

## HAEMATO AG<sup>\*5a,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 6,20**

aktueller Kurs: 4,43  
31.8.2015 / ETR / 16:35 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0006190705  
WKN: 619070  
Börsenkürzel: HAE  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 20,779  
Marketcap<sup>3</sup>: 92,05  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 109,36  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 43,0 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
ICF Kursmakler AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Fertigstellung/Veröffentlichung:  
01.09.2015

### Unternehmensprofil

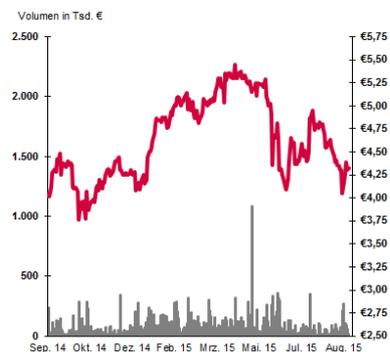
Branche: Pharma  
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 190 Stand: 31.08.2015

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 HAEMATO MED GmbH, HAEMATO Asia Co. Ltd. (Thailand), Sanate GmbH sowie Castell Pharma B.V. (Niederlande).

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	202,67	210,78	245,24	269,76
EBITDA	10,29	11,89	13,76	15,07
EBIT	8,23	9,85	11,96	13,37
Jahresüberschuss	6,98	7,10	9,03	10,21

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,34	0,34	0,43	0,49
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,35	0,35

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,54	0,52	0,45	0,41
EV/EBITDA	10,63	9,20	7,95	7,26
EV/EBIT	13,29	11,10	9,14	8,18
KGV	13,19	12,96	10,19	9,02
KBV	1,56			

### Finanztermine

27.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

16.4.2015: RS / 6,50 / KAUFEN

29.8.2014: RS / 6,00 / KAUFEN

29.7.2014: RG / 5,60 / KAUFEN

30.4.2014: 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

- In den ersten sechs Monaten 2015 erwirtschaftete die HAEMATO AG Umsatzerlöse in Höhe von 101,48 Mio. €, welche damit um 11,1 % unterhalb des Vorjahresniveaus lagen. Der Umsatzrückgang ist angesichts der bereits seit dem zweiten Halbjahr 2014 vorherrschenden strengeren Importvorschriften, was die Umschlagshäufigkeit der wichtigen Produkte verlangsamt hat, nicht überraschend. Mittlerweile wurde dieser Belastungsfaktor aufgehoben und damit war die HAEMATO AG in der Lage, auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Während die Umsatzerlöse im Q1 2015 bei 45,16 Mio. € lagen, erhöhten sich diese im Q2 2015 auf 56,32 Mio. €.
- Parallel zur rückläufigen Umsatzentwicklung minderte sich das EBIT auf 4,21 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge auf 4,2 % (VJ: 5,0 %). Einerseits war die HAEMATO AG angesichts der rückläufigen Umsatzentwicklung nicht in der Lage, Skaleneffekte zu realisieren. Andererseits gehen wir davon aus, dass ein Teil der Umsatzerlöse zu schlechteren Konditionen erzielt worden ist. In erster Linie dürfte ein zunehmender Wettbewerb im Pharmahandelssegment dafür verantwortlich sein, wodurch die Umsätze allgemein mit geringeren Margen einhergehen.
- Zwar weist die HAEMATO AG in den ersten sechs Monaten 2015 eine insgesamt rückläufige Geschäftsentwicklung auf, für das Gesamtjahr 2015 rechnen wir aber mit einer Rückkehr zu Wachstum. Ausschlaggebend dafür ist der Wegfall der negativen Effekte in Zusammenhang mit den strengeren Importvorschriften. Zudem dürfte die Gesellschaft von der Reduktion des Herstellerzwangsrabattes auf 7,0 % (zuvor: 16,0 %) profitieren. Insgesamt ist dabei die HAEMATO AG als Parallelimporteur von Arzneimitteln und Hersteller von Generika in einem wachstumsstarken Marktumfeld tätig. Wir haben die 2015er Umsatzprognosen leicht nach unten angepasst und rechnen nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von 210,78 Mio. € (bisher: 222,94 Mio. €). Durch den Wegfall der Sondereffekte, die noch das erste Quartal 2015 belastet hatten, sollte die HAEMATO AG zu einer hohen Wachstumsdynamik zurückkehren. Folglich haben wir unsere Umsatzprognosen für die kommenden Geschäftsjahre unverändert belassen.
- Steigende Umsätze sollten die Realisierung von Skaleneffekten ermöglichen. Dies findet sich in unseren Ergebnisprognosen wieder, im Rahmen derer wir einen leichten Anstieg der EBIT-Marge unterstellen. Wichtig ist hierbei auch die erwähnte Reduktion des Herstellerzwangsrabattes, so dass wir bis zum Geschäftsjahr 2017 von einem Anstieg der EBIT-Marge auf 5,0 % ausgehen.
- **Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Modells haben wir einen neuen fairen Unternehmenswert je Aktie von 6,20 € (bisher: 6,50 €) ermittelt. Die leichte Kurszielanpassung beruht dabei maßgeblich auf einer marktbedingten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,50 % (bisher: 1,00 %) und somit des gewichteten Diskontierungssatzes. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs liegt das Kurspotenzial bei 40,0 % und damit bestätigen wir das Rating KAUFEN.**

