



Researchstudie (Anno)



Neuausrichtung trägt Früchte

-

Umsatzprognosen für 2016 und 2017 angehoben

-

B2C-Geschäft soll weiter gestärkt werden

Kursziel: 1,70 € (bislang: 1,90 €)

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

NanoRepro AG ^{*5a,5b,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 1,70 €

Aktueller Kurs: 0,97
20.5.2016 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006577109
WKN: 657710
Börsenkürzel: NN6

Aktienanzahl³: 6,513
Marketcap³: 6,32
Enterprise Value³: 6,10
³ in Mio. / in Mio. EUR, Post-Money

Freefloat: 90,0 %

Transparenzlevel:
Freiverkehr

Marktsegment:
m:access

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser
biw Bank

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Life Science

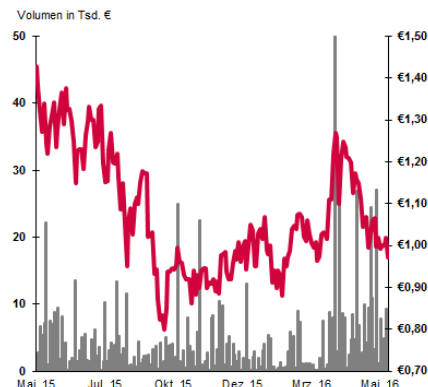
Fokus: Schnelltests für den häuslichen und klinischen Gebrauch

Mitarbeiter: 14 Stand: 31.12.2015

Gründung: 2006

Firmensitz: Marburg

Vorstand: Lisa Jüngst



Die in Marburg an der Lahn ansässige NanoRepro AG ist als Schnelldiagnostik-Hersteller vorwiegend in der gesundheitlichen Planung und Vorsorge tätig. Das Unternehmen setzt dabei auf einen schnell wachsenden Markt, der durch das zunehmende Gesundheitsbewusstsein der Bevölkerung geprägt ist und in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnen wird. Das Unternehmen gehört zu den Innovationsführern im Bereich Selbstdiagnostika und hat momentan 25 medizinische Schnelltests im Portfolio – unter anderem einen Schwangerschaftstest, Tests zur Magengesundheit, Darmkrebs-Vorsorge und Fruchtbarkeitsbestimmung beim Mann sowie eine Palette von verschiedenen Allergie-Tests. Darunter bietet NanoRepro auch eine Reihe von Test für den medizinischen Fachgebrauch an. Hierbei ist in erster Linie der in 2015 zertifizierte HIV-Test zu nennen. Daneben befinden sich 5 weitere Tests für den professionellen Gebrauch im Produktsortiment.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	0,51	0,45	1,55	2,85
EBITDA	0,07	-1,02	-0,70	0,37
EBIT	-0,03	-1,18	-0,95	0,09
Jahresergebnis	-0,03	-1,18	-0,95	0,09

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie*	0,00	-0,27	-0,15	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

* Der Berechnung des EPS wurde eine Aktienanzahl von 6,513 Mio. Stück unter Berücksichtigung einer Vollplatzierung der Kapitalerhöhung unterstellt

Kennzahlen

EV/Umsatz	11,96	13,56	3,94	2,14
EV/EBITDA	93,85	neg.	neg.	16,71
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	67,78
KGV	neg.	neg.	neg.	70,19
KBV		2,78		

