



Researchstudie (Anno)

HAEMATO AG

HAEMATO AG

**Konzentration auf margenstärkere Produktbereiche umgesetzt;
Starke Margensteigerung im Q1 2021 erreicht;
Produkteinführungen sollten die Rentabilität weiter verbessern**

Kursziel: 52,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 14.06.2021 (08:14 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 14.06.2021 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

HAEMATO AG*4,5a,6a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 52,50 €
(bisher: 51,30 €)

aktueller Kurs: 27,70
11.06.21 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1
WKN: A289VV
Börsenkürzel: HAEK
Aktienanzahl³: 5,23
Marketcap³: 144,84
EnterpriseValue³: 143,99
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 24,2 %

Transparenzlevel:
Open Market
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Pharma
Fokus: Spezialpharmazeutika, Parallelimporte,
Eigenmarken-Produkte
Mitarbeiter: 151 (31.12.2000)
Gründung: 1993
Firmensitz: Berlin
Vorstand: Patrick Brenske



Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes Speciality Pharma-Unternehmen. Die Geschäftsaktivitäten konzentrieren sich auf Wachstumsmärkte patentfreier und patentgeschützter Arzneimittel. Schwerpunkte bilden die Therapiebereiche Onkologie, HIV/AIDS, Neurologie, Herz-Kreislauf- und andere chronische Erkrankungen. Im schnell wachsenden Markt der ästhetischen Medizin fokussiert sich die HAEMATO AG auf den größten Markt für Privatzahler. Der Bedarf an preiswerten Medikamenten, die in höchster Qualität geliefert werden und jederzeit dem Anspruch an eine zuverlässige und umfassende medizinische Versorgung gerecht werden, wird mit zunehmender Lebenserwartung der Bevölkerung in den kommenden Jahren weiter steigen. Mit dem Produktportfolio von patentfreien und patentgeschützten Medikamenten wird die Optimierung einer effizienten Arzneimittelversorgung und dadurch die Kostensenkung für Krankenkassen und somit auch für Patienten angestrebt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	238,33	315,82	330,00	394,00
EBITDA	3,31	24,52	15,78	18,96
EBIT	1,63	22,82	13,90	17,11
Jahresüberschuss	-4,83	15,69	9,11	11,66

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-1,02	3,00	1,74	2,23
Dividende je Aktie	1,00	2,20	1,20	1,60

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,60	0,46	0,44	0,37
EV/EBITDA	43,44	5,87	9,13	7,60
EV/EBIT	88,51	6,31	10,36	8,42
KGV	-29,98	9,23	15,90	12,42
KBV	1,15			

Finanztermine

13.07.2021: Hauptversammlung
31.08.2021: Halbjahresbericht 2021
30.11.2021: Q3-Zahlen 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
23.04.2021: RS / 51,30 / KAUFEN
03.09.2020: RS / 49,00 / KAUFEN
22.06.2020: RS / 5,00 / KAUFEN
04.09.2019: RS / 6,00 / KAUFEN
28.05.2019: RS / 6,15 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hat sich das Bild der HAEMATO AG deutlich verändert. Nachdem die Gesellschaft seit Juli 2020 Teil des M1-Konzerns geworden ist, wurde im Dezember 2020 die M1 Aesthetics GmbH erworben. Die M1-Tochtergesellschaft ist auf den Einkauf und die Logistik von Arzneimitteln und Produkten aus dem Schönheitsbereich spezialisiert. Kurz- bis mittelfristig ist es geplant, das Produktportfolio um Eigenmarken, insbesondere im Bereich der medizinischen Kosmetik, Spezialpflege oder Nahrungsergänzungsmittel auszuweiten. Die Logik hinter diesem Erwerb ist die Verbindung aus der Handelskompetenz der HAEMATO AG mit der Produktkompetenz der M1 Aesthetics GmbH.
- Neben dem weiterhin wichtigen angestammten Bereich Parallelimporte, in dem eine Bereinigung der margenschwachen Produkte stattgefunden hatte, wird die HAEMATO AG weitere interessante Produktbereiche adressieren. Nachdem der behördliche Audit für den Handel mit margenstarken Betäubungsmitteln erfolgreich bestanden wurde, plant die Gesellschaft zeitnah ein Lieferantennetzwerk zu etablieren. In diesem Bereich übersteigt die Nachfrage deutlich das vorhandene Angebot. Darüber hinaus soll der Schwerpunkt verstärkt auf den höherpreisigen Spezialpharmazeutika und den Bereich der so genannten Biosimilars gelegt werden. Beide Produktgattungen weisen deutlich höhere Margen als Parallelimporte auf. Opportunistisch sollen auch kurzfristige Trends bedient werden. So hatte die Gesellschaft im März 2021 die Sonderzulassung für den Vertrieb eines Corona-Laientests erhalten.
- Die stärkere Konzentration auf margenstarke Produktbereiche findet sich bereits in den operativen Kennzahlen des ersten Quartals 2021 wieder. Nachdem im Geschäftsjahr 2020 ein Umsatzwachstum in Höhe von +20,5 % auf 238,33 Mio. € (VJ: 197,84 Mio. €) und ein EBIT-Anstieg auf 1,63 Mio. € (VJ: -0,02 Mio. €) erwirtschaftet wurde, konnte im ersten Quartal 2021 eine besonders überproportionale Ergebnisentwicklung ausgewiesen werden. Bei einem Umsatzzuwachs in Höhe von +21,9 % auf 73,9 Mio. € (VJ: 60,6 Mio. €) verbesserte sich das EBIT auf 2,43 Mio. € (VJ: 0,54 Mio. €) und lag damit sogar bereits spürbar oberhalb des Wertes des Gesamtjahres 2020. Hier sind die Effekte aus dem Vertrieb des Covid-19-Laientests noch nicht enthalten, denn der Bereich „Diagnostika“ hatte erst ab April nennenswerte Erlöse beigesteuert.
- Gemäß Unternehmens-Guidance wird für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 260 bis 290 Mio. € und mit einer Verbesserung des EBIT auf 7 bis 9 Mio. € gerechnet. Zusätzlich dazu soll mit dem Vertrieb der Corona-Laientests ein Umsatzvolumen von mindestens 25 bis 30 Mio. € erzielt werden. In Summe rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 315,82 Mio. €. Der von uns konservativ angenommene Wegfall der Corona-Test-Umsätze sollte in den kommenden Geschäftsjahren durch die neuen Produktbereiche überkompensiert werden. Im „eingependelten“ Zustand sollte die HAEMATO AG dann insgesamt eine Verbesserung der Ergebnismargen vorweisen können. Wir unterstellen eine EBIT-Marge von mindestens 4,2 %.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 52,50 € (bisher: 51,30 €) ermittelt. Da wir gegenüber unserer letzten Researchstudie keine Prognoseänderung vorgenommen haben, ist die Kurszielsteigerung ausschließlich auf den Roll-Over-Effekt zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