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2015

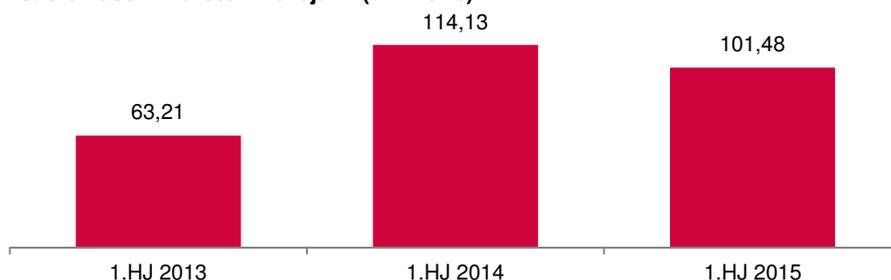
in Mio. €	1.HJ 2013	1.HJ 2014	1.HJ 2015
Umsatzerlöse	63,21	114,13	101,48
EBITDA (EBITDA-Marge)	5,45 (8,6%)	6,68 (5,9%)	5,10 (5,0%)
EBIT (EBIT-Marge)	4,66 (7,4%)	5,67 (5,0%)	4,21 (4,2%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	2,68	4,88	2,77

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2015

Das im ersten Halbjahr 2015 erreichte Umsatzniveau in Höhe von 101,48 Mio. € (VJ: 114,13 Mio. €) lag erwartungsgemäß unterhalb des Vorjahreswertes. Bereits im zweiten Halbjahr 2014 war die HAEMATO AG von negativen Effekten im Rahmen einer Verschärfung von Importvorschriften betroffen, wodurch insbesondere die Umschlagshäufigkeit bei den wichtigen Produkten verlangsamt wurde. Bei der Umsatzanalyse der HAEMATO AG gilt es zu bedenken, dass seit dem Geschäftsjahr 2013 (April 2013) der Fokus auf das Volumengeschäft Parallelimporte und Generika gerichtet ist. Bis zu diesem Zeitpunkt war die damalige Windsor AG vornehmlich im Immobiliensegment, mit einem entsprechend niedrigeren Umsatzniveau, tätig.

