

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

KAUFEN

Kursziel: 47,50 €
(bisher: 50,10 €)

aktueller Kurs: 23,50
04.04.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1
WKN: A289VV
Börsenkürzel: HAEK
Aktienanzahl³: 5,23
Marketcap³: 122,88
EnterpriseValue³: 108,80
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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

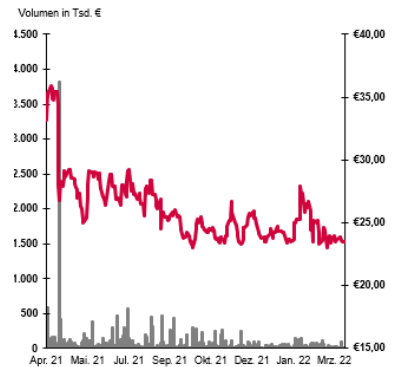
Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 05.04.22 (09:03 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 05.04.22 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Pharma
Fokus: Spezialpharmazeutika, Parallelimporte, Eigenmarken-Produkte
Mitarbeiter: 147 (30.06.2021)
Gründung: 1993
Firmensitz: Berlin
Vorstand: Patrick Brenske, Attila Strauss



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	31.12.2020	31.12.2021*	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	238,33	285,00	265,00	313,80
EBITDA	3,31	12,60	10,60	15,36
EBIT	1,63	11,20	9,10	13,51
Jahresüberschuss	-4,83	-	5,51	9,45

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-1,02	-	1,05	1,81
Dividende je Aktie	1,00	1,10	1,20	1,60

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,46	0,38	0,41	0,35
EV/EBITDA	32,82	8,63	10,26	7,09
EV/EBIT	66,88	9,71	11,96	8,06
KGV	-25,44	-	22,30	13,00
KBV	0,98			

Finanztermine

17.05.2022: Geschäftsbericht 2021
25.05.2022: Q1-Zahlen
12.07.2022: Hauptversammlung
25.08.2022: Halbjahresbericht
17.11.2022: Q3-Zahlen

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
28.01.2022: RS / 50,10 / KAUFEN
08.09.2021: RS / 50,10 / KAUFEN
14.06.2021: RS / 52,50 / KAUFEN
23.04.2021: RS / 51,30 / KAUFEN

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

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

Vorläufige Zahlen 2021: Umsatz im Rahmen der Erwartungen, Ergebnis übertroffen; GBC-Prognosen für 2022 und 2023 an die Unternehmens-Guidance angepasst; Hohes Upside-Potenzial im Selbstzahlermarkt vorhanden; Kursziel 47,50 €; Rating KAUFEN

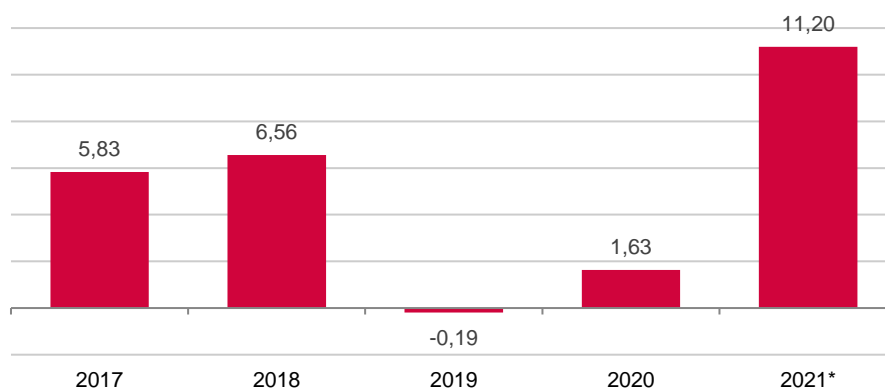
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021*	GBC-Prognose 2021
Umsatzerlöse	197,84	238,33	285,0	296,00
EBIT	-0,02	1,63	11,2	10,09
EBIT-Marge	neg.	0,7%	3,9%	3,4%
Nachsteuerergebnis	-1,17	-4,83	-	8,36