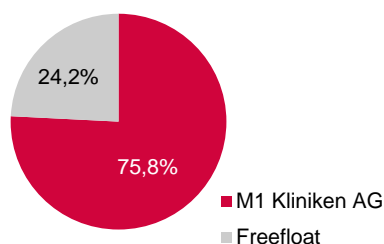
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG	4
Markt und Marktumfeld	6
Marktumfeld Parallelimporte	6
Marktumfeld Spezialpharmazeutika	7
Marktumfeld Ästhetische Medizin	7
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2021	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Prognose und Bewertung	12
Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

M1 Kliniken AG	75,8%
Streubesitz	24,2%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG

Nachdem die HAEMATO AG seit Juli 2020 Teil des M1-Konzerns ist, hat die Gesellschaft im Dezember 2020 die M1 Aesthetics GmbH, eine M1-Tochtergesellschaft, die auf den Einkauf und die Logistik von Arzneimitteln und Produkten aus dem Schönheitsbereich spezialisiert ist, erworben. Der Erwerb erfolgte im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung durch die Ausgabe von 2,47 Mio. neuen Aktien zu 23,55 € je Aktie. Demgemäß umfasst die Geschäftstätigkeit der HAEMATO AG den originären Parallelimport und den Vertrieb von preisgünstigen Arzneimitteln sowie die Entwicklung und den Vertrieb von Produkten für die ästhetische Chirurgie und kosmetische Dermatologie.

Der Produktbereich **Parallelimporte** ist für den HAEMATO-Konzern nach wie vor von hoher Bedeutung, denn hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei die Importe 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 sowohl den Bereich der Parallelimporte als auch den Generikabereich 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 sowie die lückenlose Rückverfolgbarkeit der Produkte durch eine ordnungsgemäße Dokumentation. Das Arzneimittelportfolio der HAEMATO AG umfasst in diesem Bereich derzeit über 1.150 Zulassungen.

Anfang 2021 hat die Gesellschaft das behördliche Audit für den Handel mit den margenstarken **Betäubungsmitteln** erfolgreich bestanden, so dass künftig auch dieser wachstumsstarke Bereich adressiert werden kann. Im vergangenen Geschäftsjahr ist bereits die Abnahme des BtM-Lagers durch die Behörden erfolgt. Seit 2019 liegt die notwendige Erlaubnis für den Import und den Handel von Betäubungsmitteln vor. Gemäß Unternehmensangaben liegt in diesem Bereich eine hohe Nachfrage vor, die derzeit das Angebot der Gesellschaft übersteigt. Es werden diesbezüglich zusätzliche Lieferanten gesucht.

Im geringen Umfang adressiert die HAEMATO PHARM GmbH auch den Bereich Generika, also der Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen. Künftig soll der Schwerpunkt der Gesellschaft von Generika hin zu **Spezial-Pharmazeutika** verlagert werden. Unter anderem handelt es sich hier um personalisierte Medikamente, für die eine Ermittlung bestimmter Parameter (Blutwerte, Körpergröße) für den Therapieerfolg wichtig ist. Bei diesen Arzneimitteln, die in der Regel eine höhere Wirksamkeit aufweisen, liegt auch ein höheres Preisniveau vor.

Zudem sollen **Biosimilars** eine immer größere Rolle innerhalb des Produktportfolios der HAEMATO AG spielen. Dabei handelt es sich um Nachahmerprodukte, nach dem Patentablauf von Biopharmazeutika, also von biotechnologisch hergestellten Arzneimitteln. Da hierfür das Herstellverfahren eine wichtige Rolle spielt, ist der Preisunterschied zwischen Nachahmerprodukt und Original-Biopharmazeutikum nicht besonders hoch. In den kommenden Geschäftsjahren werden aufgrund unterschiedlicher Patentausläufe hohe Wachstumsraten in diesem Bereich erwartet. Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres verfügt die Gesellschaft über 28 zugelassene Präparate.

Mit dem Erwerb der M1 Aesthetics rückt der Bereich der „**Ästhetischen Medizin**“ stärker in den Fokus des HAEMATO-Konzerns. Derzeit deckt die neue Tochtergesellschaft insbesondere die Entwicklung und den Handel von Produkten der ästhetischen Chirurgie (bspw. Brustimplantate) und der kosmetischen Dermatologie (bspw. Hyaluronsäure, Botulinumtoxin) ab. Seit Ende 2020 liegt die notwendige Zertifizierung, als Voraussetzung für die Entwicklung der **Eigenmarken**, vor.