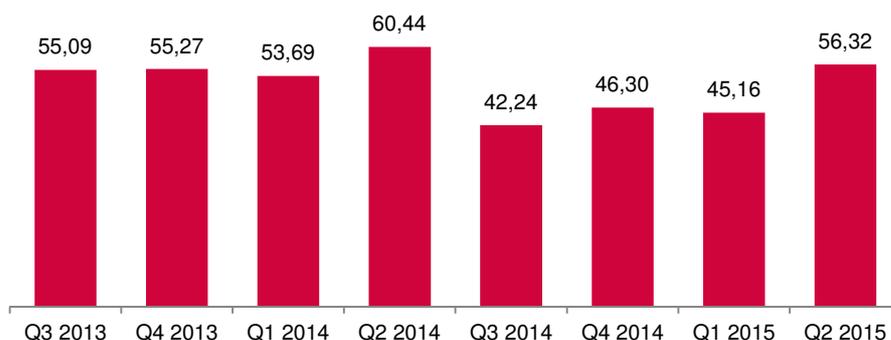
#### Umsatzerlöse im ersten Halbjahr (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die verschärften Importvorschriften wurden jedoch mittlerweile aufgehoben und die HAEMATO AG war in der Lage, wieder auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Dies wird im Rahmen der Quartalsbetrachtung sichtbar, wonach im zweiten Quartal 2015 mit 56,32 Mio. € (Q1 2015: 45,16 Mio. €) wieder ein gewohntes Umsatzniveau erreicht wurde. Die schärferen Importvorschriften belasteten dabei insbesondere die Umsatzentwicklung der Quartale Q3 2014 - Q1 2015.

#### Quartalsbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

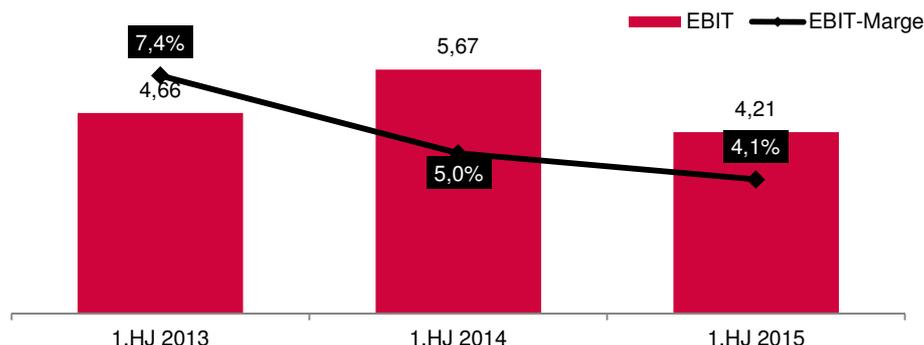


Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015

Analog zur rückläufigen Umsatzentwicklung minderte sich das EBIT auf 4,21 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge auf 4,2 % (VJ: 5,0 %). Es ist davon auszugehen, dass die HAMEATO AG einen Teil der Umsätze zu etwas schlechteren Konditionen erlöst hat, was sich in einem Anstieg der Materialaufwandsquote auf 92,4 % (VJ: 90,0 %) und der daraus resultierenden Minderung der EBIT-Marge niedergeschlagen hat.

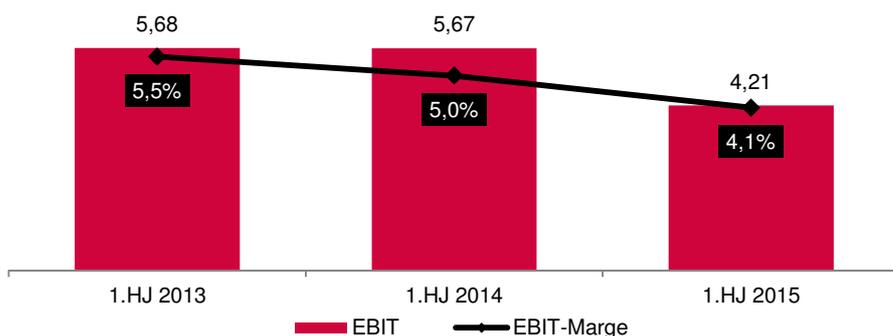
**EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)**



