



Researchstudie (Anno)

HAEMATO AG



- Positive Tendenz nach Umsatz- und Ergebnisschwäche in 2019
- Zusammenarbeit mit M1 Kliniken AG könnte sich positiv auswirken
- Geringe Effekte aus Covid-19 erwartet

Kursziel: 5,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 19.06.2020 (11:10 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 22.06.2020 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

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

KAUFEN

Kursziel: 5,00 €
(bisher: 6,00 €)

aktueller Kurs: 2,38
18.06.20 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006190705
WKN: 619070
Börsenkürzel: HAE
Aktienanzahl³: 22,87
Marketcap³: 54,42
EnterpriseValue³: 64,21
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 51,8 %

Transparenzlevel:
Open Market
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ICF Kursmakler AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

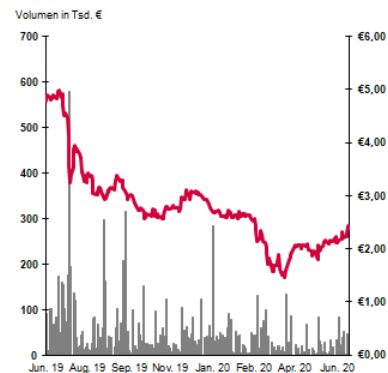
Fokus: Generika, Parallelimporte

Mitarbeiter: 166 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1993

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Uwe Zimdars, Daniel Kracht



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 mit Hyaluronsäure und Botulinumtoxin 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	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	197,83	217,92	244,82	275,42
EBITDA	1,90	4,26	5,90	8,85
EBIT	-0,02	2,36	4,02	7,00
Jahresüberschuss	-1,17	0,49	1,90	4,40

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,05	0,02	0,08	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,20

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,32	0,29	0,26	0,23
EV/EBITDA	33,79	15,07	10,88	7,26
EV/EBIT	neg.	27,21	15,97	9,17
KGV	neg.	111,07	28,64	12,37
KBV	0,75			

Finanztermine

24.08.2020: Halbjahresbericht 2020
23.11.2020: Q3-Bericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.09.2019: RS / 6,00 / KAUFEN
28.05.2019: RS / 6,15 / KAUFEN
12.09.2018: RS / 7,90 / KAUFEN
18.05.2018: RS / 8,00 / KAUFEN
18.09.2017: RS / 7,35 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die bereits unterjährig sichtbare Umsatzschwäche hat bei der HAEMATO AG in 2019 zu einer rückläufigen Umsatzentwicklung auf 197,84 Mio. € (VJ: 274,12 Mio. €) geführt. Einerseits hat die Gesellschaft in 2018 eine Reihe margenschwächerer Produkte aus dem Sortiment entfernt, was mit einem Umsatzrückgang von rund 20 Mio. € verbunden war. Auf der anderen Seite ist bei einigen Produkten der Patentschutz ausgelaufen. Bei der Einführung von Ersatzprodukten (hier vor allem Biosimilars) kam es zu Verzögerungen sowie zu Preisrückgängen. Schließlich kam es bei der Einführung der EU-Fälschungsschutzrichtlinie zu technischen Verzögerungen bei der europäischen Datenbank.
- Parallel zum Umsatzrückgang reduzierte sich die Rohertragsmarge auf 7,6 % (VJ: 8,3 %) und damit der entsprechende Rohertrag auf 15,06 Mio. € (VJ: 22,86 Mio. €). Nach Unternehmensangaben ist dies im Wesentlichen abhängig von der Verschreibungspraxis der Ärzte, die einen unmittelbaren Einfluss auf die von der HAEMATO AG gehandelten Produkte und damit auf den Materialaufwand hat. Infolge des rückläufigen Rohertrages minderte sich das EBIT auf -0,19 Mio. € (VJ: 6,56 Mio. €) und das Nachsteuerergebnis lag mit -1,17 Mio. € (VJ: 6,28 Mio. €) ebenfalls im negativen Bereich. Angesichts der von uns bereits erwarteten rückläufigen Geschäftsentwicklung hatten wir bislang ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -0,34 Mio. € erwartet.
- Dennoch weist die HAEMATO AG insbesondere in den letzten Quartalen eine insgesamt positive Tendenz auf. Im ersten Quartal 2020 wurde wieder ein Konzernumsatz in Höhe von 60,6 Mio. € (VJ: 48,4 Mio. €) erreicht, der um 25,2 % über dem Vorjahreswert lag. Bereits im vierten Quartal 2019 wurde wieder ein deutlich höheres Umsatzniveau erzielt. Neben dem Wegfall umsatzbelastender Effekte profitiert die Gesellschaft von einem Marktumfeld, welches von einer hohen Nachfrage nach preisgünstigen Arzneimitteln geprägt ist. Darüber hinaus dürften Corona-bedingte Faktoren keinen großen Einfluss haben. Da die Gesellschaft Apotheken mit importierten Arzneimitteln beliefert, welche insbesondere die Indikationsbereiche Onkologie, Herz-Kreislauf-erkrankungen, neurologische Erkrankungen sowie HIV/Aids adressieren, dürfte bei den HAEMATO-Produkten eine kontinuierliche Nachfrage vorliegen. Auf der Beschaffungsseite sieht das Management zudem bislang keine Einschränkungen vorliegen.
- Die künftige Geschäftsentwicklung der HAEMATO AG könnte stärker vom Handelsbereich im Beauty-Segment geprägt sein. Dies steht insbesondere mit der von der M1 Kliniken AG angekündigten Akquisition von 11,01 Mio. HAEMATO-Aktien von der MPH Health Care AG in Verbindung. Ab dem 01.07.2020 soll die HAEMATO AG in die M1-Gruppe integriert werden, was zur angesprochenen Stärkung des Handelsgeschäftes führen dürfte. Dabei wären nicht nur Synergien bei bestehenden Handelsprodukten sondern mittelfristig auch beim gemeinsamen Aufbau neuer Produktlinien im Medizinprodukte- und OTC-Bereich vorhanden. Für unsere Prognosen orientieren wir uns konservative an die bisherige Unternehmens-Guidance, die die zusätzlichen Potenziale dieser Transaktion noch nicht enthalten und erwarten für das laufende Geschäftsjahr einen Umsatzanstieg in Höhe von 10 % auf 217,62 Mio. €. In den kommenden Jahren sollte das Umsatzwachstum jeweils 12,5 % betragen. Nach dem negativen EBIT in 2019 sollte der Break-Even in 2020 nachhaltig überschritten werden. Bis 2022 rechnen wir mit einem Anstieg der EBIT-Marge auf 2,5 %.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 5,00 € (bisher: 6,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei eine Folge der niedrigeren Prognosen für die Geschäftsjahre 2020 und 2021. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