Kurz- bis mittelfristig ist es geplant, das Portfolio um weitere margenstarke Produkte zu erweitern. Insbesondere die Forcierung des Geschäftes mit den Eigenmarken, welches Produkte der medizinischen Kosmetik, Spezialpflege sowie Nahrungsergänzungsmittel umfasst, sollte ein wichtiger Treiber hierfür sein. Neben dem Online-Vertrieb sollen lokale Distributoren sowie das umfangreiche Apothekennetzwerk der HAEMATO PHARM GmbH genutzt werden, woraus sich ein wichtiger Synergieeffekt aus dem Erwerb der M1 Aesthetics ergibt.

Zum 23.03.2021 hat die HAEMATO PHARM GmbH durch die BfArM eine Sonderzulassung für den Vertrieb eines **Covid-19-Antigen-Schnelltests** in der Eigenanwendung durch Laien erhalten. Hieraus wurden bereits erste Chargen an Kunden in Deutschland ausgeliefert und die Gesellschaft rechnet für das laufende Geschäftsjahr mit einem zusätzlichen Umsatzvolumen in Höhe von 25 - 30 Mio. €. In den Monaten April und Mai wurden bereits Umsätze in Höhe von rund 25 Mio. € erreicht.

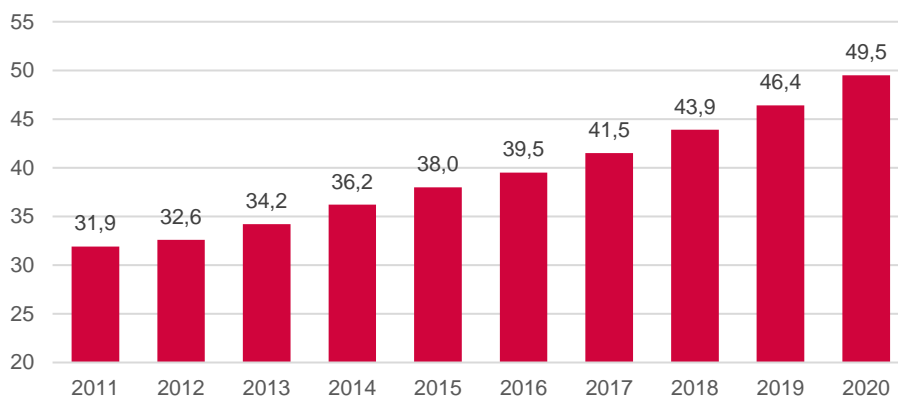
MARKT UND MARKTUMFELD

Die für die HAEMATO AG wichtigsten Teilmärkte sind Parallelimporte, Spezialpharmazeutika sowie Ästhetische Medizin.

Marktumfeld Parallelimporte

Besonders mit den ersten beiden Produktbereichen ist die HAEMATO AG damit Teil der deutschen Arzneimittelbranche, die auch in 2020 von hohen Wachstumsraten geprägt war. Trotz Corona-Pandemie legten dabei die Arzneimittelumsätze um +6,7 % auf 49,5 Mrd. € (VJ: 46,4 Mio. €) deutlich stärker zu, als dies in den vergangenen Jahren der Fall war. Auch wenn das abgelaufene Geschäftsjahr von Sondereffekten geprägt gewesen sein dürfte (bspw. Bevorratung von Arzneimitteln), die grundsätzlichen Marktvorgaben lassen einen weiteren Anstieg erwarten. Speziell die demografische Entwicklung in Deutschland, die einen steigenden Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung sieht, sollte zu einer steigenden Nachfrage führen.

Arzneimittelumsätze in Deutschland (in Mrd. €)