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; *gem. vorläufigen Zahlen

Am 30.03.2022 hat die HAEMATO AG die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 publiziert. Erwartungsgemäß weist dabei die Gesellschaft einen deutlichen Umsatzsprung in Höhe von 19,6 % auf 285,0 Mio. € (VJ: 238,3 Mio. €) aus. Der starke Anstieg ist vor allem auf den deutlichen Ausbau des Produktbereiches „Lifestyle & Aesthetics“ zurückzuführen. Dieser Geschäftsbereich wurde mit der zum 01.01.2021 erfolgten erstmaligen Konsolidierung der M1 Aesthetics GmbH, in der der Handel von Produkten der ästhetischen Chirurgie und der kosmetischen Dermatologie gebündelt ist, deutlich ausgeweitet. Gemäß vorläufigen Zahlen trug dieses Segment mit rund 65 Mio. € zum Konzernumsatz bei. Parallel dazu wurden im Bereich „Specialty Pharma“, in dem krankenkassenfinanzierte Produkte gebündelt sind, Umsatzerlöse in Höhe von 220 Mio. € erwirtschaftet. Ein Vorjahresvergleich der Segmententwicklung dürfte, da uns derzeit noch aussagkräftige Daten fehlen, erst mit Vorlage der finalen Zahlen möglich sein. Das erreichte Umsatzniveau liegt dabei voll im Rahmen der bisherigen Unternehmens-Guidance, die zuletzt einen Konzernumsatz zwischen 280 und 300 Mio. € in Aussicht gestellt hatte. Unsere bisherigen Umsatzschätzungen in Höhe von 296,00 Mio. € waren nur leicht höher.

Die vorläufigen Zahlen machen das hohe Rentabilitätsniveau des Produktbereiches „Lifestyle & Aesthetics“-Segments sichtbar, da in diesem Bereich insbesondere der lukrative Selbstzahlermarkt adressiert wird. Mit dem Ausbau dieses Segments legte das EBIT deutlich überproportional auf 11,2 Mio. € (VJ: 1,6 Mio. €) und die EBIT-Marge auf 3,9 % (VJ: 0,7 %) zu. Sowohl das vom HAEMATO-Management bislang in Aussicht gestellte EBIT (9 bis 11 Mio. €) als auch unsere Prognose (GBC-Schätzung: 10,09 Mio. €) wurden damit übertroffen.

EBIT (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Prognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2021*	GJ 2022 (alt)	GJ 2022 (neu)	GJ 2023 (alt)	GJ 2023 (neu)
Umsatzerlöse	285,0	330,00	265,00	394,00	313,80
EBIT	11,2	13,90	9,10	17,11	13,51
JÜ	-	9,11	5,51	11,66	8,97

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die HAEMATO erstmalig eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2022 veröffentlicht. Aus aktueller Sicht werden Umsatzerlöse in Höhe von 250 bis 280 Mio. € und ein EBIT in Höhe von 8 – 10 Mio. € in Aussicht gestellt. Dabei weist der Vorstand darauf hin, dass aufgrund der aktuellen Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie, der Lage in der Ukraine oder der erhöhten Inflation, keine konkreten Prognosen möglich sind. Es wird aber weiterhin mit einem anhaltenden Preisdruck auf der Abgabenseite sowie mit steigenden Aufwendungen für die Warenbeschaffung und höheren Transportkosten gerechnet.

Dem steht die Fortsetzung der Portfoliobereinigung im „Specialty Pharma“-Bereich und damit die stärkere Konzentration auf margenstarke Produkte gegenüber. Darüber hinaus soll der Produktbereich „Lifestyle & Aesthetics“ ausgebaut werden, um das Rentabilitätsniveau weiter zu steigern. Diesbezüglich hat die Gesellschaft beispielsweise mit der südkoreanischen Huons BioPharma einen exklusiven Liefer- und Lizenzvertrag zur Lieferung von Botulinumtoxin (Botox)-Produkten geschlossen. Nach einem europäischen Zulassungsverfahren dürfte die Gesellschaft von der großen Botox-Nachfrage profitieren. Mit der Belieferung der größten Abnehmer in Deutschland könnte, bei einer Beibehaltung der Preisstrategie, ein hoher Marktanteil des volumenstarken Botox-Marktes gesichert werden. In unseren Prognosen sind die hieraus stammenden zusätzlichen Potenziale noch nicht enthalten.