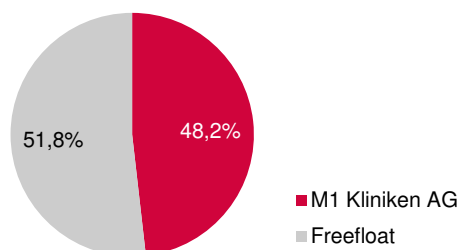
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftssegment Parallelimporte	4
Geschäftssegment ästhetische Behandlungen	5
Geschäftssegment Generika	5
Markt und Marktumfeld	6
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2019	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Prognose und Bewertung	12
Prognosegrundlage	12
Umsatzprognosen 2020 - 2022	13
Ergebnisprognose 2020 - 2022	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

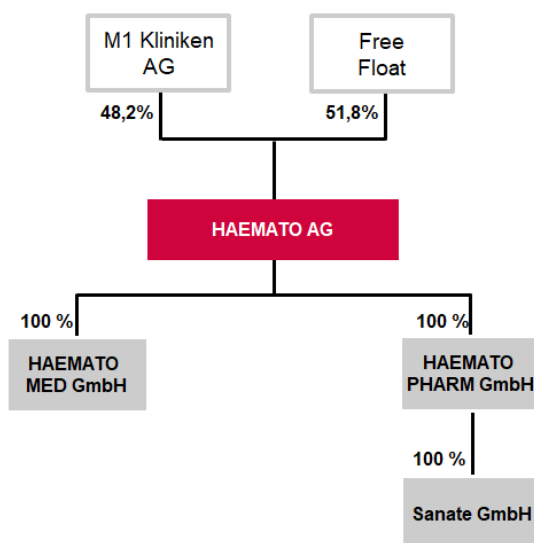
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
M1 Kliniken AG	48,2%
Freefloat	51,8%

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Am 10.06.2020 hat die M1 Kliniken AG die Übernahme aller zuvor im Eigentum der MPH Health Care AG gehaltenen HAEMATO-Anteile bekannt gegeben und wird damit ab dem 01.07.2020 neuer Großaktionär der HAEMATO AG. Gemäß Angaben des M1-Managements sollen die beiden Gesellschaften innerhalb des M1-Konzerns ihre jeweiligen Kernkompetenzen stärken. Für die HAEMATO AG, die auch weiterhin als eigenständige börsennotierte Gesellschaft agieren wird, bedeutet dies eine stärkere Konzentration auf den Bereich des Arzneimittel- und Medizinproduktehandels. Auch die Entwicklung von Eigenmarken für den Selbstzahlerbereich soll stärker adressiert werden.

Geschäftssegment Parallelimporte

Das Geschäftssegment der Parallelimporte ist für die HAEMATO AG von hoher Bedeutung. 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 Arzneimit-

telgesetzen 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 1.000 Zulassungen.

Geschäftssegment ästhetische Behandlungen

Über die Tochtergesellschaft HAEMATO Med GmbH wird der Bereich der pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkte für ästhetische Behandlungen und kosmetische Dermatologie zunehmend adressiert. In 2018 wurden dabei die ersten Pflegeprodukte auf Hyaluronsäure-Basis in den Markt eingeführt. Das Produktsortiment umfasst darüber hinaus auch medizintechnische Produkte wie Einmalkanülen und Injektionsnadeln für die Injektion von Dermafillern oder Eigenfett. Vertrieben werden die Produkte dieses Segments, ähnlich wie in den beiden klassischen Geschäftsbereichen, über das breite Apothekennetzwerk.