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Der historische Vergleich zur operativen Ergebnisentwicklung liefert nur für die ersten Halbjahre 2014 und 2015 eine sinnvolle Vergleichsbasis, da im Geschäftsjahr 2013 eine Neuorientierung der Geschäftstätigkeit, mit dem Schwerpunkt auf das margenschwächere Volumengeschäft „Parallelimporte“ und „Generika“ stattgefunden hat. Eine aussagekräftige Vergleichsbasis lässt sich unter Einbezug der Ergebniszahlen der MPH Mittelständische Pharmaholding AG erreichen. Die Kennzahlen des Berliner Konzerns geben dabei bis zum Geschäftsjahr 2013 nahezu ausschließlich das Handelsgeschäft der HAEMATO AG wieder:

**Isolierter EBIT-Vergleich der Geschäftssegmente Parallelimporte und Generika**



Quelle: HAEMATO AG; MPH AG; GBC AG

Insgesamt wird hier eine rückläufige Tendenz bei den Ergebnismargen sichtbar. In erster Linie dürfte ein zunehmender Wettbewerb im Pharmahandelssegment dafür verantwortlich sein, wodurch die Umsätze allgemein mit geringeren Margen einhergehen. Andererseits ist dies auch eine Folge des Umsatzmix bei der HAEMATO AG, im Rahmen dessen die Umsatzerlöse aus dem margenschwächeren Bereich der Parallelimporte im Vergleich zu Generika überproportional stark zugelegt haben. Die Ergebnismarge dürfte sich aber in etwa auf dem aktuellen Niveau einpendeln, und damit sollte in den nächsten Jahren wieder ein Ergebnisanstieg über eine Ausweitung der Umsätze erreicht werden (siehe Prognosen und Modellannahmen auf Seite 9).

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015

in Mio. €	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015
Eigenkapital (EK-Quote in %)	55,88 (56,3%)	58,98 (58,0%)	55,52 (53,0%)
Operatives Anlagevermögen	42,37	42,53	42,07
Working Capital	32,13	33,76	31,57
Net Debt	17,62	17,31	18,12
Cashflow (operativ)	4,57	6,56	-0,33
Cashflow (Investition)	-0,58	-1,83	6,24
Cashflow (Finanzierung)	-4,89	-5,62	-6,30

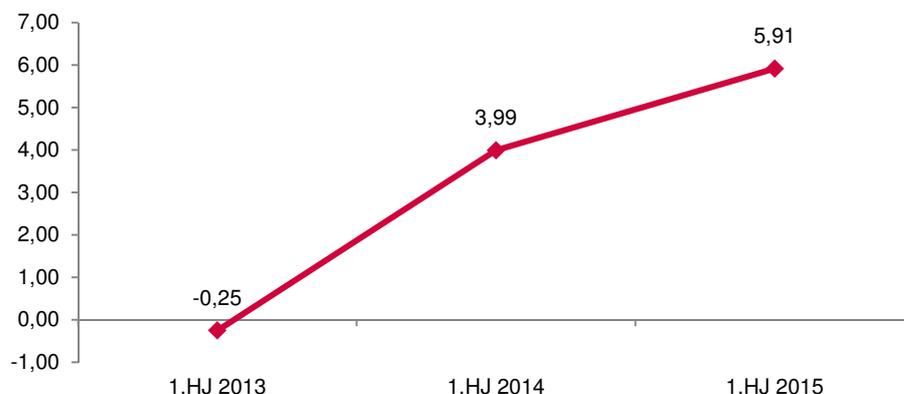
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Innerhalb der ersten sechs Monate 2015 haben sich bei der Vermögenssituation der HAEMATO AG keine wesentlichen Veränderungen ergeben. Zwar reduzierte sich das Eigenkapital von 58,98 Mio. € (31.12.14) auf 55,52 Mio. € (30.06.15), dies ist ausschließlich auf die erfolgte Dividendenauszahlung in Höhe von 6,23 Mio. € zurückzuführen. Dem steht ein positives Periodenergebnis in Höhe von 2,77 Mio. € entgegen, was insgesamt die EK-Reduktion in Höhe von 3,46 Mio. € erklärt. Nach wie vor verfügt die HAEMATO AG, mit einer EK-Quote von 53,0 % (31.12.14: 58,0 %), über eine überdurchschnittlich gute Eigenkapitalausstattung.