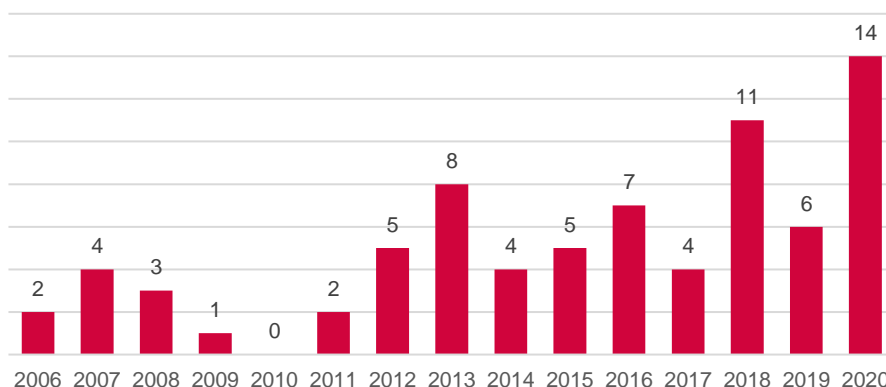
Quelle: IQVIA; GBC AG

Naturgemäß entwickeln sich die Arzneimittelausgaben der GKV proportional zum dargestellten Anstieg der Arzneimittelumsätze. Im derzeit zuletzt verfügbaren Auswertungsjahr 2019 lagen, gemäß Angaben des GKV-Spitzenverbandes, die Ausgaben für Arzneimittel bei 41,0 Mrd. €. Im fünfjährigen Zeitraum 2015 – 2019 lag der CAGR der Arzneimittelausgaben des GKV bei 4,2 % und damit in etwa gleich hoch wie der CAGR der Arzneimittelumsätze von 5,1 %. Vor diesem Hintergrund spielen Maßnahmen zur Einsparung der Ausgaben eine wichtige Rolle, zumal die gesetzlichen Krankenkassen in den ersten drei Quartalen 2020 ein Defizit von etwa 1,7 Mrd. € ausgewiesen haben. Die Liquiditätsreserve verringerte sich im gleichen Zeitraum um 5,1 Mrd. €. Eine Möglichkeit zur Kostenreduktion ist der Reimport von Arzneimitteln. Bis 2019 wurde bei der Ausgabe von Arzneimitteln eine Importquote von 5,0 % vorgegeben. Im Rahmen der seit Juli 2019 geltenden Gesetzesänderungen wurde die Importquote durch ein Einsparziel in Höhe von 2,0 % ersetzt, welches durch die Ausgabe von preisgünstigen Import-Arzneimitteln umgesetzt werden soll. Weiterhin spielen also Reimporte eine wichtige Rolle zur Umsetzung der Kostensenkungsmaßnahmen. Gemäß dem Dienstleister IQVIA werden vor allem patentgeschützte Spezialtherapeutika in den Indikationsgebieten Onkologie, HIV und ZNS, die in der Regel dem höheren Preissegment zugeordnet sind, importiert. Genau diese Indikationsbereiche stellen für die HAEMATO AG den Großteil des Produktportfolios dar.

Marktumfeld Spezialpharmazeutika

Spezialpharmazeutika sind Arzneimittel, die unter Berücksichtigung wichtiger Parameter, wie Blutwerte, Körpergröße etc. hergestellt werden. Die sind dem Bereich der personalisierten Arzneimittel zuzuordnen. In der Regel handelt es sich hier um hochpreisige Arzneimittel. Damit kann auch hier der von der HAEMATO AG umgesetzte Einspargedanke umgesetzt werden. Der Markt für personalisierte Medizin hat zuletzt stark an Fahrt aufgenommen. Zumindest lässt hier die Betrachtung der Neuzulassungen in Deutschland diesen Schluss zu. Alleine in den vergangenen drei Jahren (2018 – 2020) haben in Deutschland 31 der bislang 88 zugelassenen personalisierten Arzneimittel eine Zulassung erhalten. Weitere Kandidaten stehen kurz vor der Marktzulassung.

Anzahl der Zulassungen personalisierter Arzneimittel in Deutschland



Quelle: vfa; GBC AG

Die auf diesen Bereich spezialisierte börsennotierte Medios AG sieht (nach Schätzungen von IQVIA und eigenen Berechnungen) den Gesamtumsatz mit Specialty Pharma in Deutschland in 2020 bei rund 16,0 Mrd. €. In 2021 dürfte das Volumen um 9,7 % auf 17,6 Mrd. € zulegen und damit deutlich stärker als der Gesamtmarkt wachsen. In den Industrieländern sollen Specialty Pharma-Arzneimittel weiter an Bedeutung gewinnen. Hatten diese in 2019 einen Anteil von 44 % an den Gesamtausgaben für Medikamente, soll bis 2025 eine Erhöhung auf 52 % erfolgen.

Marktumfeld Ästhetische Medizin

Die M1 Aesthetics GmbH deckt aktuell die Bereiche „ästhetische Chirurgie“ (bspw. Brustimplantate) und „kosmetische Dermatologie“ (bspw. Hyaluronsäure, Botulinumtoxin) ab. Grundsätzlich liegt bei den Schönheitsbehandlungen in Deutschland ein positiver Trend vor, welcher sich, zumindest bei den ambulanten Behandlungen, auch in 2020 fortgesetzt hat. Behandlungen mit Botulinumtoxin legten in 2020, trotz Corona-Pandemie, um 6,2 % zu. Hyaluron-Behandlungen kletterten um 1,7 % an. Aufgrund der Klinik-Schließungen kam es bei den Klinikbehandlungen, wie etwa Brustvergrößerungen, zu einem deutlichen Rückgang in Höhe von -11,5 %. Sobald umfassende Klinikbehandlungen wieder möglich sind, wird mit einem wieder dynamischen Anstieg bei den stationären Behandlungen gerechnet.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	197,83	238,33	315,82	330,00	394,00
sonstige betriebliche Erträge	1,46	0,49	1,60	1,30	0,70
Materialaufwand	-184,24	-220,65	-276,82	-298,65	-356,57
Rohertrag	15,06	18,17	40,60	32,65	38,13
Personalaufwand	-6,31	-6,84	-7,32	-7,67	-8,59
Abschreibungen	-1,92	-1,69	-1,70	-1,88	-1,85
sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,85	-8,02	-8,76	-9,20	-10,58
EBIT	-0,02	1,63	22,82	13,90	17,11
Zinserträge	0,35	0,00	0,00	0,15	0,30
Zinsaufwendungen	-1,52	-6,19	-1,25	-1,25	-1,20
EBT	-1,19	-4,56	21,57	12,80	16,21
Steuern von Einkommen und Ertrag	0,02	-0,27	-5,88	-3,69	-4,54
sonstige Steuern	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	-1,17	-4,83	15,69	9,11	11,67
EBITDA	1,90	3,31	24,52	15,78	18,96
in % der Umsatzerlöse	1,0%	1,4%	7,8%	4,8%	4,8%
EBIT	-0,02	1,63	22,82	13,90	17,11
in % der Umsatzerlöse	0,0%	0,7%	7,2%	4,2%	4,3%
Ergebnis je Aktie in €	-0,05	-1,02	3,00	1,74	2,23
Dividende je Aktie in €	0,00	1,00	2,20	1,20	1,60
Aktienzahl in Mio. Stück	22,87	4,75	5,23	5,23	5,23

Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

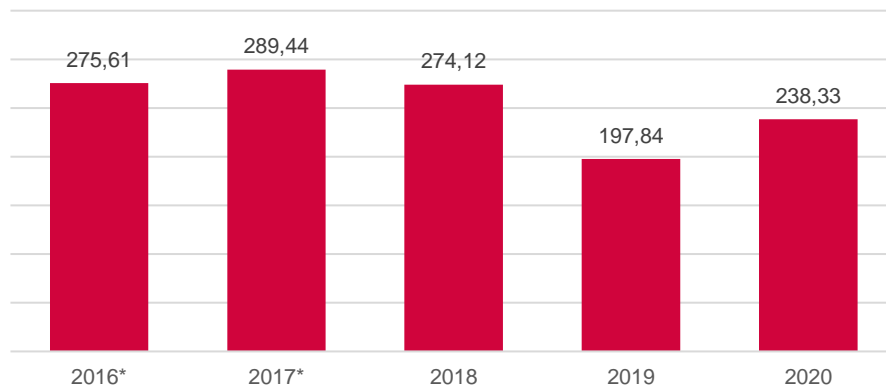
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	289,44	274,12	197,84	238,33
EBITDA	11,24	9,96	1,90	3,32
EBITDA-Marge	3,9%	3,6%	1,0%	1,4%
EBIT	9,39	8,50	-0,02	1,63
EBIT-Marge	3,2%	3,1%	neg.	0,7%
Nachsteuerergebnis	6,96	6,28	-1,17	-4,83
EPS in €	0,32	0,27	-0,05	-1,02

Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

Gemäß den vorliegenden finalen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2020 hat die HAEMATO AG die Umsatzerlöse um 20,5 % auf 238,33 Mio. € (VJ: 197,84 Mio. €) spürbar gesteigert und gleichzeitig die höchste Wachstumsdynamik der vergangenen Geschäftsjahre erreicht. Als Handelsunternehmen im Bereich der Medizinprodukte war die Gesellschaft nur leicht von pandemiebedingten Verzögerungen der Lieferketten betroffen, so dass keine spürbaren Belastungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie vorlagen. Im Gegenteil, ab dem zweiten Halbjahr 2020 hat die HAEMATO AG mit Medizinprodukten zur Bekämpfung der Corona-Pandemie, wie etwa Mund-und-Nasenschutz oder verschiedenen Tests, zusätzliche Umsätze erwirtschaftet.

Darüber hinaus geht der Produktfokus der Gesellschaft mit einer hohen Umsatzstabilität einher. Denn in den hochpreisigen, von der Gesellschaft adressierten Wachstumsmärkten Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf-Erkrankungen, liegt keine Abhängigkeit zu externen Faktoren (Pandemie, Konjunktur etc.) vor.

Umsatzerlöse (in Mio. €)

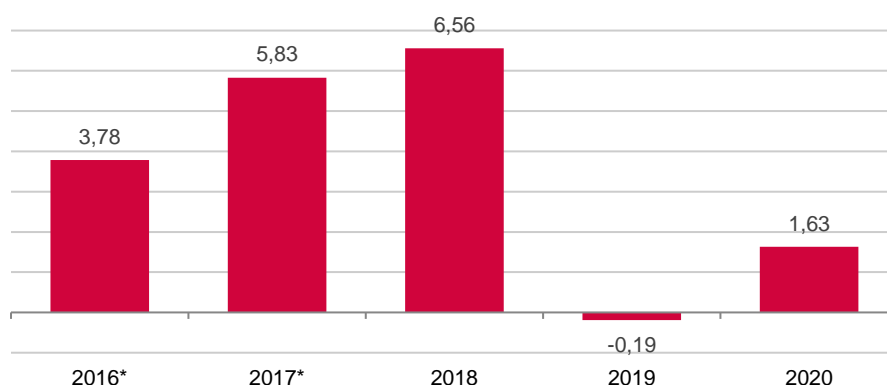


Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

Trotz starken Umsatzanstiegs wurde der deutliche Umsatzrückgang des Geschäftsjahres 2019 noch nicht aufgeholt. Die noch vorliegende Umsatzlücke zum Geschäftsjahr 2018 ist hauptsächlich auf die Herausnahme margenschwächerer Produkte zurückzuführen. Darüber hinaus war in 2019 bei einigen umsatzstarken Produkten der Patentschutz ausgelaufen, was zu einem Preisrückgang bei diesen Produkten geführt hatte. Mit einer stärkeren Fokussierung auf so genannte Biosimilars sollte dieser Effekt künftig wieder aufgeholt werden.

Trotz der durchgeführten Portfoliobereinigung wurden bislang noch keine nennenswerten Verbesserungen bei der Materialaufwandsquote erreicht, die in den vergangenen Geschäftsjahren (2016 - 2020) in einem engen Korridor zwischen 92,3 % und 93,1 % lag. Mit der deutlichen Umsatzsteigerung ist die HAEMATO AG auch auf EBIT-Ebene in die Gewinnzone zurückgekehrt.

EBIT (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; *bereinigt um Kurseffekte gehaltener Wertpapiere

Bis zum Geschäftsjahr 2018 hatte die HAEMATO AG Bewertungserträge aus den gehaltenen Wertpapieren im sonstigen betrieblichen Ergebnis erfasst und waren damit Bestandteil des EBIT. In den vergangenen drei Geschäftsjahren wurden diese dem Finanzergebnis zugeordnet. Dabei wurden sowohl im Geschäftsjahr 2019 als auch in 2020 jeweils deutliche Bewertungsverluste in Höhe von -0,74 Mio. € (2019) und in Höhe von -5,38 Mio. € (2020) ausgewiesen. Dabei handelt es sich um Kursrückgänge bei den gehaltenen Aktien der M1 Kliniken AG. Aufgrund der Corona-Pandemie und der daraus resultierenden Schließung von Behandlungszentren hatte sich die M1-Aktie in 2020 um ca. -35 % rückläufig entwickelt. Ein Teil dieses Kursverlustes wurde jedoch mittlerweile wieder aufgeholt (+26 % gegenüber 31.12.2020). Dies könnte im laufenden Geschäftsjahr 2021 das Finanzergebnis positiv beeinflussen.