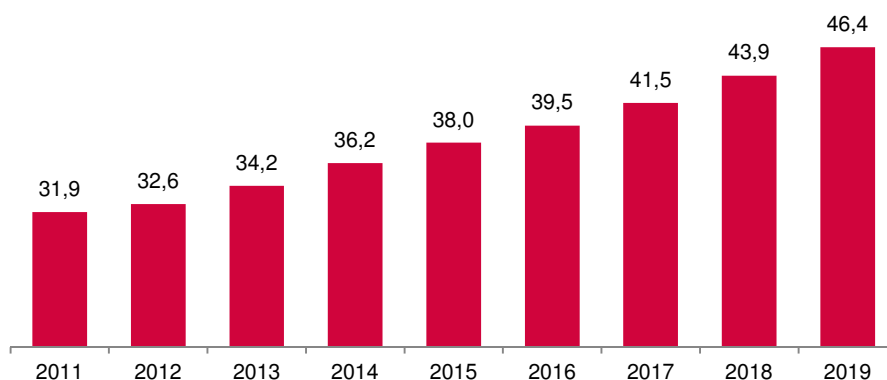
Geschäftssegment Generika

Generika sind Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen und damit eine wirkungsgleiche Nachahmung eines bereits unter einem Markennamen auf dem Markt befindlichen Medikaments darstellen. Nach Auslauf des Patentschutzes, welcher in der Regel einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren umfasst, dürfen Generika produziert und vertrieben werden. Der Vorteil von Generika liegt im Kostenfaktor, da diese aufgrund fehlender Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als das Originalpräparat sind. Dieser Geschäftsbereich hat in den vergangenen Geschäftsjahren laut HAEMATO zunehmend an Bedeutung verloren und spielt derzeit eine nur noch untergeordnete Rolle.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die HAEMATO AG ist mit ihrem Geschäftsmodell insbesondere Teil der deutschen Pharmabranche, die in den vergangenen Geschäftsjahren von jeweils starken Wachstumsraten geprägt war. Auch in 2019 legte der Umsatz mit Arzneimitteln im gesamten Pharmamarkt von 43,9 Mrd. € auf 46,4 Mrd. € zu, was unseren Berechnungen zur Folge einem Wachstum von 5,7 % entspricht. Seit 2011 legten die Arzneimittelumsätze in Deutschland seit 2011 durchschnittlich um dynamische 4,4 % zu. Die demografische Entwicklung aber auch die Einführung neuer Arzneimittel sowie neuer Therapieformen haben in den vergangenen Jahren zu diesem starken Anstieg geführt und sollten auch die künftige Entwicklung bestimmen.

Arzneimittelumsätze in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: IQVIA; GBC AG

Analog zu den Arzneimittelumsätzen legten die Ausgaben der Kostenträger gemäß GKV-Spitzenverband in den vergangenen Geschäftsjahren ebenfalls dynamisch zu. Gemäß zuletzt verfügbarer Daten für den Zeitraum 2014 bis 2018 legten diese durchschnittlich jährlich um 3,7 % auf 38,67 Mrd. € (2018) zu. Infolge dieser dynamischen Entwicklung können die Einsparbemühungen der Krankenkassen insbesondere für den Bereich Parallelimporte ein wichtiger Treiber sein. Nachdem in 2004 die mittlerweile angepasste Reimportklausel in Kraft getreten ist, legte der Anteil der Reimporte kontinuierlich zu. In 2018 lag die Reimportquote zum dritten Jahr in Folge stabil bei 8,7 %, was bedeutet, dass das Reimportvolumen die gleiche Dynamik wie der gesamte Pharmamarkt aufweist. 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.

Die hohe Konzentration auf diese Indikationsbereiche ist auch vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Pandemie ein wichtiger Faktor. Uns liegen derzeit keine aktuellen Marktschätzungen, die die aktuelle Situation berücksichtigen, vor. Allerdings muss hier bedacht werden, dass in den Bereichen Onkologie, Herz-Kreislauf-Erkrankungen, HIV etc. die Therapien auch während der Covid-19-Pandemie fortgesetzt werden müssen. Daher müsste die HAEMATO AG hier von einer stabilen Nachfragesituation profitieren. Nach Angaben des Managements liegen aktuell auch keine transportbedingten Einschränkungen vor, so dass in diesem Geschäftsbereich von einer vergleichsweise geringen Corona-Auswirkung auszugehen ist.

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	274,12	197,83	217,62	244,82	275,42
sonstige betriebliche Erträge	1,73	1,46	1,30	1,30	1,30
Materialaufwand	-252,99	-184,24	-201,51	-226,46	-253,39
Rohhertrag	22,86	15,06	17,40	19,66	23,33
Personalaufwand	-6,32	-6,31	-6,40	-6,42	-6,50
Abschreibungen	-1,46	-1,92	-1,90	-1,88	-1,85
sonstige betriebliche Aufwendungen	-8,52	-6,85	-6,74	-7,34	-7,99
EBIT	6,56	-0,02	2,36	4,02	7,00
Zinserträge	2,28	0,35	0,00	0,15	0,30
Zinsaufwendungen	-1,08	-1,52	-1,75	-1,80	-1,80
EBT	7,76	-1,19	0,61	2,37	5,50
Steuern	-1,48	0,02	-0,12	-0,47	-1,10
Jahresüberschuss	6,28	-1,17	0,49	1,89	4,40
EBITDA	8,02	1,90	4,26	5,90	8,85
in % der Umsatzerlöse	2,9%	1,0%	2,0%	2,4%	3,2%
EBIT	6,56	-0,02	2,36	4,02	7,00
in % der Umsatzerlöse	2,4%	0,0%	1,1%	1,6%	2,5%
Ergebnis je Aktie in €	0,27	-0,05	0,02	0,08	0,19