Finanztermine

31.08.2016: Hauptversammlung
Sep. 2016: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.04.2016: RS / 1,90 / KAUFEN
11.11.2015: RS / 2,05 / KAUFEN
03.06.2015: RS / 2,05 / KAUFEN
21.04.2015: RS / 2,05 / KAUFEN
25.02.2015: RS / 2,05 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Das GJ 2015 war für die NanoRepro AG ein Übergangsjahr und ein Jahr der Neuausrichtung. Dabei hat das Unternehmen erfolgreiche Anstrengungen unternommen, die vertriebliche Aufstellung neu auszurichten. Neben zahlreichen Kooperationen für verschiedene Auslandsmärkte in Europa, Asien, Südamerika und Afrika ist insbesondere die im März 2016 geschlossene strategische Partnerschaft für 16 europäische Länder mit einem international agierenden Medizin- und Hygieneprodukthersteller mit einem Umsatzvolumen von rund 2 Mrd. € zu erwähnen. Diese Kooperation sollte für die NanoRepro AG in den kommenden Jahren erhebliche Umsatzbeiträge liefern.
- Bedingt durch die Konzentration auf die Neuausrichtung lagen die Umsatzerlöse in 2015 mit 0,45 Mio. € leicht unterhalb dem Vorjahresniveau. Hintergrund der nicht zufriedenstellenden Entwicklung im GJ 2015 ist vor allem die Neuausrichtung des Vertriebs, welche entsprechend Zeit in Anspruch nahm, bevor zählbare Effekte sichtbar werden. Die Vertriebsserfolge der vergangenen Monate zeigen jedoch, dass sich die Veränderungen bereits positiv auswirken. Zudem wurde im Q1 2016 mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,30 Mio. € bereits zwei Drittel des gesamten Vorjahreswertes erreicht, was dies ebenfalls unterstreicht.
- Das Ergebnis war durch die niedrigeren Umsatzerlöse, aber vor allem auch den Aufbau der internen Strukturen (Vertrieb, Qualitätsmanagement, Produktentwicklung, Produktzulassung) geprägt, so dass das EBIT mit -1,18 Mio. € noch deutlich im negativen Bereich lag.
- Die Erwartungen 2016 betreffend, haben wir unsere Umsatzprognose von 1,25 Mio. € auf 1,55 Mio. € angehoben, was sich mit den Vertriebsserfolgen der vergangenen Monate begründet. Beim Ergebnis haben wir verstärkte Marketingaktivitäten berücksichtigt, welche unternommen werden sollen, um das B2C-Geschäft in Deutschland zu forcieren. Insofern rechnen wir nun mit einem EBIT von -0,95 Mio. € und damit in etwa auf Vorjahresniveau. Für 2017 erwarten wir dennoch unverändert das Erreichen des Break-even.
- Insgesamt bewerten wir die qualitative Entwicklung der NanoRepro AG in 2015 als sehr gut. Das Unternehmen hat maßgebliche Grundsteine legen können und damit eine Basis für eine erfolgreiche Entwicklung in den kommenden Jahren gelegt. Mit der geplanten Marketingoffensive in 2016 soll dieses Fundament nochmals verbreitert werden, indem der B2C-Bereich verstärkt adressiert wird, nachdem die Konzentration in 2015 erfolgreich auf dem B2B-Bereich gelegt wurde.
- **Im Bewertungsmodell haben wir eine vollständige Platzierung der Kapitalerhöhung um 1.735.715 Aktien unterstellt (Post-Money). Die Anzahl der ausgegebenen Aktien als Berechnungsgrundlage erhöht sich dadurch von 4,777 Mio. Aktien auf 6,513 Mio. Aktien. Der faire Wert des Aktienkapitals hat sich hingegen gegenüber unserer Einschätzung vom 07.04.2016 von 9,04 Mio. € auf nunmehr 11,06 Mio. € erhöht. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht bei 6,513 Mio. Aktien einem Kursziel von 1,70 €. Das bisherige Kursziel von 1,90 € berechnete sich auf Basis von 4,777 Mio. ausgegebenen Aktien. Der Rückgang im fairen Wert je Aktie ist dementsprechend vorwiegend auf den Verwässerungseffekt durch die bereits berücksichtigte Kapitalerhöhung zurückzuführen. Das Rating KAUFEN behalten wir unverändert bei.**

INHALTSVERZEICHNIS

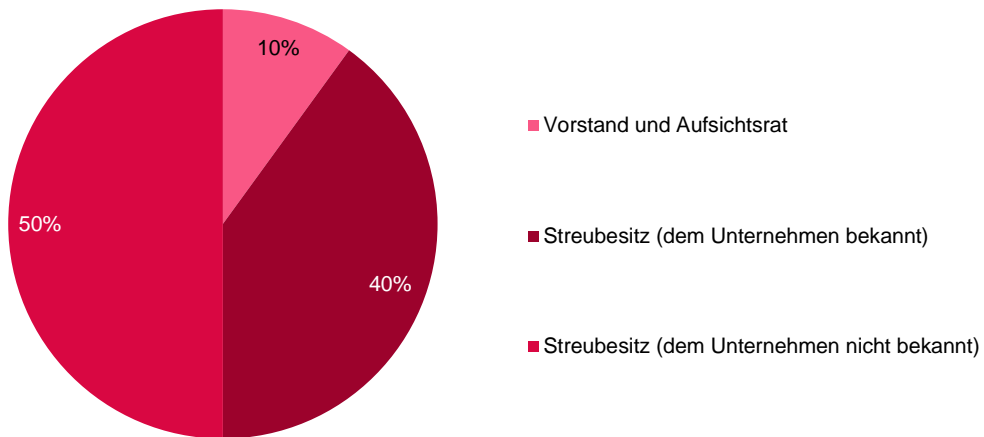
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Kooperationspartner	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Historische Geschäftsentwicklung	7
Strategische Neuorientierung	7
Umsatzentwicklung	8
Umsatzentwicklung im Q1 2016.....	9
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	01.03.2016
Vorstand und Aufsichtsrat	10 %
Streubesitz (dem Unternehmen bekannt)	40 %
Streubesitz (dem Unternehmen nicht bekannt)	50 %
Gesamt	100 %