Letztendlich hatte der starke Kursrückgang der gehaltenen M1-Aktien zum auf -4,83 Mio. € (VJ: -1,17 Mio. €) rückläufigen Jahresüberschuss geführt. Bereinigt um die Kurseffekte sowie ohne Berücksichtigung von Steuereffekten hätte die HAEMATO AG sogar ein positives Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,55 Mio. € (VJ: -0,43 Mio. €) und damit auch hier die Gewinnzone erreicht.

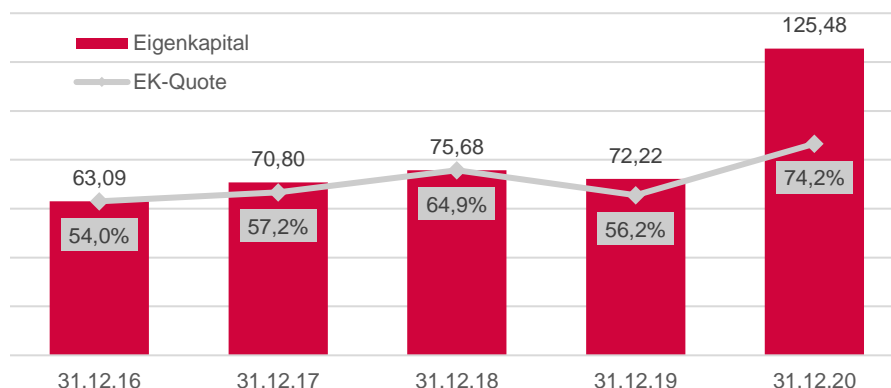
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	70,80	75,68	72,22	125,48
EK-Quote	57,2%	65,0%	56,2%	74,2%
Operatives Anlagevermögen	40,05	39,72	40,42	40,08
Vorräte	44,90	44,38	55,44	35,12
Liquide Mittel	6,47	5,60	2,10	7,54
Cashflow - operativ	-8,35	0,56	-2,76	14,67
Cashflow - Investition	5,43	6,21	-0,70	-0,84
Cashflow - Finanzierung	-0,41	-7,64	0,05	-4,49

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Mitte Dezember 2020 hat die HAEMATO AG im Zuge einer Sachkapitalerhöhung alle Geschäftsanteile an der M1 Aesthetics GmbH erworben. Die Sachkapitalerhöhung umfasste die Ausgabe von 2,47 Mio. Aktien zu 23,55 € je Aktie und belief sich damit insgesamt auf 58,09 Mio. €. Trotz des negativen Jahresüberschusses erhöhte sich damit das Eigenkapital der HAEMATO AG deutlich auf 125,48 Mio. € (VJ: 72,22 Mio. €). Der Zugang der M1 Aesthetics GmbH wurde auf der Aktivseite zunächst als kurzfristiger Vermögenswert erfasst und wird im laufenden Geschäftsjahr im Sinne der PPA-Allokation den einzelnen Vermögenspositionen zugeteilt. Auch unter Einbezug der daraus resultierenden Bilanzverlängerung weist die HAEMATO AG mit einer EK-Quote in Höhe von 74,2 % (31.12.19: 56,2 %) eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Besonders auffällig ist die deutliche Reduktion des Nettoumlaufvermögens, die in erster Linie von einer starken Abnahme der Vorräte um 20,32 Mio. € auf 35,12 Mio. € (31.12.19: 55,44 Mio. €) geprägt war. Nach Angaben der Gesellschaft ist dies zwar auf Stichtagseffekte zurückzuführen, hier hat aber auch eine Normalisierung des besonders hohen Wertes des Vorjahres stattgefunden.

Mit dem Vorratsabbau geht eine Freisetzung der gebundenen Liquidität einher, was anhand des starken Anstiegs des operativen Cashflows auf 14,67 Mio. € (VJ: -2,76 Mio. €) ersichtlich ist. An dieser Stelle sei erwähnt, dass die Kursverluste der gehaltenen M1-Aktien nicht realisiert wurden und daher keinen Einfluss auf den Cashflow haben. Mit dem hohen operativen Cashflow, dem nur die typischen niedrigen Investitionen gegenüberstehen, hat die HAEMATO AG kurzfristige Bankverbindlichkeiten in Höhe von 7,06 Mio. € zurückgeführt. Gleichzeitig erhöhten sich die liquiden Mittel auf 7,54 Mio. € (31.12.19: 2,10 Mio. €). Zuzüglich der gehaltenen M1-Aktien, die zum Stichtag 31.12.2020 einen Bilanzwert in Höhe von 9,86 Mio. € (31.12.19: 15,25 Mio. €) hatten, beläuft sich das Finanzvermögen der Gesellschaft insgesamt auf 17,41 Mio. € (31.12.19: 17,35 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	238,33	315,82	330,00	394,00
EBITDA	3,32	24,52	15,78	18,96
EBITDA-Marge	1,4%	7,8%	4,8%	4,8%
EBIT	1,63	22,82	13,90	17,11
EBIT-Marge	0,7%	7,2%	4,2%	4,3%
Nachsteuerergebnis	-4,83	15,69	9,11	11,67
EPS in €	-1,02	3,00	1,74	2,23