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

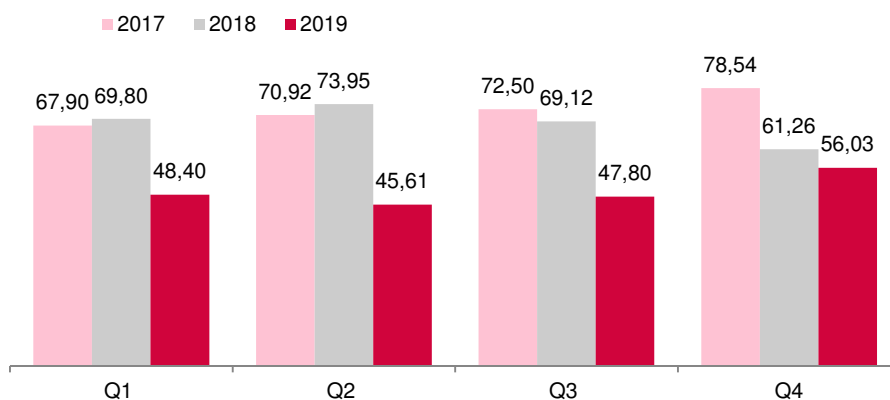
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	275,61	289,44	274,12	197,84
EBITDA	15,25	11,24	9,96	1,90
EBITDA-Marge	5,5%	3,9%	3,6%	1,0%
EBIT	13,44	9,39	8,50	-0,02
EBIT-Marge	4,9%	3,2%	3,1%	neg.
Nachsteuerergebnis	11,04	6,96	6,28	-1,17
EPS in €	0,53	0,32	0,27	-0,05

Quelle: HAEMATO AG, GBC AG

Wie erwartet, hat die HAEMATO AG in 2019 eine auf 197,84 Mio. € (VJ: 274,12 Mio. €) deutlich rückläufige Umsatzentwicklung ausgewiesen. Bereits im Vorfeld war dabei bekannt, dass die Gesellschaft in 2018 eine Reihe margenschwächerer Produkte aus dem Sortiment entfernt hatte, was unserer Erkenntnis nach dem Wegfall eines jährlichen Umsatzvolumens von rund 20 Mio. € entspricht. Zudem ist bei einigen umsatzstarken Produkten der Gesellschaft der Patentschutz ausgelaufen, was infolge des Markteintritts so genannter Biosimilars zu einem Preisrückgang bei diesen Produkten geführt hatte. Auf der anderen Seite wurde in 2019 die Einführung der EU-Fälschungsschutzrichtlinie umgesetzt, wobei es hier bei der datenbankgestützten Echtheitsprüfung zu technischen Problemen bei der EU-Datenbank gekommen war. Die Folge daraus waren Verzögerungen bei der Marktfreigabe von Arzneimitteln, was sich unmittelbar auf die Umsatzentwicklung der HAEMATO AG belastend ausgewirkt hatte. Insgesamt sieht sich die Gesellschaft aber auch einem zunehmend stärkeren Wettbewerb ausgesetzt.

In der unterjährigen Betrachtung werden die Aufholeffekte des zweiten Halbjahres, hier insbesondere des vierten Quartals, ersichtlich. Das Umsatzniveau des Jahresendquartals lag mit 56,03 Mio. € deutlich oberhalb der vorhergehenden Quartale, jedoch weiterhin unterhalb des Vorjahreswertes. In unserer Researchstudie vom 04.09.2019 hatten wir mit unseren Umsatzprognosen in Höhe von 211,07 Mio. € eine schnellere Erholung für das zweite Halbjahr 2019 unterstellt.

Quartalsbezogener Jahresvergleich der Umsatzerlöse (in Mio. €)

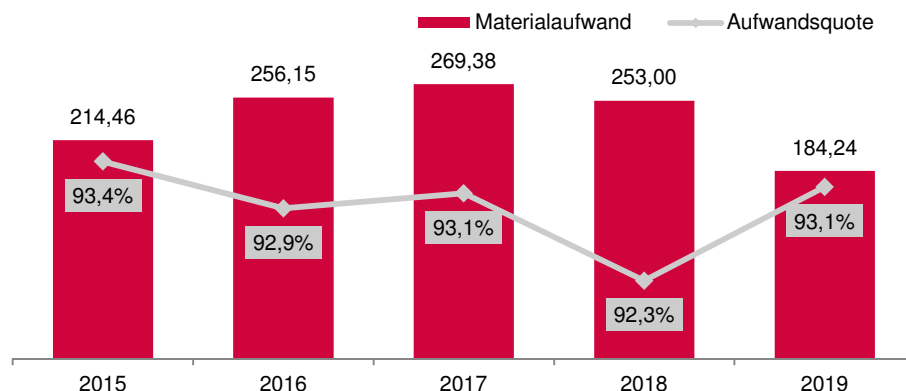


Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Trotz des Wegfalls margenschwächerer Produkte weist die HAEMATO AG einen überproportionalen Rückgang des Rohertrages um 34,1 % auf 15,06 Mio. € (VJ: 22,86 Mio. €) und damit eine Reduktion der Rohertragsmarge auf 7,6 % (VJ: 8,3 %) aus. Nach Unternehmensangaben hängt dies mit der Sortimentspolitik der Apotheken und Großhändler zusammen, die einen unmittelbaren Einfluss auf die von der HAEMATO AG gehandelten Produkte und damit auf den Materialaufwand hat. Die Materialaufwands-

quote erhöhte sich leicht auf 93,1 % (VJ: 92,3 %), blieb jedoch innerhalb der für die HAEMATO AG gewohnten Bandbreite.