Wir passen unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen an die Unternehmens-Guidance an, wobei wir uns an der Mitte der Prognosebandbreite orientieren. Demnach rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit Umsatzerlösen in Höhe von 265,00 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 9,10 Mio. €. Dies bedeutet, dass wir die bisherigen Schätzungen nach unten anpassen. Von dieser niedrigeren Basis ausgehend, passen wir auch die Prognosen für das kommende Geschäftsjahr 2023 nach unten an. Wir rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 313,80 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 13,51 Mio. €. Auch hier sind die möglichen zusätzlichen Potenziale aus der Huons-Vereinbarung noch nicht enthalten.

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 47,50 € (bisher: 50,10 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist eine Folge unserer reduzierten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 sowie auf dieser niedrigeren Basis für das kommende Geschäftsjahr 2023. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 23,80 € je Aktie vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 - 2023 in Phase 1 erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Da für das Geschäftsjahr 2021 lediglich die vorläufigen Zahlen vorliegen, ist diese Periode noch als Schätzperiode klassifiziert. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 5,5 % (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 8,29 % (bisher: 8,29 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 47,50 € (bisher: 50,10 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist eine Folge unserer reduzierten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 sowie auf dieser niedrigeren Basis für das kommende Geschäftsjahr 2023.

DCF-Modell

HAEMATO AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	5,5%	ewige EBITA - Marge	5,2%
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)	285,00	265,00	313,80	337,34	362,64	389,83	419,07	450,50	
US Veränderung	19,6%	-7,0%	18,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,95	6,46	7,56	8,30	9,10	9,98	10,94	11,98	
EBITDA	12,60	10,60	15,36	18,55	19,94	21,44	23,05	24,78	
EBITDA-Marge	4,4%	4,0%	4,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBITA	11,20	9,10	13,51	16,70	18,13	19,66	21,31	23,07	
EBITA-Marge	3,9%	3,4%	4,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%
Steuern auf EBITA	-2,80	-2,83	-3,38	-4,18	-4,53	-4,92	-5,33	-5,77	
zu EBITA	25,0%	31,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	8,40	6,27	10,13	12,53	13,60	14,75	15,98	17,30	
Kapitalrendite	12,7%	8,6%	13,3%	15,8%	17,1%	18,5%	20,0%	21,6%	22,3%
Working Capital (WC)	32,05	35,05	37,85	38,85	39,85	40,85	41,85	42,85	
WC zu Umsatz	11,2%	13,2%	12,1%	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	-1,40	-1,50	-1,85	-1,85	-1,81	-1,78	-1,74	-1,71	
AFA zu OAV	3,4%	3,7%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in OAV	-2,32	-1,50	-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	12,60	10,60	15,36	18,55	19,94	21,44	23,05	24,78	
Steuern auf EBITA	-2,80	-2,83	-3,38	-4,18	-4,53	-4,92	-5,33	-5,77	
Investitionen gesamt	-8,26	-4,50	-5,15	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in OAV	-2,32	-1,50	-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	1,54	3,27	6,83	12,38	13,41	14,52	15,72	17,01	293,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	225,95	241,40
Barwert expliziter FCFs	57,59	59,10
Barwert des Continuing Value	168,35	182,30
Nettoschulden (Net debt)	-10,54	-6,95
Wert des Eigenkapitals	236,48	248,35
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	236,48	248,35
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	45,23	47,50

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%
20,3%	53,38	48,12	43,88	40,41	37,50
21,3%	55,74	50,17	45,69	42,01	38,94
22,3%	58,09	52,22	47,50	43,61	40,38
23,3%	60,45	54,27	49,30	45,22	41,81
24,3%	62,80	56,32	51,11	46,82	43,25

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,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de