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen am 21.04.2021 hatte das HAEMATO-Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2021 veröffentlicht. Gemäß den aktuell gültigen Prognosen rechnet die Gesellschaft mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 260 bis 290 Mio. € und mit einer Verbesserung des EBIT auf 7 bis 9 Mio. €. Neben der Fortsetzung der positiven Entwicklung im Handelsgeschäft sollte insbesondere die Entwicklung der Eigenmarken im Bereich der „Ästhetischen Medizin“ dazu beitragen. Wir gehen davon aus, dass mit dem Anlaufen des Eigenmarkengeschäftes mit Spezialprodukten für den Bereich der Schönheitsmedizin zusätzliches Umsatzpotenzial gehoben werden kann. Erwähnenswert ist zudem das spürbar höhere Rentabilitätsniveau der erworbenen Gesellschaft, was insgesamt zu einem sichtbaren Margenanstieg führen dürfte. Darüber hinaus sollte im Bereich Diagnostik, in dem die Gesellschaft eine Sonderzulassung für den Vertrieb eines Covid-19-Laientests erhalten hat, ein zusätzliches Umsatzvolumen in Höhe von mindestens 25 – 30 Mio. € erreicht werden.

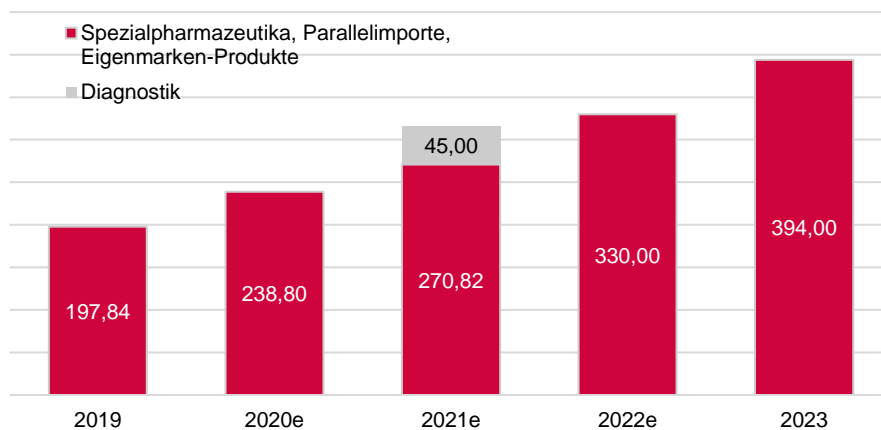
Die am 31.05.2021 veröffentlichten Zahlen für das erste Quartal 2021 liefern eine sehr gute Basis für das Erreichen der Unternehmens-Guidance. Nach Unternehmensangaben hatte das starke Kerngeschäft einen Umsatzanstieg in Höhe von 21,9 % auf 73,9 Mio. € (VJ: 60,6 Mio. €) ermöglicht. Mit der umgesetzten Konzentration auf margenstarke Produkte, wie etwa die Bereinigung des Produktportfolios oder der Ausbau um den margenstarken Bereich der „Ästhetischen Medizin“, hatte der HAEMATO-Konzern einen deutlichen Anstieg des EBIT auf 2,43 Mio. € (VJ: 0,54 Mio. €) erreicht. Es wurde damit sogar der Wert des Gesamtjahres 2020 übertroffen.

Hier sind die Effekte aus dem Vertrieb des Covid-19-Laientests noch nicht enthalten, denn der Bereich „Diagnostika“ hatte erst ab April nennenswerte Erlöse beigesteuert. In den Monaten April und Mai wurden mit dem Verkauf der Laientests Umsatzerlöse in Höhe von nahezu 25 Mio.€ erwirtschaftet. Innerhalb von nur zwei Monaten ist das von der Gesellschaft in Aussicht gestellte Mindestumsatzvolumen damit bereits erreicht. In unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 23.04.2021) hatten wir die Unternehmens-Guidance für den Diagnostik-Bereich als konservativ eingestuft und sind für das laufende Geschäftsjahr 2021 von Umsatzerlösen in Höhe von 45 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 15 Mio. € ausgegangen. Wir behalten diese Schätzung bei und werden, sobald uns die monatlichen Odereingänge vorliegen, anlassbezogenen Adjustierungen vornehmen. Trotz steigender Impffzahlen dürfte die Anzahl der in Deutschland benötigten Schnelltests gemäß unserer Einschätzung weiterhin hoch bleiben. Da die aktuelle Situation schnellen Änderungen unterliegt, können wir aktuell für das kommende Geschäftsjahr noch keine Verkaufszahlen verlässlich prognostizieren, weswegen wir konservativ zunächst noch keine zusätzlichen Umsatz- und Ergebnispotenziale annehmen.

Zusammen mit den zusätzlichen Diagnostika-Umsätzen rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 315,82 Mio. €. Auch wenn im kommenden Geschäftsjahr 2022 möglicherweise weiter eine Nachfrage nach Corona-Tests vorherrschen könnte, haben wir hier konservativ zunächst noch keine zusätzlichen

Umsatzpotenziale einkalkuliert. So kommt es, dass wir in 2022 mit einer rückläufigen Umsatzdynamik rechnen, ehe diese, aus dem Kerngeschäft heraus, im Geschäftsjahr 2023 deutlich zunehmen sollte.

