

HAEMATO AG*^{4,5a,6a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 50,10 €
(bisher: 52,50 €)

aktueller Kurs: 25,40
08.09.21 / XETRA / 09:02 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1
WKN: A289VV
Börsenkürzel: HAEK
Aktienanzahl³: 5,23
Marketcap³: 132,82
EnterpriseValue³: 118,73
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 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 08.09.21 (10:12 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 08.09.21 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

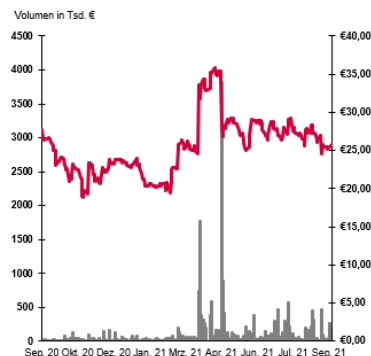
Fokus: Spezialpharmazeutika, Parallelimporte, Eigenmarken-Produkte

Mitarbeiter: 147 (30.06.2021)

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske



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	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	238,33	296,00	330,00	394,00
EBITDA	3,31	11,79	15,78	18,96
EBIT	1,63	10,09	13,90	17,11
Jahresüberschuss	-4,83	8,36	9,11	11,66

Kennzahlen in EUR	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Gewinn je Aktie	-1,02	3,00	1,74	2,23
Dividende je Aktie	1,00	1,10	1,20	1,60

Kennzahlen	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
EV/Umsatz	0,51	0,41	0,37	0,31
EV/EBITDA	36,45	10,25	7,66	6,37
EV/EBIT	74,27	11,97	8,69	7,06
KGV	neg.	16,14	14,81	11,57
KBV	1,08			

Finanztermine

30.11.2021: Q3-Zahlen 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.06.2021: RS / 52,50 / KAUFEN

23.04.2021: RS / 51,30 / KAUFEN

03.09.2020: RS / 49,00 / KAUFEN

22.06.2020: RS / 5,00 / 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“

1.HJ 2021: Neuer Umsatz- und Ergebnisrekordwert, Verkauf von Corona-Schnelltests wird aufgegeben, Prognosen und Kursziel leicht reduziert, Rating KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	94,01	115,81	151,53
EBITDA (EBITDA-Marge)	1,69 (1,8%)	2,07 (1,8%)	7,99 (5,3%)
EBIT (EBIT-Marge)	0,71 (0,8%)	1,23 (1,1%)	7,23 (4,8%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	-2,10	-2,82	7,04

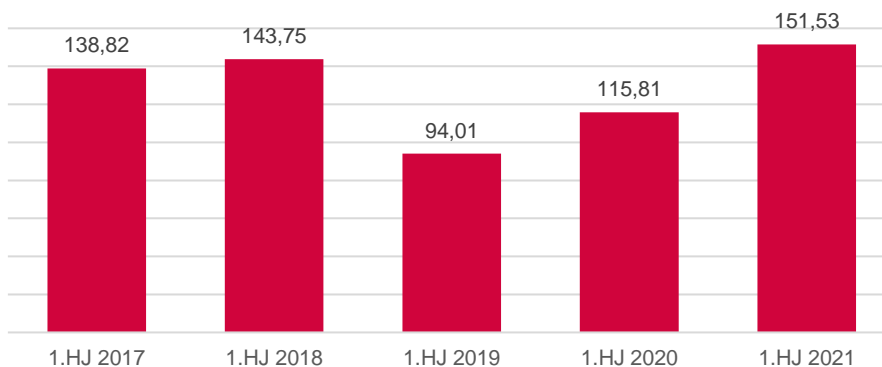
Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2021

Im ersten Halbjahr 2021 hat die HAEMATO AG einen starken Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 30,8 % auf 151,53 Mio. € (VJ: 115,81 Mio. €) erreicht. Der Vergleich zur Vorjahresperiode ist allerdings nur eingeschränkt aussagekräftig, da mit dem Erwerb der M1 Aesthetics GmbH, die seit dem 01.01.2021 vollkonsolidiert ist, eine deutliche anorganische Ausweitung der Geschäftstätigkeit erreicht wurde. Produktseitig hatte dieser Erwerb zu einer Ausweitung um den Bereich „Ästhetische Medizin“ geführt, womit insbesondere die Entwicklung und der Handel von Produkten der ästhetischen Chirurgie und der kosmetischen Dermatologie gemeint ist. Der anorganische Umsatzbeitrag, den wir aus den Halbjahreszahlen der Muttergesellschaft M1 Kliniken AG abgelesen haben, dürfte sich auf etwa 17,8 Mio. € belaufen haben. Damit beträgt das organische Wachstum 13,3 %.