Quelle: NanoRepro, GBC



Kooperationspartner

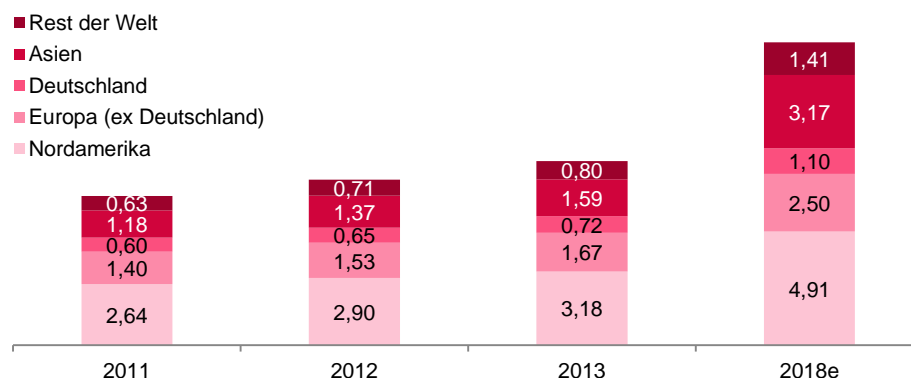


Quelle: NanoRepro, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der globale Markt für diagnostische Vor-Ort-Anwendungen (Point-of-Care) im medizinischen Bereich ist ein Wachstumsmarkt. Global betrachtet, wird allein für die Jahre 2013 bis 2018 ein durchschnittliches jährliches Wachstum (CAGR) um 10,4 % erwartet. Dabei ist Nordamerika mit einem erwarteten Volumen in 2018 von 4,91 Mrd. € der weltweit größte Markt. Direkt dahinter folgt der gesamteuropäische Markt mit einem Volumen von 3,60 Mrd. €, wobei Deutschland innerhalb Europas den mit Abstand größten Anteil ausmacht. Hierzulande soll sich das Volumen in 2018 auf 1,10 Mrd. € belaufen und rund ein Drittel des europäischen Marktes ausmachen. Die stärkste Wachstumsregion weltweit ist hingegen der asiatisch-pazifische Raum, mit einem erwarteten CAGR von 14,8 %, gefolgt von weiteren Regionen der Welt, die auf 12,1 % Wachstum kommen. Hierin inkludiert sind Afrika und Südamerika.

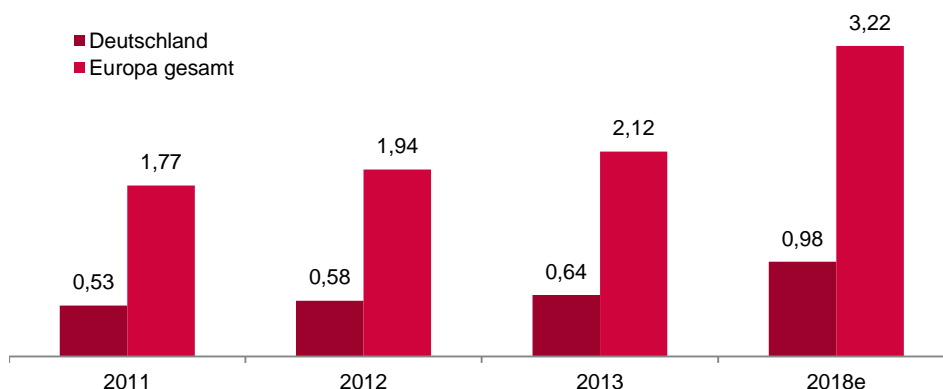
Erwartete Entwicklung des Marktes für diagnostische Vor-Ort-Anwendungen (in Mrd. €)



Quelle: MarketsandMarkets: Point-of-Care Diagnostics Market - Global Forecast to 2018

Eine Untergruppe der diagnostischen Vor-Ort-Anwendungen sind freiverkäufliche Selbsttests für die Heimanwendung. Auch hier besteht ein hohes Wachstumspotenzial. Es wird davon ausgegangen, dass das Marktvolumen für Selbsttests in Europa von 2,12 Mrd. € in 2013 auf 3,22 Mrd. € in 2018 ansteigt. Dies entspricht einem CAGR von 8,7 % bzw. einem Anstieg um über 50 % innerhalb von 5 Jahren. Deutschland ist auch bei Selbsttests der größte Markt in Europa, mit einem CAGR von 9,0 % und einem erwarteten Marktvolumen von fast 1 Mrd. € in 2018. Dabei gehören z.B. Tests für Infektionskrankheiten oder Fertilitätstests zu den wachstumsstärksten Produktgruppen. Insgesamt schätzen wir die Rahmenbedingungen und das Wachstumspotenzial für die NanoRepro AG vor diesem Hintergrund als sehr gut ein.