Für das Handelsgeschäft mit Parallelimporten und Generika muss die Gesellschaft eine gewisse Vorratshaltung von Arzneimitteln betreiben, um eine entsprechende Nachfrage schnell bedienen zu können. Daher ist der Kapitaleinsatz für das Working Capital (Nettoumlaufvermögen) mit 31,57 Mio. € (31.12.14: 33,76 Mio. €) als nennenswert zu bezeichnen. Auf der Aktivseite der Bilanz dominiert, neben den Posten mit Working Capital-Charakter, der Goodwill in Höhe von 34,58 Mio. € (31.12.14: 34,58 Mio. €). Dieser steht in Zusammenhang mit dem im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Erwerb der wichtigsten Tochtergesellschaft HAEMATO Pharm GmbH.

Trotz der erfolgten Dividendenzahlung in Höhe von 6,23 Mio. € haben sich die liquiden Mittel der HAEMATO AG mit 2,04 Mio. € (31.12.14: 2,42 Mio. €) nahezu konstant entwickelt. Dies liegt vornehmlich im positiven freien Cashflow in Höhe von 5,91 Mio. € begründet, welcher insbesondere von einem positiven Investitionscashflow in Höhe von 6,24 Mio. € profitierte. Hier finden sich Umschichtungen innerhalb des Finanzanlagevermögens wieder.

### Entwicklung des freien Cashflows (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	222,94	210,78	245,24	269,76
EBITDA (EBITDA-Marge)	12,55 (5,6%)	11,89 (5,6%)	13,76 (5,6%)	15,07 (5,6%)
EBIT (EBIT-Marge)	10,51 (4,7%)	9,85 (4,7%)	11,96 (4,9%)	13,37 (5,0%)
Jahresüberschuss	7,88	7,10	9,03	10,21
EPS in €	0,38	0,34	0,43	0,49

Quelle: GBC AG

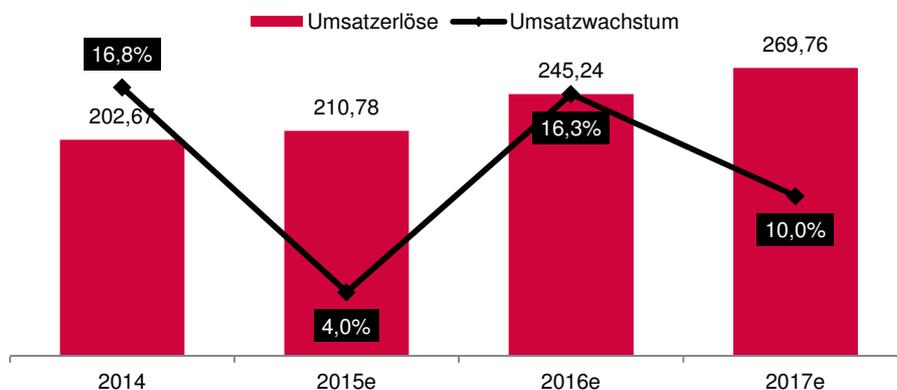
### Umsatzprognosen

Gegenüber dem Vorjahr verzeichnete die HAEMATO AG zwar sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene eine rückläufige Entwicklung, diese ist jedoch angesichts der seit dem zweiten Halbjahr 2014 gültigen strengeren Importvorschriften im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Nach dem Wegfall der belastenden Effekte im ersten Halbjahr 2015 war die HAEMATO AG in der Lage, wieder zum gewohnten Umsatzniveau zurückzukehren. Demnach kletterten die Umsätze im zweiten Quartal 2015 auf 56,32 Mio. €, nachdem im ersten Quartal 2015 lediglich Umsätze in Höhe von 45,16 Mio. € erzielt wurden.

