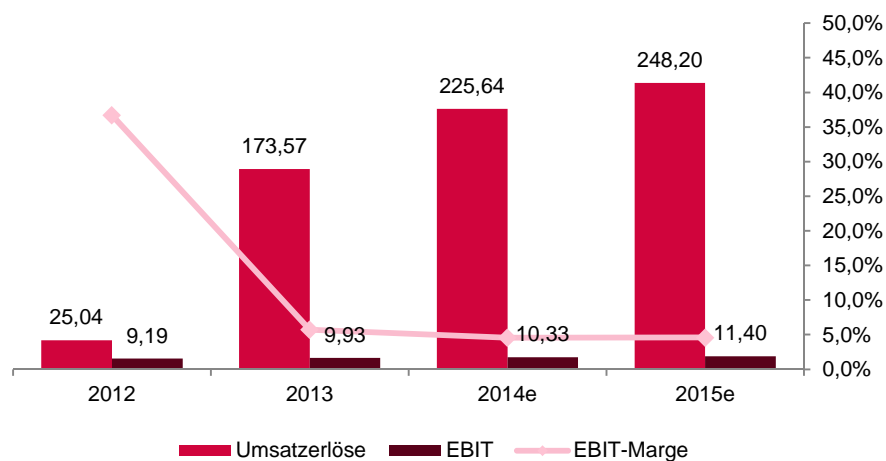


## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	25,04	173,57	225,64	248,20
Bestandsveränderungen	1,41	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	8,15	8,40	2,20	1,80
Materialaufwand	-19,33	-161,85	-207,81	-228,10
<b>Rohertrag</b>	<b>15,27</b>	<b>20,12</b>	<b>20,03</b>	<b>21,90</b>
Personalaufwand	-0,82	-3,54	-3,70	-4,00
Abschreibungen	-0,78	-1,81	-1,50	-1,70
sonstige betrl. Aufwendungen	-4,48	-4,84	-4,50	-4,80
<b>EBIT</b>	<b>9,19</b>	<b>9,93</b>	<b>10,33</b>	<b>11,40</b>
Zinserträge	0,26	0,44	0,42	0,40
Zinsaufwendungen	-0,75	-1,37	-1,45	-1,50
<b>EBT</b>	<b>8,70</b>	<b>9,01</b>	<b>9,30</b>	<b>10,30</b>
Steuern von Einkommen und Ertrag	-1,28	-0,61	-1,40	-1,55
sonstige Steuern	0,00	-0,02	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss vor Minderheiten</b>	<b>7,41</b>	<b>8,38</b>	<b>7,91</b>	<b>8,76</b>
Minderheitenanteile	-0,58	-0,44	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss nach Minderheiten</b>	<b>6,84</b>	<b>7,94</b>	<b>7,91</b>	<b>8,76</b>
EBITDA	9,97	11,75	11,83	13,10
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>39,8%</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,3%</i>
EBIT	9,19	9,93	10,33	11,40
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>36,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,6%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,49	0,38	0,38	0,42
Dividende je Aktie in €	0,25	0,30	0,30	0,34
Aktienzahl in Mio. Stück	13,85	20,78	20,78	20,78

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



## Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	25,04	593,1%	173,57
EBITDA	9,97	17,8%	11,75
EBITDA-Marge	39,8%	-33,0 Pp.	6,8%
EBIT	9,19	8,1%	9,93
EBIT-Marge	36,7%	-31,0 Pp.	5,7%
Jahresüberschuss	6,84	16,1%	7,94
EPS in €	0,49	-22,6%	0,38

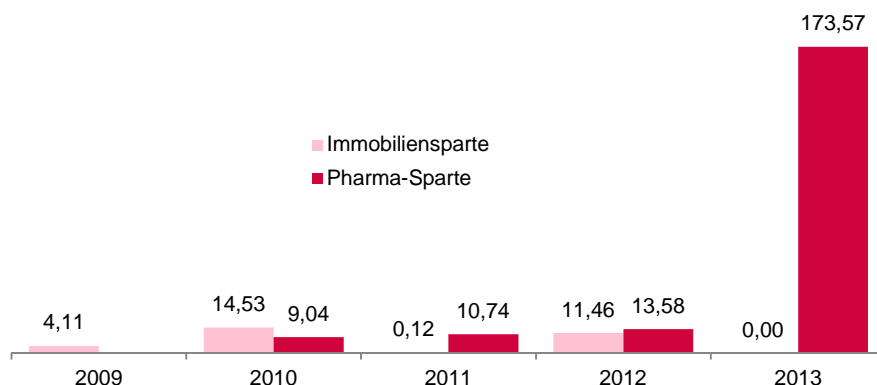
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2013