Das organische Wachstum wurde ausschließlich im Bereich Diagnostika umgesetzt, hier insbesondere mit dem Vertrieb eines COVID-19 Antigen-Schnelltests. Nach Unternehmensangaben wurden damit Umsatzerlöse in Höhe von rund 25 Mio. € erwirtschaftet. Dies ist jedoch als ein Sondereffekt zu betrachten, da aufgrund des bestehenden Überangebotes am Markt kein weiterer Vertrieb von Antigen-Schnelltests mehr erfolgen soll. Damit wird der Diagnostika-Bereich deutlich unterhalb unserer bisherigen Annahme bleiben, in der wir für das laufende Geschäftsjahr mit dem Verkauf von Schnelltests Umsatzerlöse in Höhe von rund 45 Mio. € unterstellt hatten.

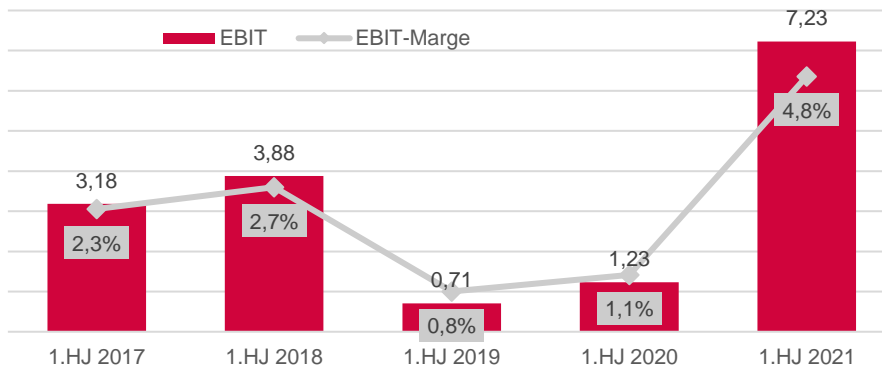
Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Da wir davon ausgehen, dass sowohl die Umsätze des Produktsegmentes „Ästhetische Medizin“ als auch die Diagnostik-Umsätze im Vergleich zu den Umsätzen des Stammgeschäftes „Parallelimporte“ und „Generika“ besonders margenstark sind, ist der deutliche Rentabilitätsanstieg nicht überraschend. Das EBIT legte dabei auf 7,23 Mio. € (VJ: 1,23 Mio. €) sichtbar zu und die dazugehörige EBIT-Marge erhöhte sich auf 4,8 % (VJ: 1,1 %). Dabei handelt es sich jeweils um neue Halbjahres-Rekordwerte.

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



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Trotz des deutlichen Anstiegs des operativen Ergebnisses, liegt dieses unterhalb unserer Erwartungen. Speziell die bisher von uns unterstellte EBIT-Marge beim Vertrieb der Corona-Tests in Höhe von 33 % dürfte nicht erreicht worden sein. Dementsprechend werden wir insbesondere die Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2021 zum Anlass nehmen, um eine Prognoseanpassung vorzunehmen (siehe Prognose und Modellannahmen).