Grundsätzlich agiert die HAEMATO AG mit ihrem Schwerpunkt auf Parallelimporten und Generika in einem stark wachsenden Marktumfeld. Dabei begründet sich eine zunehmende Nachfrage nach HAEMATO-Produkten einerseits aus der demografischen Entwicklung, mit einem zunehmenden Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung. Andererseits profitiert die Gesellschaft von den allgemeinen Einsparvorgaben der GKV, wodurch insbesondere Parallelimporte und Generika stark nachgefragt werden sollten. Vor diesem Hintergrund ist das durchschnittliche hohe Umsatzwachstum (CAGR) der HAEMATO AG in Höhe von 26,6 % (GJ 2009 - GJ 2014) zu sehen (Umsatzwerte der Geschäftsjahre 2009 - 2013 beziehen sich auf die veröffentlichten Umsatzzahlen der MPH Mittelständische Pharma Holding AG).

Unserer Ansicht nach dürfte die Gesellschaft in den nächsten Jahren in der Lage sein, an die dynamische Umsatzentwicklung anzuknüpfen, zumal der Herstellerzwangsrabatt im April 2014 von zuvor 16 % auf 7 % reduziert wurde, was sich positiv auf die Gesamtbranche ausgewirkt hatte. Die nun weggefallenen verschärften Importvorschriften haben bisher den positiven Effekt aus der Minderung des Herstellerzwangsrabattes überlagert.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

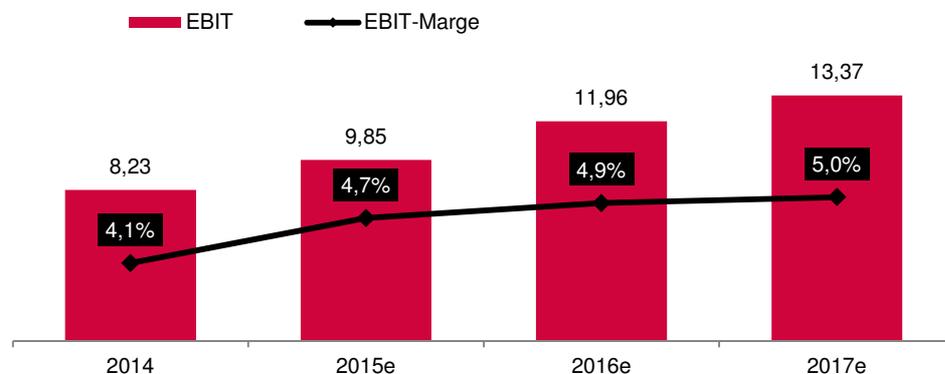
Angesichts der Halbjahresumsätze in Höhe von 101,48 Mio. € sind unsere bisherigen Umsatzprognosen für das Gesamtjahr 2015 in Höhe von 222,94 Mio. € leicht zu hoch. Dementsprechend haben wir unsere 2015er Umsatzprognosen zwar leicht auf 210,78 Mio. € reduziert, rechnen jedoch gegenüber dem Vorjahr weiterhin mit einem leichten Umsatzwachstum. Unsere unveränderten Umsatzprognosen für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 basieren auf der Erwartung einer Fortsetzung der Umsatzdynamik, vor dem Hintergrund von bereits erweiterten Kapazitäten sowie dem Wegfall belastender Sondereffekte.

### Ergebnisprognosen

Die tendenziell rückläufigen Ergebnismargen, als Folge einer verschärften Konkurrenzsituation einerseits sowie des bis zum April 2014 bestehenden Herstellerzwangsrabattes in Höhe von 16 % andererseits, sollten unseres Erachtens den Boden gefunden haben. Wichtig für unsere antizipierte Verbesserung der EBIT-Marge ist die im April 2014 erfolgte Reduktion des Herstellerzwangsrabattes auf 7,0 % (zuvor: 16,0 %), welche bisher noch nicht voll zur Geltung gekommen ist. Darüber hinaus sollte die HAEMATO AG in der Lage sein, im Zuge der erwarteten Umsatzsteigerungen, Skaleneffekte zu realisieren.