Vor dem Hintergrund der beschriebenen erheblichen Veränderungen des Konsolidierungskreises und damit zusammenhängend des Geschäftsmodells der HAEMATO AG (ehemals Windsor AG), ist ein historischer Vergleich der operativen Entwicklung nur bedingt aussagekräftig. Bereits auf Umsatzebene wird dies deutlich. So erzielte der HAEMATO-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 173,57 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg in Höhe von +593,1 % gleichkommt (VJ: 25,04 Mio. €).

Während die Werte des Geschäftsjahres 2012 die Entwicklung der Windsor-Tochtergesellschaften Simgen GmbH, Pharmigon GmbH sowie des Immobiliensegments darstellen, repräsentieren die Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2013 nahezu ausschließlich die Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH (Konsolidiert ab dem 2ten Quartal 2013). Durch die im Geschäftsjahr 2013 erfolgte Ausgliederung des Immobilienbereiches (originärer Schwerpunkt der ehemaligen Windsor AG) umfasst die jetzige Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG nur noch den umsatzstärkeren Pharma-Bereich:

## Umsatzerlöse (in Mio. €)

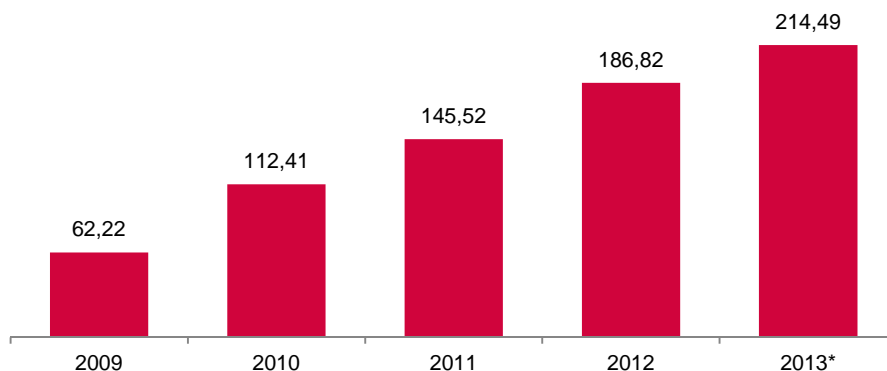


Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Eine hohe Aussagekraft hinsichtlich der Geschäftsentwicklung lässt sich nur auf Ebene der Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH realisieren. Die Basis des historischen Umsatzvergleiches bilden dabei die Umsatzerlöse der Konzernobergesellschaft MPH AG, welche in den letzten Geschäftsjahren nahezu ausschließlich die Umsätze der HEMATO PHARM GmbH repräsentiert haben. Gemäß unseren Berechnungen belaufen sich die HAEMATO-Umsätze im Gesamtjahr 2013 auf 214,49 Mio. € und liegen damit um 14,5 % oberhalb des Vorjahreswertes (GJ 2012: 186,82 Mio. €). Die positive Umsatzentwicklung wird hauptsächlich durch eine Ausweitung der Lizenzen und Patente bei Generika und Parallelimporten sowie durch einen marktbedingt intensiveren Handel mit

Parallelimporten und Generika getragen. Seit dem Geschäftsjahr 2009 konnte das Pharmaunternehmen im Durchschnitt mit einem CAGR in Höhe von 36,3 % deutlich stärker als der Markt wachsen. Die Diskrepanz der für das Geschäftsjahr 2013 errechneten HAEMATO-Umsätzen (214,49 Mio. €) zu den von der Gesellschaft kommunizierten Umsätzen in Höhe von 173,57 Mio. € erklärt sich durch den Umstand, dass die publizierten Umsatzerlöse aufgrund der Umstrukturierung lediglich drei Quartale der HAEMATO PHARM GmbH (Q2 - Q4 2013) beinhalten.