Vermögenslage zum 30.06.2021

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Eigenkapital (EK-Quote)	75,68 (65,0%)	72,22 (56,2%)	125,48 (74,2%)	147,99 (78,9%)
Anlagevermögen	39,72	40,42	40,08	93,39
Working Capital	44,38	55,44	35,12	38,93
Liquide Mittel	5,60	2,10	7,54	12,77
Cashflow - operativ	0,56	-2,76	14,67	-0,55
Cashflow - Investition	6,21	-0,70	-0,84	-0,12
Cashflow - Finanzierung	-7,64	0,05	-4,49	7,84

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Bereits zum 31.12.2020 war die M1 Aesthetics als kurzfristiger Vermögenswert auf der Aktivseite sowie die für den Erwerb der neuen Tochtergesellschaft durchgeführte Sachkapitalerhöhung auf der Passivseite erfasst, was zu einer Bilanzverlängerung geführt hatte. Zum 30.06.2021 hat lediglich im Zuge der Vermögens-Allokation eine Aufteilung auf die einzelnen Bilanzpositionen stattgefunden. Dies hatte beispielsweise einen starken Anstieg des operativen Anlagevermögens auf 93,39 Mio. € (31.12.2020: 40,08 Mio. €) nach sich gezogen. Erst Ende 2021 dürfte bekannt sein, welcher Teil davon dem Goodwill und welcher Teil dem immateriellen Vermögen zugeordnet wurde.

Dass trotzdem eine Bilanzverlängerung auf 187,50 Mio. € (VJ: 169,06 Mio. €) ausgewiesen wird ist auf der Passivseite auf den starken Anstieg des Eigenkapitals auf 147,99 Mio. € (30.12.2020: 125,48 Mio. €) zurückzuführen. Neben dem positiven Halbjahresergebnis in Höhe von 7,04 Mio. € hat die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung in Höhe von netto 14,49 Mio. € erfolgreich durchgeführt. Auf der Aktivseite hatte die Kapitalerhöhung zu einem Anstieg der liquiden Mittel auf 12,77 Mio. € (31.12.2020: 7,54 Mio. €) geführt. Die liquiden Mittel erhöhten sich dabei trotz der Rückführung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 4,93 Mio. €. Eigentlich hätten die liquiden Mittel vor allem vor dem Hintergrund der positiven operativen Entwicklung noch stärker ansteigen sollen, dem stand jedoch ein deutlicher Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gegenüber, so dass der operative Cashflow mit -0,55 Mio. € (VJ: 3,98 Mio. €) negativ ausgefallen

len sind. Zum Bilanzstichtag wurden Forderungen in Höhe von 15,53 Mio. € vereinbart, die jedoch erst am 01.07.21 liquiditätswirksam waren.

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	238,33	315,82	296,00	330,00	394,00
EBIT (Marge)	1,63 (0,7%)	22,82 (7,2%)	10,09 (3,4%)	13,90 (4,2%)	17,11 (4,3%)
Nachsteuerergebnis	-4,83	15,69	8,36	9,11	11,67

Quelle: GBC AG

Das HAEMATO-Management hat mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes die Guidance angehoben. Für das Gesamtjahr 2021 werden nun Umsatzerlöse zwischen 280 bis 300 Mio. € (bisher: 260 bis 290 Mio. €) und ein EBIT in Höhe von 9 bis 11 Mio. € (bisher: 7 bis 9 Mio. €) in Aussicht gestellt. Wir gehen davon aus, dass die Prognoseanhebung insbesondere der guten Entwicklung der Tochtergesellschaft M1 Aesthetics geschuldet ist. Dies deckt sich auch mit der Management-Aussage, in der die erwartete Steigerung des EBIT mit der Konzentration auf margenstärkere Bereiche, insbesondere mit dem Ausbau des Produktbereiches „Lifestyle und Ästhetik“, begründet wird.

Bislang hatten wir in unseren Prognosen zusätzlich dazu Umsätze im Diagnostikbereich in Höhe von 45 Mio. € einbezogen und lagen mit unserer bisherigen Umsatzschätzung für 2021 in Höhe von 315,82 Mio. € über der bisherigen Guidance. Da aber in diesem Segment mit dem mittlerweile aufgegebenen Vertrieb der Corona-Schnelltests lediglich rund 25 Mio. € erwirtschaftet werden, reduzieren wir unsere Umsatzprognosen um ca. 20 Mio. €. Mit der folglich aktualisierten Umsatzschätzung für 2021 in Höhe von 296,00 Mio. € liegen wir im Rahmen der Guidance-Bandbreite.