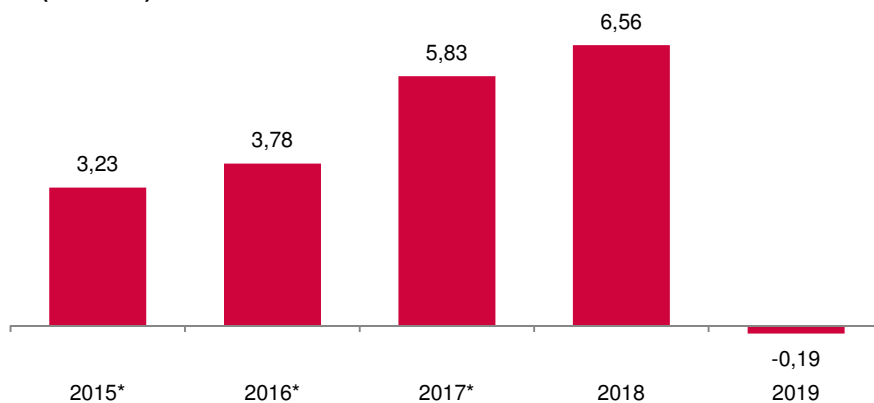
Materialaufwand (in Mio. €) und Materialaufwandsquote (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Analog zur Reduktion des Rohertrages lag das EBIT mit -0,19 Mio. € (VJ: 6,56 Mio. €) deutlich unterhalb des Vorjahreswertes. Bei den weiteren Kostenpositionen weist die Gesellschaft eine vergleichsweise konstante Entwicklung auf, es ist jedoch erwähnenswert, dass trotz des deutlichen Umsatzeinbruches von 28 % auf EBIT-Ebene nahezu der Break-Even erreicht wurde, wodurch auch die Robustheit des Geschäftsmodells bestätigt wurde.

EBIT (in Mio. €)



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

Bislang war das HAEMATO-EBIT in einem nennenswerten Umfang von den Kursveränderungen gehaltener Anteile an börsennotierten Gesellschaften beeinflusst. Im Rahmen des vorliegenden Geschäftsberichtes wurden die wertpapierbedingten Bewertungseffekte erstmals dem Finanzergebnis zugeordnet. Mit -1,17 Mio. € (VJ: 1,20 Mio. €) lag dieses dabei deutlich unterhalb des Vorjahreswertes, wobei hier die Trennung zwischen Zinsaufwand und Bewertungsergebnis vorzunehmen ist. Während beim Zinsaufwand eine Verbesserung auf 0,77 Mio. € (VJ: 1,08 Mio. €) erreicht wurde, mussten bei den gehaltenen Wertpapieren kursbedingte Abschreibungen vorgenommen werden. In Summe beliefen sich diese auf 0,73 Mio. €. Im Vorjahr wurden noch aufgrund einer positiven Kursentwicklung Zuschreibungen in Höhe von 1,94 Mio. € vorgenommen, was das positive Finanzergebnis erklärt.

Folglich lag das Nachsteuerergebnis mit -1,17 Mio. € (VJ: 6,28 Mio. €) etwas weiter unterhalb des Break-Even, angesichts des starken Umsatzrückgangs war dies jedoch zu erwarten. Bislang hatten wir ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -0,34 Mio. € erwartet.

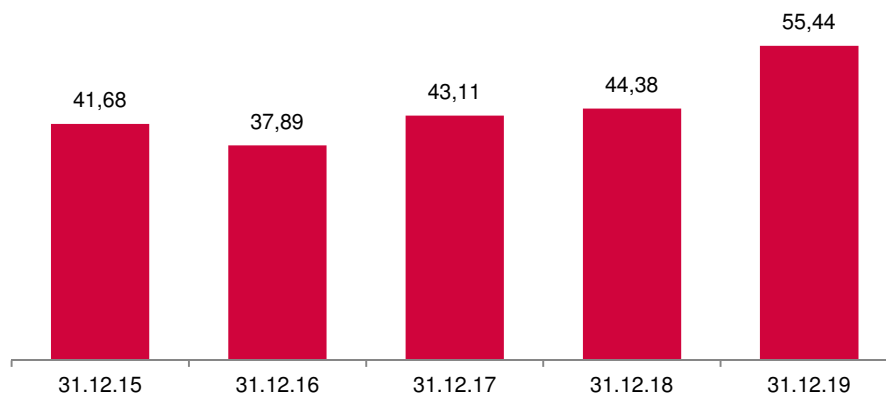
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	62,79	70,80	75,68	72,22
EK-Quote	54,0%	57,2%	65,0%	56,2%
Operatives Anlagevermögen	40,44	40,05	39,72	40,42
Vorräte	37,89	44,90	44,38	55,44
Liquide Mittel	9,79	6,47	5,60	2,10
Cashflow - operativ	12,76	-8,35	0,56	-2,76
Cashflow - Investition	0,05	5,43	6,21	-0,70
Cashflow - Finanzierung	-5,46	-0,41	-7,64	0,05