#### Umsätze der HAEMATO PHARM GmbH im Geschäftsjahr 2013 (in Mio. €)

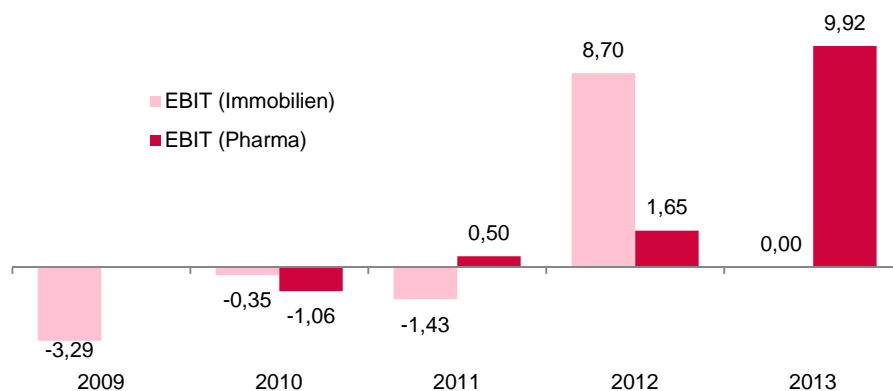


Quelle: HAEMATO AG; MPH AG; GBC AG \*HAEMATO-Umsätze lt. GBC-Berechnung auf Gesamtjahresbasis 2013

#### Ergebnisentwicklung 2013

Auch die Analyse der Ergebnisentwicklung muss vor dem Hintergrund der Konsolidierungskreisänderung vorgenommen werden. Während das EBIT des Geschäftsjahres 2012 durch die Veräußerungen im ehemaligen Immobilienbereich beeinflusst war, findet sich im Ergebnis des Geschäftsjahres 2013 lediglich das Pharmasegment wieder. Besonders sichtbar wird dies anhand des EBIT-Margenniveaus, welches sich von 36,7 % (GJ 2012) deutlich auf 5,7 % (GJ 2013) verändert hat und das veränderte Geschäftsmodell widerspiegelt. Auch künftig dürfte die EBIT-Marge auf vergleichbarem Niveau ausfallen.

#### Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



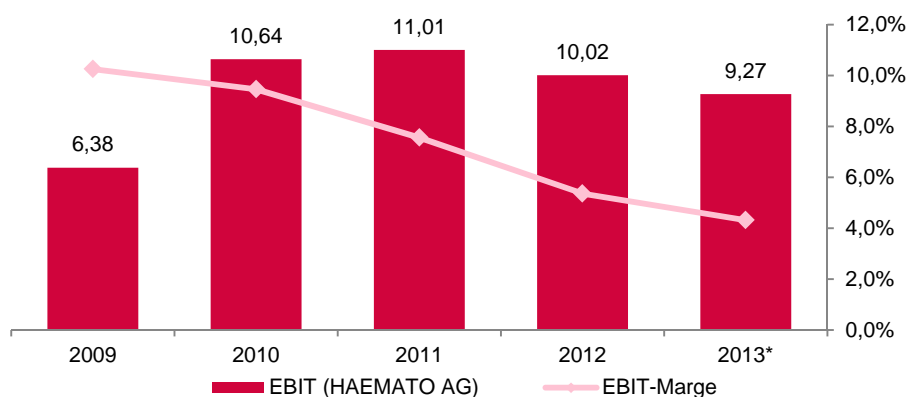
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Bei der Analyse der Ergebnisentwicklung ist das hohe Niveau der sonstigen betrieblichen Erträge erwähnenswert, welche das Ergebnis positiv beeinflusst haben. Durch die im Rahmen der Neuausrichtung vorgenommene Veräußerung von Tochtergesellschaften aus dem Pharma-Segment erzielte die HAEMATO AG sonstige betriebliche Erträge

in Höhe von 2,64 Mio. € (GJ 2012: 6,78 Mio. €). Zudem erzielte die HAEMATO AG aus der Höherbewertung von Finanzinstrumenten sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 2,17 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €).