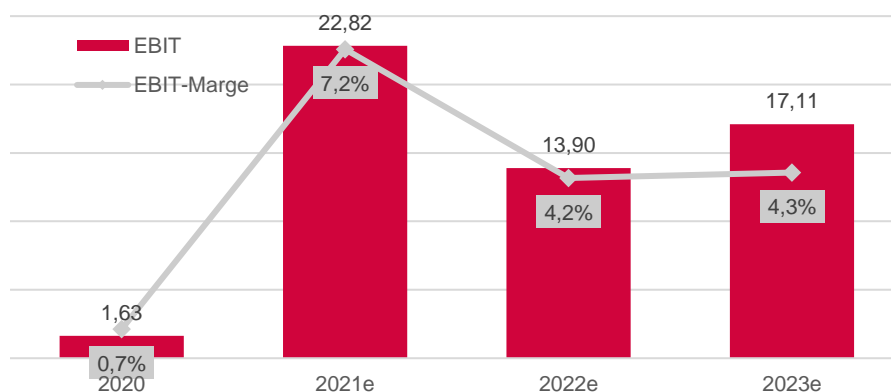
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die deutlich höhere EBIT-Marge der M1 Aesthetics GmbH, die bereits vor Anlaufen des Eigenmarkengeschäftes bei über 13 % (Prognose 2020e) lag, sollte durch das Eigenmarkengeschäft weiter gesteigert werden und damit insgesamt das Rentabilitätsniveau der HAEMATO AG nachhaltig deutlich anheben. Zusätzlich dazu unterstellen wir bei den Corona-Tests eine EBIT-Marge in Höhe von 33 %, was zu einem sichtbaren Margensprung auf insgesamt 7,2 % in 2021 führen dürfte. Ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 sollte sich die EBIT-Marge der HAEMATO AG unseres Erachtens wieder auf ein nachhaltig erreichbares Niveau von über 4,2% einpendeln.

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



Quelle: GBC AG

Zur Finanzierung des Eigenmarkengeschäftes hat die HAEMATO AG Ende März 2021 eine Kapitalerhöhung erfolgreich abgeschlossen. Mit der Ausgabe von 0,47 Mio. neuen Aktien zu einem Preis von 31,00 € je Aktie wurde ein Bruttoemissionserlös in Höhe von rund 14,7 Mio. € erzielt. Dies haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt. Ebenfalls berücksichtigt ist die für den Erwerb der M1 Aesthetics GmbH erfolgte Sachkapitalerhöhung, für die insgesamt 2,47 Mio. neue Aktien ausgegeben wurden. Die aktuelle Aktienzahl der HAEMATO AG beläuft sich auf 5,23 Mio.

Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 - 2023 in Phase 1 erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 5,0 % (bisher: 5,0 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HAEMATO AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 0,25 % (bisher: 0,25 %). Der aktuelle Wert stellt gleichzeitig derzeit die Untergrenze in unserem Bewertungsmodell dar.**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,74 % (bisher: 8,74 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,24 % (bisher: 8,24 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 52,50 € (bisher: 51,30 €) ermittelt. Die leichte Kurszielsteigerung ist, da wir nur leichte Prognoseanpassungen vorgenommen haben, hauptsächlich auf einen modelltechnischen Roll-Over-Effekt zurückzuführen.

DCF-Modell

HAEMATO AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	5,0%	ewige EBITA - Marge	5,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
Umsatz (US)	315,82	330,00	394,00	413,70	434,39	456,10	478,91	502,85	
US Veränderung	32,5%	4,5%	19,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,70	8,05	9,49	10,18	10,90	11,68	12,50	13,37	
EBITDA	24,52	15,78	18,96	20,69	21,72	22,81	23,95	25,14	
EBITDA-Marge	7,8%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBITA	22,82	13,90	17,11	18,84	19,91	21,03	22,20	23,43	
EBITA-Marge	7,2%	4,2%	4,3%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	5,1%
Steuern auf EBITA	-6,22	-4,01	-4,28	-4,71	-4,98	-5,26	-5,55	-5,86	
zu EBITA	27,3%	28,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	16,60	9,89	12,83	14,13	14,93	15,77	16,65	17,58	
Kapitalrendite	25,1%	13,5%	16,9%	17,8%	18,8%	19,8%	20,8%	21,9%	24,6%
Working Capital (WC)	32,05	35,05	37,85	38,85	39,85	40,85	41,85	42,85	
WC zu Umsatz	10,1%	10,6%	9,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-5,94	-3,00	-2,80	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	41,00	41,00	41,50	40,65	39,84	39,06	38,32	37,61	
AFA auf OAV	-1,70	-1,88	-1,85	-1,85	-1,81	-1,78	-1,74	-1,71	
AFA zu OAV	4,1%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in OAV	-2,62	-1,88	-2,35	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	73,05	76,05	79,35	79,50	79,69	79,91	80,17	80,46	
EBITDA	24,52	15,78	18,96	20,69	21,72	22,81	23,95	25,14	
Steuern auf EBITA	-6,22	-4,01	-4,28	-4,71	-4,98	-5,26	-5,55	-5,86	
Investitionen gesamt	-8,56	-4,88	-5,15	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in OAV	-2,62	-1,88	-2,35	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	-5,94	-3,00	-2,80	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,74	6,89	9,53	13,98	14,74	15,55	16,39	17,28	329,12

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	255,25	269,51
Barwert expliziter FCFs	66,73	65,37
Barwert des Continuing Value	188,52	204,14
Nettoschulden (Net debt)	-19,28	-13,57
Wert des Eigenkapitals	274,53	283,08
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	274,53	283,08
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	52,50	54,14

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	8,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	11,7%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
22,6%	59,51	53,77	49,17	45,39	42,25
23,6%	61,70	55,68	50,83	46,87	43,56
24,6%	63,90	57,58	52,50	48,34	44,88
25,6%	66,09	59,48	54,17	49,82	46,19
26,6%	68,29	61,38	55,84	51,29	47,51

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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