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die HAEMATO AG weist ein für Handelsunternehmen typisches Bilanzbild auf, welches auf der Aktivseite von den Vorräten dominiert ist. In den Vorräten sind dabei in erster Linie die bevorrateten Arzneimittel enthalten, womit jeweils eine zeitnahe Belieferung der Apotheken gewährleistet ist. Zum Bilanzstichtag 31.12.2019 weist die Gesellschaft hier einen starken Anstieg auf 55,44 Mio. € (31.12.18: 44,38 Mio. €) auf. Grundsätzlich führt ein Anstieg des Vorratsvermögens zu einer höheren Kapitalbindung, was sich unter anderem auch im operativen Cashflow wiederfindet. Dass der operative Cashflow jedoch mit -2,76 Mio. € (VJ: 0,56 Mio. €) nicht so stark vom Lageranstieg geprägt war, ist einem Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten geschuldet. Bereinigt um Working Capital-Effekte hätte die HAEMATO AG einen operativen Cashflow in Höhe von 0,93 Mio. € ausgewiesen.

Entwicklung der Vorräte (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Finanzierung des Working Capitals wird dabei sowohl über das operative Geschäft als auch zum Teil über die Aufnahme von Bankdarlehen abgedeckt. Zum 31.12.2019 weist die Gesellschaft dabei Bankverbindlichkeiten in Höhe von 28,89 Mio. € (VJ: 22,68 Mio. €) aus. Da im laufenden Geschäftsjahr 2020 die langfristigen Tranchen der Bankkredite zur Verlängerung anstehen, sind die gesamten Finanzverbindlichkeiten als kurzfristig klassifiziert. Die Prolongationsgespräche sind Ende 2019 gestartet und dürften im zweiten Halbjahr 2020 zum erfolgreichen Abschluss gebracht werden.

Ein wichtiges Asset sind zudem die gehaltenen Wertpapiere an einem börsennotierten Unternehmen in Höhe von 15,25 Mio. € (31.12.18: 15,97 Mio. €). Da diese als langfristig klassifiziert sind, liegt hier aktuell keine Verkaufsabsicht vor. Dennoch stellen diese marktgängigen Wertpapiere in unseren Augen einen wichtigen Sicherheitspuffer dar.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	197,84	217,62	244,82	275,42
EBITDA	1,90	4,26	5,90	8,85
EBITDA-Marge	1,0%	2,0%	2,4%	3,2%
EBIT	-0,02	2,36	4,02	7,00
EBIT-Marge	neg.	1,1%	1,6%	2,5%
Nachsteuerergebnis	-1,17	0,49	1,89	4,40

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Hinweis: Mit Meldung vom 10.06.2020 hat die M1 Kliniken die Übernahme von insgesamt 11,01 Mio. HAEMATO-Aktien (entspricht einer Beteiligung von 48,2 %) angekündigt. Ab dem 01.07.2020 wird die HAEMATO AG damit in die M1-Gruppe integriert werden. Auf operativer Ebene könnte diese Transaktion für die HAEMATO AG eine Stärkung des Handelsgeschäftes im Bereich der Schönheitsbehandlungen bedeuten. Die Verbindung der Einkaufspotenziale der HAEMATO AG mit dem Einkaufsvolumen der M1 Kliniken AG verspricht attraktive Einkaufspreise. Neue Produkte können mit dem starken Brand- und Social Media Kompetenzen der M1 Kliniken AG und der Einkaufs- und Produktentwicklungskompetenz der HAEMATO AG zu einer Win-Win-Situation führen. In unseren nachfolgend ausformulierten Prognosen haben wir die noch zu konkretisierenden möglichen positiven Effekte aus der engeren Zusammenarbeit der M1 Kliniken AG und der HAEMATO AG noch nicht einbezogen.

Prognosegrundlage

Mit der Belieferung von Apotheken mit importierten Arzneimitteln, welche insbesondere die Indikationsbereiche Onkologie, Herz-Kreislaufkrankungen, neurologische Erkrankungen sowie HIV/Aids adressieren, ist die HAEMATO AG in einem vergleichsweise soliden Marktumfeld tätig. Gerade vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Pandemie ist hier von einer stabilen Nachfrage auszugehen, da in den genannten Indikationsbereichen in der Regel eine fortlaufende Medikation notwendig ist. Vor diesem Hintergrund ist die HAEMATO-Gruppe ein systemrelevantes Unternehmen, welches gemäß Angaben des Managements bislang nur geringe Covid-19-bedingte Auswirkungen verspürt. Diese sind insbesondere auf der Beschaffungsseite zu sehen, da in einzelnen europäischen Ländern Exportbeschränkungen vorliegen. Da der Einkauf europaweit aufgestellt ist, konnten mögliche negative Effekte bislang gut kompensiert werden.