Eine höhere Aussagekraft der EBIT-Entwicklung wird, analog zur Umsatzanalyse, durch die Isolation der operativen Konzerntochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH erreicht. Bei den historischen Werten beziehen wir uns auf die Ergebnisentwicklung der Konzernobergesellschaft MPH AG, welche in den letzten Geschäftsjahren nahezu vollständig durch die HAEMATO PHARM GmbH repräsentiert wird. Gleichzeitig haben wir für das Geschäftsjahr 2013 eine Bereinigung der positiven Sondereffekte vorgenommen:

#### Bereinigte EBIT-Entwicklung der HAEMATO PHARM GmbH im GJ 2013 (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; MPH AG; GBC AG \*HAEMATO-EBIT lt. GBC-Berechnung auf Gesamtjahresbasis 2013 (bereinigt um positiven Ergebnisbeitrag aus der Veräußerung von Tochtergesellschaften sowie aus der Höherbewertung von Finanzanlagen)

Die Tendenz einer rückläufigen EBIT-Marge dürfte sich bei der HAEMATO PHARM GmbH gemäß unseren Berechnungen auch im Geschäftsjahr 2013 fortgesetzt haben. Das nun erreichte, bereinigte Niveau (lt. GBC-Berechnung: 4,3 %) entspricht gegenüber dem Vorjahr einer Reduktion (GJ 2012: 5,4 %). Gemäß Unternehmensangaben wurde das starke Umsatzwachstum im Generika- und Parallelimportbereich teilweise zu schlechteren Konditionen realisiert. Zudem hätte sich ein zunehmender Wettbewerb bei Parallelimporten ebenfalls auf die Rentabilität negativ ausgewirkt, was in Summe den beschriebenen Margenrückgang zur Folge hatte.

Mit den vorliegenden Geschäftszahlen 2013 hat die HAEMATO AG unsere Umsatzprognosen und Erwartungen hinsichtlich des Periodenergebnisses einerseits übertroffen. Die Margenschwäche beim operativen Ergebnis ist jedoch etwas stärker ausgefallen, als von uns erwartet. Auf Nachsteuerenebene konnten unsere Prognosen wiederum übertroffen werden.

in Mio. €	GJ 2013 (as reported)	GBC-Prognosen 2013	Δ zu GBC-Prognosen
Umsatzerlöse	173,57	167,00	+3,9%
EBITDA	11,75	12,30	-4,5%
EBIT	9,93	11,00	-9,7%
Periodenergebnis	7,94	7,42	+7,0%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

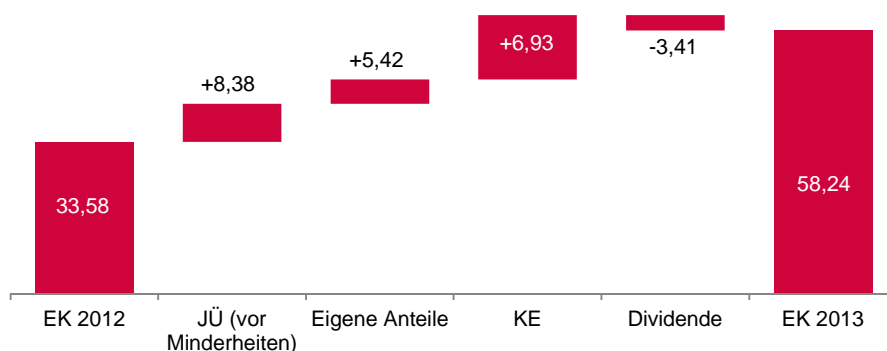
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Eigenkapital	28,65	33,58	58,24
EK-Quote	71,4%	79,0%	58,9%
Operatives Anlagevermögen	5,25	9,14	43,04
Working Capital	2,89	1,93	29,24
Net Debt	-20,51	-22,50	14,04

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das Bilanzbild der HAEMATO AG weist angesichts der strategischen Neuausrichtung erhebliche Veränderungen auf. Auffällig ist hierbei zunächst der signifikante Anstieg des Eigenkapitals auf 58,24 Mio. € (31.12.12: 32,81 Mio. €). Einen wesentlichen Beitrag hierzu steuerte die im April 2013 durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 6,93 Mio. Aktien bei, welche vollständig von der Konzernobergesellschaft MPH AG gezeichnet wurde. Darüber hinaus verbesserte sich das Eigenkapital durch die über Buchwert vorgenommene, nicht ergebniswirksame Veräußerung der ehemaligen Windsor-Gesellschaften (Immobilienbereich + Pharmigon GmbH) in Höhe von 5,42 Mio. €:

### Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Trotz der daraus resultierenden Ausweitung des Eigenkapitals minderte sich die EK-Quote auf 58,9 % (31.12.12: 79,0 %). Dies ist als eine Folge der Bilanzverlängerung auf 98,86 Mio. € (31.12.12: 42,49 Mio. €) zu verstehen. Aktivseitig wird der starke Anstieg der Bilanzsumme hauptsächlich durch das kurzfristige Vermögen mit Working Capital-Charakter getragen. Infolge des nun veränderten Geschäftsmodells mit dem Schwerpunkt auf Arzneimittelhandel legten beispielsweise die Vorräte auf 30,79 Mio. € (31.12.12: 1,97 Mio. €) zu. Diese stehen im Zusammenhang mit den bevorrateten Arzneimitteln, wodurch eine schnelle und der Nachfrage entsprechende Auslieferung gewährleistet wird. Folglich weist die HAEMATO-Bilanz einen deutlichen Anstieg des Working Capitals auf 29,24 Mio. € (31.12.12.: 1,93 Mio. €) aus.

Ebenfalls zur Ausweitung der Bilanzsumme hat das Anlagevermögen, hier vordergründig der Goodwill, beigetragen. Der Goodwill-Anstieg auf 34,58 Mio. € (31.12.12: 2,85 Mio. €) gibt den Zugang des identifizierbaren Nettovermögens (abzüglich Verbindlichkeiten) der Tochtergesellschaft HAEMATO GmbH wieder.

Neben der Eigenkapitalausweitung verzeichnete die HAEMATO AG passivseitig einen Anstieg der Bankkredite auf 23,12 Mio. € (31.12.12: 0,00 Mio. €). Allgemein wird daraus die Unternehmensstrategie sichtbar, wonach der erhöhte Kapitaleinsatz (Working Capital + Anlagevermögen) zum Teil auch über Bankfinanzierungen finanziert wird.

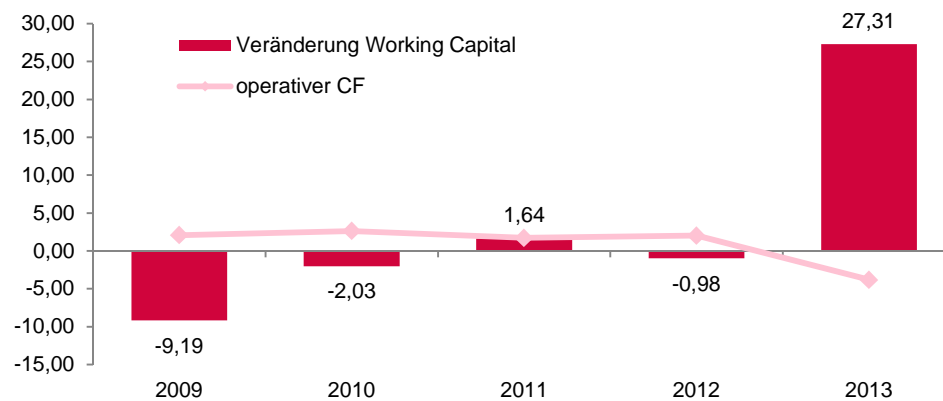
### Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Operativer Cashflow	1,71	2,02	-3,82
Investitions-Cashflow	-0,40	8,78	3,57
Finanzierungs-Cashflow	-3,98	-2,05	2,07
Veränderung Working Capital ggü. VJ	+1,64	-0,98	+27,31

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Hauptsächlich infolge des vorgenannten, aus der Strategieänderung resultierenden Anstieges des Working Capitals, reduzierte sich der operative Cashflow auf -3,82 Mio. € (VJ: 2,02 Mio. €). Darüber hinaus profitierte zwar das HAEMATO-Ergebnis von bewertungsrelevanten Sondereffekten (Fair-Value-Anpassungen von Finanzinstrumenten, Buchwertgewinn aus dem Verkauf von Tochtergesellschaften), diese lösten jedoch keinen Liquiditätszugang aus.

### Operativer Cashflow vs. Veränderung des Working Capitals (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Künftig wird das Geschäftsmodell der HAEMATO AG mit einem im Vergleich zur bisherigen Unternehmensstrategie höheren Working Capital-Bedarf einhergehen, die negative Größenordnung beim operativen Cashflow ist jedoch der Weiterentwicklung geschuldet.