Bislang hatten wir zudem den von uns unterstellten zusätzlichen EBIT-Beitrag aus dem Vertrieb der Corona-Schnelltests in Höhe von rund 15 Mio. € (EBIT-Marge: 33,3 %) zur Ergebnis-Guidance dazugerechnet und damit für 2021 einen starken Anstieg des EBIT auf 22,82 Mio. € unterstellt. Die Halbjahreszahlen 2021 zeigen jedoch, dass der EBIT-Beitrag, aufgrund einer starken Konkurrenzsituation, die sich entsprechend negativ auf die Ergebnismargen ausgewirkt hatte, deutlich unter unseren Erwartungen geblieben ist. Es liegt zwar keine Aufspaltung des operativen Ergebnisses nach den einzelnen Segmenten vor, unseren Annahmen zur Folge dürfte der EBIT-Beitrag des Diagnostik-Bereiches bei knapp 3,0 Mio. € gelegen haben. Da dieser Produktbereich im zweiten Halbjahr 2021 keinen weiteren EBIT-Beitrag leisten wird, reduzieren wir unsere EBIT-Prognose deutlich auf 10,09 Mio. € und liegen damit im Rahmen der Unternehmens-Guidance.

Für die Prognosen der kommenden Geschäftsjahre, die ohnehin den Sondereffekt aus dem Vertrieb der Corona-Schnelltests nicht enthalten hatten, haben wir keine Anpassungen vorgenommen. Der Wegfall der Test-Umsätze sollte neben der Fortsetzung der positiven Entwicklung im Handelsgeschäft insbesondere durch die Entwicklung der Eigenmarken im Bereich der „Ästhetischen Medizin“ aufgefangen werden. 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. Zudem sollte im angestammten Spezialpharmazeutika-Handelssegment die Konzentration auf margenstärkere Produkte wie etwa Biosimilars oder Biopharmazeutika ebenfalls einen positiven Margeneffekt haben.

Unter Berücksichtigung der reduzierten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 haben wir im DCF-Bewertungsmodell ein neues Kursziel in Höhe von 50,10 € (bisher: 52,50 €) ermittelt. Wir vergeben 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. 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

Als Folge der reduzierten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 50,10 € (bisher: 52,50 €) ermittelt.

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	4,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	296,00	330,00	394,00	413,70	434,39	456,10	478,91	502,85	
US Veränderung	24,2%	11,5%	19,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,22	8,05	9,49	10,18	10,90	11,68	12,50	13,37	
EBITDA	11,79	15,78	18,96	20,69	21,72	22,81	23,95	25,14	
EBITDA-Marge	4,0%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
EBITA	10,09	13,90	17,11	18,84	19,91	21,03	22,20	23,43	
EBITA-Marge	3,4%	4,2%	4,3%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,52	-4,01	-4,28	-4,71	-4,98	-5,26	-5,55	-5,86	
EBI (NOPLAT)	7,57	9,89	12,83	14,13	14,93	15,77	16,65	17,58	25,0%
Kapitalrendite	11,4%	13,5%	16,9%	17,8%	18,8%	19,8%	20,8%	21,9%	22,5%
Working Capital (WC)	32,05	35,05	37,85	38,85	39,85	40,85	41,85	42,85	
WC zu Umsatz	10,8%	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	11,79	15,78	18,96	20,69	21,72	22,81	23,95	25,14	
Steuern auf EBITA	-2,52	-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	0,71	6,89	9,53	13,98	14,74	15,55	16,39	17,28	296,64

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	236,64	249,36
Barwert expliziter FCFs	66,73	65,37
Barwert des Continuing Value	169,91	183,99
Nettoschulden (Net debt)	-12,56	-12,60
Wert des Eigenkapitals	249,20	261,96
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	249,20	261,96
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	47,66	50,10

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%
20,5%	56,08	50,77	46,49	42,97	40,04
21,5%	58,44	52,82	48,29	44,58	41,47
22,5%	60,79	54,87	50,10	46,18	42,91
23,5%	63,15	56,92	51,90	47,78	44,35
24,5%	65,50	58,97	53,71	49,39	45,79

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, 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