Im Bereich der ästhetischen Behandlungen und der kosmetischen Dermatologie sollte die HAEMATO AG hingegen von einer rückläufigen Nachfrage betroffen sein. Schönheitschirurgische Eingriffe sowie sonstige nicht notwendige Behandlungen wurden verschoben, sollten jedoch von einer möglichen anstehenden Erholung sowie allgemeinen Aufhebung von Kontaktsperren profitieren. Dieser Geschäftsbereich spielt vom Umsatzvolumen her innerhalb des HAEMATO-Konzerns eine nur untergeordnete Rolle, so dass insgesamt die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie vergleichsweise gering ausfallen sollten.

Die Zahlen des ersten Quartals 2020 liefern einen ersten Hinweis hierzu, wenngleich lediglich der „Pandemie-Monat“ März einbezogen ist. Mit einem Konzernumsatz in Höhe von 60,6 Mio. € (VJ: 48,4 Mio. €) konnte dabei der Vorjahreswert um 25,2% erheblich übertroffen werden und der Gesellschaft ist es gelungen, wieder an die alten Quartalsumsatzniveaus anzuknüpfen. Gemäß bisheriger Unternehmens-Guidance, die vor der Transaktion veröffentlicht wurde, wird für das laufende Geschäftsjahr mit einer Steigerung des Umsatzvolumens von mehr als 10 % gerechnet. Voraussetzung hierfür ist eine schnelle Beendigung der wirtschaftlichen Einschränkungen durch die Covid-19-

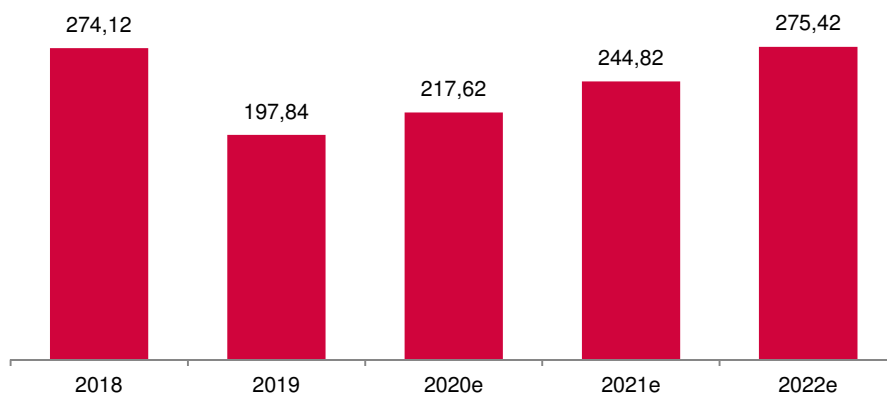
Pandemie. Auch wenn die Beschaffungsseite breit aufgestellt ist, könnte sich eine länger anhaltende Konjunkturschwäche negativ auf den Produkteinkauf auswirken.

Von der aktuellen Sondersituation abgesehen, ist die HAEMATO AG in einem grundsätzlich von einer stabilen Wachstumsdynamik geprägten Marktumfeld tätig. Wichtige Faktoren wie etwa ein zunehmender Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung oder die Entwicklung neuer Therapieformen sowie neuer Arzneimittel, sind als wichtige Faktoren für das künftige Marktwachstum zu sehen. Der anhaltende Kostendruck sollte hier für eine hohe Nachfrage nach günstigen Arzneimitteln, wie etwa Parallelimporte, sorgen. Als wichtiger Wachstumsmotor innerhalb dieses grundsätzlich positiven Marktumfelds sieht HAEMATO AG den Ausbau seines Marktanteils. Neben dem geplanten Ausbau des Produktportfolios sollen diesbezüglich neue Geschäftsfelder erschlossen werden. Auch Kooperationen mit den Versicherungsträgern, die von der HAEMATO AG derzeit aktiv vorangetrieben werden, sollen zudem die Abnahmebasis ausweiten.

Umsatzprognosen 2020 - 2022

Für das laufende Geschäftsjahr 2020 rechnen wir mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 10 % auf 217,62 Mio. € und bleiben damit etwas unter der Unternehmens-Guidance, die eine Umsatzsteigerung von über 10 % erwartet. Dies ist der aktuellen Unsicherheit sowie der noch fehlenden Sichtbarkeit hinsichtlich einer möglichen wirtschaftlichen Erholung geschuldet. Nach wie vor ist aber ein Umsatzwachstum in der aktuellen Situation als herausragend einzustufen. Dieses ist einerseits dem Geschäftsmodell sowie, nach dem Umsatzrückgang in 2019, Aufholeffekten geschuldet. Für die Folgejahre unterstellen wir eine rasche Rückkehr zu alten Umsatzniveaus. So sollten mit einem von uns erwarteten Umsatzwachstum von jeweils 12,5 % in 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 275,42 Mio. € erreicht werden.