Auch der Investitions-Cashflow war von Sondereffekten beeinflusst. Durch die Veräußerung von Tochtergesellschaften generierte die HAEMATO AG einen positiven Investitions-Cashflow in Höhe von 3,57 Mio. € (VJ: 8,78 Mio. €). Gemäß dem HAEMATO-Geschäftsmodell findet der überwiegende Teil der Kapitalbindung auf Ebene des Working Capitals und nur im geringen Maße im Bereich des Anlagevermögens statt. Investitionen in das Anlagevermögen dürften vorwiegend bei Kapazitätsanpassungen (Lagermöglichkeiten, Reinnräume etc.) vorgenommen werden. Gemäß Unternehmensangaben kann mit den aktuell zur Verfügung stehenden Kapazitäten ein Umsatzvolumen von bis zu ca. 300 Mio. € erreicht werden und folglich sollten sich die Investitionen in den kommenden Geschäftsjahren auf niedrigem Niveau einpendeln.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als Anbieter von Generika und Parallelimporten ist die Gesellschaft in einem sehr dynamischen Marktumfeld tätig.</li> <li>• Die HAEMATO AG war in den letzten Geschäftsjahren in der Lage, überdurchschnittlich stark vom Marktumfeld zu profitieren.</li> <li>• Mit einer Eigenkapitalquote von 58,9 % weist die HAEMATO AG eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf.</li> <li>• Mit den aktuellen Kapazitäten ist die HAEMATO AG in der Lage ein Umsatzniveau von ca. 300 Mio. € ohne große Investitionen zu realisieren.</li> <li>• Als Anbieter von Generika deckt die Gesellschaft auch einen wertschöpfungsintensiveren Bereich ab.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die HAEMATO AG ist in einem stark regulierten Marktumfeld tätig.</li> <li>• Das margenstarke Generika-Geschäft nimmt eine vergleichsweise untergeordnete Rolle ein.</li> <li>• Herstellerzwangsrabatte und ein intensiverer Wettbewerb haben in den letzten Geschäftsjahren zu einem Rückgang der Ergebnismargen bei der Tochter HAEMATO PHARM GmbH geführt.</li> <li>• Es werden größtenteils nur Apotheken mit einer Spezialisierung auf Onkologie und HIV beliefert.</li> <li>• Durch die hohe Ausschüttungsquote findet kaum eine Gewinnthesaurierung statt.</li> <li>• Der Anteil des Goodwills an der Bilanzsumme ist mit 35,0 % vergleichsweise hoch.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine stärkere Konzentration auf das internationale Geschäft könnte höhere Ergebnisbeiträge (kein Herstellerzwangsrabatt im Ausland) ermöglichen.</li> <li>• Die Einsparbemühungen der Krankenkassen lassen eine weiterhin hohe Dynamik bei Generika und Parallelimporten erwarten.</li> <li>• Vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsatzniveaus ist die Realisierung von Skaleneffekten möglich.</li> <li>• Die HAEMATO AG hat Zugang zu mehreren Liefermöglichkeiten. Folglich kann die Gesellschaft auf Preisänderungen flexibel reagieren.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine Verschärfung der regulatorischen Vorgaben könnte einen weiteren Margenschwund nach sich ziehen.</li> <li>• Der Einstieg neuer Wettbewerber ist aufgrund der geringen Markteintrittsbarrieren wahrscheinlich.</li> <li>• Eine Homogenisierung der Preisniveaus bei Arzneimitteln in Europa würde sich auf die operative Entwicklung der HAEMATO AG negativ auswirken.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	173,57	225,64	248,20
EBITDA	11,75	11,83	13,10
EBITDA-Marge	6,8%	5,2%	5,3%
EBIT	9,93	10,33	11,40
EBIT-Marge	5,7%	4,6%	4,6%
Jahresüberschuss	7,94	7,91	8,76
EPS in €	0,38	0,38	0,42

Quelle: GBC AG

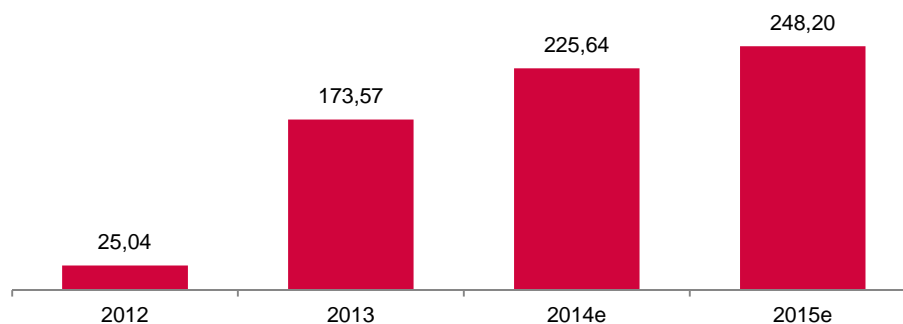
Das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 liefert für unsere Prognosen der künftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung aufgrund unterschiedlicher Sondereffekte eine nur unzureichende Basis. So wurde beispielsweise die umsatzstarke Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH erst im zweiten Quartal 2013 vollkonsolidiert und war somit nicht ganzjährig an der Umsatz- und Ergebnisentwicklung der HAEMATO-Gruppe beteiligt.