Analog zu den leicht reduzierten 2015er Umsatzprognosen haben wir das EBIT, bei einer unveränderten EBIT-Marge, leicht nach unten angepasst. Mittelfristig rechnen wir mit einer EBIT-Marge in Höhe von 5,0 % (ab dem GJ 2017e):

#### Prognose des EBIT (in Mio. €) und der 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 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 6,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 15,0 % 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.

**Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.**

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 1,50 % (bisher: 1,00 %).**

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 1,54 (bisher: 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,00% (bisher: 9,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,47 % (bisher: 9,02 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. **Der daraus resultierende Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 6,20 € (bisher: 6,50 €).** Die sich daraus ergebende leichte Kurszielminderung ist maßgeblich eine Folge der marktbedingten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,50 % und damit des Diskontierungssatzes auf 9,47 %.

## 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	3,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	14,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	210,78	245,24	269,76	283,25	297,41	312,28	327,89	344,29	
US Veränderung	4,0%	16,3%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,02	5,98	5,98	5,98	5,98	5,98	5,98	5,98	
EBITDA	11,89	13,76	15,07	18,13	19,03	19,99	20,99	22,03	
EBITDA-Marge	5,6%	5,6%	5,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	
EBITA	9,85	11,96	13,37	16,43	17,25	18,11	19,02	19,97	
EBITA-Marge	4,7%	4,9%	5,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Steuern auf EBITA	-1,48	-1,79	-2,01	-2,46	-2,59	-2,72	-2,85	-3,00	
zu EBITA	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	8,37	10,17	11,37	13,96	14,66	15,39	16,16	16,97	
Kapitalrendite	11,0%	13,2%	14,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	13,6%
Working Capital (WC)	35,00	36,00	37,80	39,68	41,67	43,75	45,94	48,23	
WC zu Umsatz	16,6%	14,7%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	
Investitionen in WC	-1,24	-1,00	-1,80	-1,88	-1,98	-2,08	-2,19	-2,30	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,00	41,00	45,10	47,36	49,72	52,21	54,82	57,56	
AFA auf OAV	-2,04	-1,80	-1,70	-1,70	-1,79	-1,87	-1,97	-2,07	
AFA zu OAV	4,9%	4,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
Investitionen in OAV	-1,51	-0,80	-5,80	-3,96	-4,15	-4,36	-4,58	-4,81	
Investiertes Kapital	77,00	77,00	82,90	87,04	91,39	95,96	100,76	105,80	
EBITDA	11,89	13,76	15,07	18,13	19,03	19,99	20,99	22,03	
Steuern auf EBITA	-1,48	-1,79	-2,01	-2,46	-2,59	-2,72	-2,85	-3,00	
Investitionen gesamt	-2,75	-1,80	-7,60	-5,84	-6,14	-6,44	-6,77	-7,10	
Investitionen in OAV	-1,51	-0,80	-5,80	-3,96	-4,15	-4,36	-4,58	-4,81	
Investitionen in WC	-1,24	-1,00	-1,80	-1,88	-1,98	-2,08	-2,19	-2,30	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,66	10,17	5,47	9,83	10,31	10,83	11,37	11,93	173,79

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	140,55	143,70
Barwert expliziter FCFs	48,33	42,75
Barwert des Continuing Value	92,22	100,96
Nettoschulden (Net debt)	17,38	14,78
Wert des Eigenkapitals	123,17	128,92
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	123,17	128,92
Ausstehende Aktien in Mio.	20,78	20,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,93	<b>6,20</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,9%	9,2%	9,5%	9,8%	10,1%
12,6%	6,36	6,04	5,75	5,48	5,24
13,1%	6,62	6,28	5,98	5,70	5,45
13,6%	6,88	6,53	<b>6,20</b>	5,91	5,65
14,1%	7,14	6,77	6,43	6,13	5,85
14,6%	7,40	7,01	6,66	6,34	6,05

## 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 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.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 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.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: (5a,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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (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.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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**

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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)