Umsatzprognose 2020 – 2022 (in Mio. €)

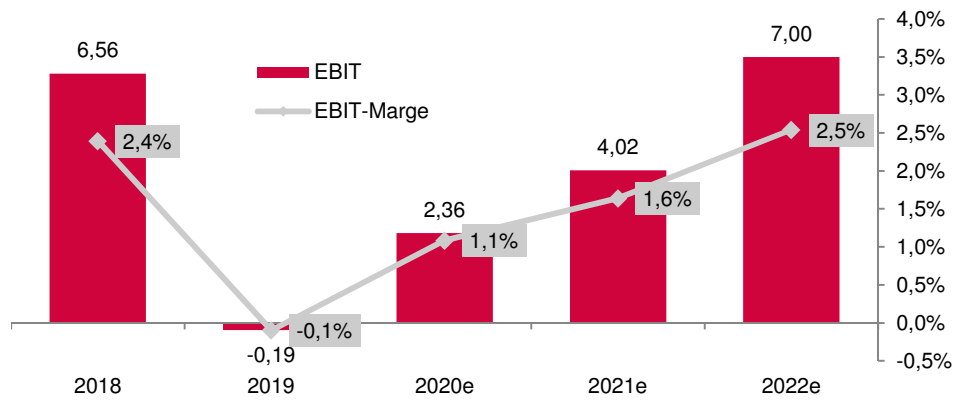


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognose 2020 - 2022

Gemäß Unternehmens-Guidance soll durch eine Erhöhung des Rohgewinns eine deutliche EBIT-Verbesserung erreicht werden. Diesbezüglich wurde in 2019 sowie auch im ersten Quartal 2020 eine Portfolio-Bereinigung um margenschwache Produkte vorgenommen, was sich bereits im laufenden Geschäftsjahr positiv auf die Rentabilität auswirken dürfte. Bis zum Geschäftsjahr 2022 sollte die Gesellschaft an die historischen Margenniveaus anknüpfen und eine EBIT-Marge von 2,5 % erreichen. Auf EBIT-Ebene sind die Effekte aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 weitestgehend ausgeglichen.

EBIT (in Mio. €) und 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 2020 - 2022 in Phase 1 erfolgt von 2023 bis 2027 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 4,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 1,00 % (bisher: 1,00 %). 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 9,49 % (bisher: 9,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,87 % (bisher: 9,02 %).

Bewertungsergebnis

Aufgrund der etwas unter unseren Erwartungen gebliebenen Umsatz- und Ergebnisentwicklung in 2019, die wir als Basis für unsere 2020er Prognosen herangezogen haben, sowie vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-bedingten Unsicherheiten, haben wir die Prognosen für die Geschäftsjahre 2020 und 2021 reduziert. Diesem Kurszielmindernden Effekt steht jedoch ein so genannter Roll-Over-Effekt gegenüber (erstmaliger Einbezug der höheren Prognosen des Geschäftsjahres 2022 sowie Verschiebung der Kurszielbasis auf das Geschäftsjahresende 2021). Diese gegenläufigen Effekte ergeben in Summe eine Kurszielminderung auf 5,00 € (bisher: 6,00 €).

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	4,0%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,8%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	11,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	217,62	244,82	275,42	289,19	303,65	318,84	334,78	351,52	
US Veränderung	10,0%	12,5%	12,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,47	6,25	7,10	7,54	8,01	8,50	9,02	9,56	
EBITDA	4,26	5,90	8,85	11,57	12,15	12,75	13,39	14,06	
EBITDA-Marge	2,0%	2,4%	3,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
EBITA	2,36	4,02	7,00	9,72	10,32	10,95	11,60	12,29	
EBITA-Marge	1,1%	1,6%	2,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	4,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,47	-0,80	-1,40	-1,94	-2,06	-2,19	-2,32	-2,46	
	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	1,89	3,21	5,60	7,77	8,25	8,76	9,28	9,83	
Kapitalrendite	2,3%	4,2%	7,7%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,8%	13,0%
Working Capital (WC)	36,00	33,50	32,50	34,13	35,83	37,62	39,50	41,48	
WC zu Umsatz	16,5%	13,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	
Investitionen in WC	5,79	2,50	1,00	-1,63	-1,71	-1,79	-1,88	-1,98	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	39,80	39,20	38,80	38,35	37,92	37,51	37,12	36,75	
AFA auf OAV	-1,90	-1,88	-1,85	-1,85	-1,83	-1,81	-1,79	-1,77	
AFA zu OAV	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
Investitionen in OAV	-1,28	-1,28	-1,45	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	
Investiertes Kapital	75,80	72,70	71,30	72,48	73,75	75,14	76,63	78,23	
EBITDA	4,26	5,90	8,85	11,57	12,15	12,75	13,39	14,06	
Steuern auf EBITA	-0,47	-0,80	-1,40	-1,94	-2,06	-2,19	-2,32	-2,46	
Investitionen gesamt	4,51	1,22	-0,45	-3,03	-3,11	-3,19	-3,28	-3,38	
Investitionen in OAV	-1,28	-1,28	-1,45	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	
Investitionen in WC	5,79	2,50	1,00	-1,63	-1,71	-1,79	-1,88	-1,98	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,30	6,31	7,00	6,60	6,98	7,37	7,79	8,23	133,57

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	109,48	112,88
Barwert expliziter FCFs	35,82	32,68
Barwert des Continuing Value	73,67	80,20
Nettoschulden (Net debt)	3,24	-1,42
Wert des Eigenkapitals	106,24	114,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	106,24	114,31
Ausstehende Aktien in Mio.	22,87	22,87
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,65	5,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	16,9%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
11,0%	5,07	4,65	4,30	4,01	3,76
12,0%	5,51	5,04	4,65	4,32	4,05
13,0%	5,96	5,43	5,00	4,64	4,33
14,0%	6,40	5,83	5,35	4,95	4,61
15,0%	6,85	6,22	5,70	5,26	4,89

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: (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, 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

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., 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