Diesem Umstand Rechnung tragend, haben wir auf Basis eigener Berechnungen die ganzjährigen Umsatzerlöse der HAEMATO PHARM GmbH isoliert, um eine aussagekräftige Grundlage für unsere Umsatzprognosen zu schaffen. Unseren Erkenntnissen zufolge dürfte die Pharma-Tochter im Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 214,49 Mio. € erzielt haben. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg kommt dies einem durchschnittlichen Wachstum in Höhe von 36,3 % gleich, wobei die Wachstumsdynamik aufgrund des Basiseffekts in den letzten Jahren nachgelassen hat.

Auf der von uns errechneten Grundlage gehen wir für das laufende Geschäftsjahr 2014 von einem Umsatzwachstum in Höhe von 5,2 % auf 225,64 Mio. € aus. Dies ist als eine sehr konservative Annahme zu betrachten, welche wir vor dem Hintergrund des Konsolidierungseffektes bei der Berechnung der Ganzjahresumsätze der HAEMATO PHARM AG treffen. Gegenüber den berichteten 2013er Umsätzen der HAEMATO-Gruppe in Höhe von Höhe von 173,57 Mio. €, bedeutet diese Prognose ein erwartetes Umsatzwachstum in Höhe von 30,0 %.

Für das kommende Geschäftsjahr 2015 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % auf 248,20 Mio. €. Auch diese Annahme ist angesichts der hohen Spezialisierung der Gesellschaft vor dem Hintergrund eines stark wachsenden Marktumfelds als konservativ zu betrachten. Wichtige Treiber dürften unverändert die hohen Einsparbemühungen im Gesundheitssystem sein, wofür die Nutzung von Generika und Parallelimporten als wesentlicher Faktor zu betrachten sind.

### Erwartete Umsatzerlöse (in Mio. €)



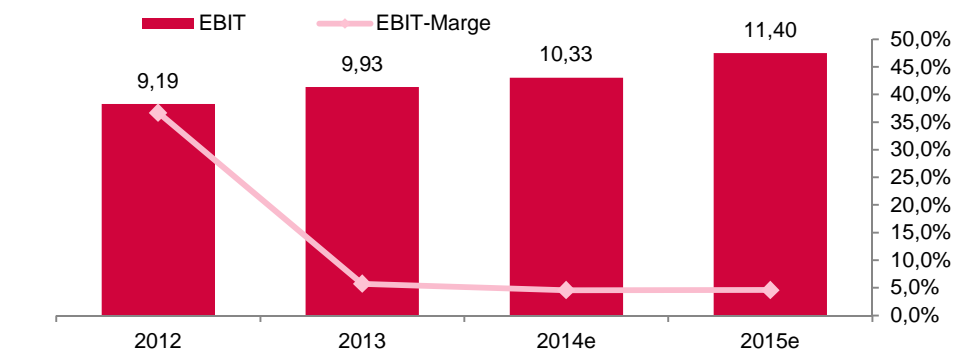
Quelle: GBC AG



Der gleichen Systematik haben wir uns bei der Berechnung der ganzjährigen Ergebnisentwicklung der HAEMATO PHARM GmbH bedient. Darüber hinaus haben wir eine Bereinigung von Sondereffekten vorgenommen, die im Geschäftsjahr 2013 im Zusammenhang mit der Veräußerung von Tochtergesellschaften sowie mit Fair Value-Anpassungen von Finanzinstrumenten entstanden sind. Das insofern bereinigte EBIT der HAEMATO PHARM GmbH haben wir auf 9,27 Mio. € ermittelt, was einer EBIT-Marge in Höhe von 4,3 % gleichkommt.

Die künftige Rentabilitätsentwicklung der HAEMATO-Gruppe dürfte zwar zunächst von einer „Normalisierung“ des Herstellerzwangsrabattes profitieren (ab 01.04.2014: 7,0 %, Jahr 2013: 16 %), auf der Gegenseite steht jedoch aufgrund steigender Einkaufspreise noch ein konkurrenzbedingter Margendruck im Bereich der Parallelimporte. Diese aus der Verschärfung des Wettbewerbs resultierende Situation hat sich bereits in den vergangenen Geschäftsjahren in einer sukzessiven Minderung der EBIT-Marge bemerkbar gemacht. Mittel- bis langfristig sollte zwar die HAEMATO AG auch von einer stärkeren Internationalisierung profitieren (internationale Umsätze sind nicht von Herstellerzwangs-rabatten oder von der Pflicht für Rückstellmuster betroffen), für das laufende und kommende Geschäftsjahr gehen wir jedoch von einem unverändert niedrigen EBIT-Margenniveau aus. Bei einer erwarteten EBIT-Marge in Höhe von jeweils 4,6 % rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 10,33 Mio. € (GJ 2014e) sowie 11,40 Mio. € (GJ 2015e):

**Erwartetes EBIT (in Mio. €) und erwartete EBIT-Marge (in %)**



Quelle: GBC AG

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 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 6,4 % 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 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.

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 8,91 %) (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 % (bisher: 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 € (bisher: 5,60 €).**

## 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	6,4%	ewige EBITA - Marge	5,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	12,1%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	225,64	248,20	260,61	273,64	287,32	301,69	316,77	332,61	
US Veränderung	30,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,37	6,05	6,68	6,68	6,68	6,68	6,68	6,68	
EBITDA	11,83	13,10	16,68	17,51	18,39	19,31	20,27	21,29	
EBITDA-Marge	5,2%	5,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
EBITA	10,33	11,40	14,98	15,89	16,69	17,52	18,40	19,32	
EBITA-Marge	4,6%	4,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Steuern auf EBITA	-1,55	-1,71	-4,46	-4,74	-4,97	-5,22	-5,48	-5,76	
zu EBITA	15,0%	15,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	8,78	9,69	10,51	11,16	11,72	12,30	12,92	13,56	
Kapitalrendite	12,1%	12,9%	14,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,5%
Working Capital (WC)	33,00	33,80	31,51	33,08	34,74	36,47	38,30	40,21	
WC zu Umsatz	14,6%	13,6%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	
Investitionen in WC	-3,76	-0,80	2,29	-1,58	-1,65	-1,74	-1,82	-1,91	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	41,00	39,00	40,95	43,00	45,15	47,40	49,77	
AFA auf OAV	-1,50	-1,70	-1,70	-1,62	-1,70	-1,78	-1,87	-1,97	
AFA zu OAV	3,6%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,70	0,30	-3,57	-3,75	-3,93	-4,13	-4,34	
Investiertes Kapital	75,00	74,80	70,51	74,03	77,73	81,62	85,70	89,99	
EBITDA	11,83	13,10	16,68	17,51	18,39	19,31	20,27	21,29	
Steuern auf EBITA	-1,55	-1,71	-4,46	-4,74	-4,97	-5,22	-5,48	-5,76	
Investitionen gesamt	-4,22	-1,50	2,59	-5,14	-5,40	-5,67	-5,95	-6,25	
Investitionen in OAV	-0,46	-0,70	0,30	-3,57	-3,75	-3,93	-4,13	-4,34	
Investitionen in WC	-3,76	-0,80	2,29	-1,58	-1,65	-1,74	-1,82	-1,91	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,06	9,89	14,81	7,63	8,01	8,41	8,84	9,28	162,94

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	131,54	134,70
Barwert expliziter FCFs	47,52	42,35
Barwert des Continuing Value	84,01	92,35
Nettoschulden (Net debt)	15,24	12,77
Wert des Eigenkapitals	116,29	121,92
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	116,29	121,92
Ausstehende Aktien in Mio.	20,78	20,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>5,60</b>	5,87

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,6%	9,9%	10,2%	10,5%
14,5%	5,79	5,52	5,27	5,05	4,85
15,0%	5,97	5,69	5,44	5,20	4,99
15,5%	6,15	5,86	<b>5,60</b>	5,36	5,14
16,0%	6,34	6,03	5,76	5,51	5,28
16,5%	6,52	6,20	5,92	5,66	5,42

## 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. Aktiensplits, 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 Interessenskonflikte 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](mailto: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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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