Erwartete Entwicklung des Marktes für frei verkäufliche Selbsttests in Deutschland und Europa (in Mrd. €)



Quelle: MarketsandMarkets: Point-of-Care Diagnostics Market - Global Forecast to 2018

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

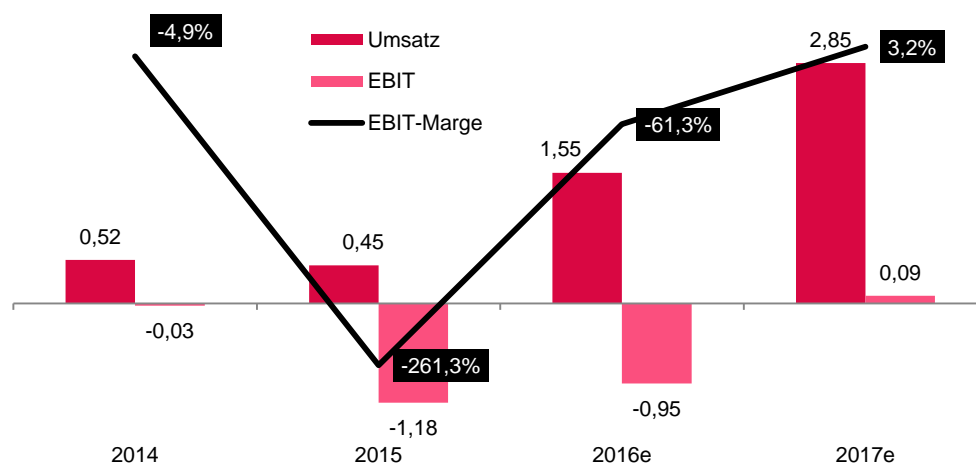
Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014		GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e	
Umsatzerlöse	0,51	100,0%	0,45	100,0%	1,55	100,0%	2,85	100,0%
aktivierte Eigenleistungen	0,53	102,9%	0,16	35,0%	0,15	9,7%	0,15	5,3%
Bestandsveränderungen	0,16	31,2%	0,02	3,8%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
sonstige betr. Erträge	0,11	21,7%	0,08	18,3%	0,01	0,3%	0,01	0,2%
Materialaufwand	-0,32	-61,7%	-0,28	-63,1%	-0,70	-45,0%	-1,14	-40,0%
Rohertrag	1,00	194,0%	0,42	94,0%	1,01	65,0%	1,87	65,4%
Personalaufwand	-0,30	-58,0%	-0,49	-110,0%	-0,55	-35,5%	-0,60	-21,1%
Abschreibungen	-0,09	-17,6%	-0,22	-48,2%	-0,25	-16,1%	-0,28	-9,6%
sonstige betr. Aufwendungen	-0,63	-123,2%	-0,89	-197,1%	-1,16	-74,8%	-0,90	-31,6%
EBIT	-0,02	-4,8%	-1,18	-261,2%	-0,95	-61,5%	0,09	3,2%
Zinserträge	0,00	0,1%	0,00	0,2%	0,00	0,1%	0,00	0,0%
Zinsaufwendungen	0,00	-0,6%	0,00	-0,2%	0,00	-0,1%	0,00	0,0%
EBT	-0,03	-5,4%	-1,18	-261,3%	-0,95	-61,5%	0,09	3,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ertragssteuern	0,00	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige Steuern	0,00	-0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Jahresergebnis	-0,03	-5,4%	-1,18	-261,3%	-0,95	-61,5%	0,09	3,2%

EBITDA	0,07	-1,02	-0,70	0,37
in % der Umsatzerlöse	12,6 %	neg.	neg.	12,8 %
EBIT	-0,03	-1,18	-0,95	0,09
in % der Umsatzerlöse	neg.	neg.	neg.	3,2 %
Ergebnis je Aktie in €	0,00	-0,27	-0,15	0,01
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	3,200	4,343	6,513	6,513

* Die Aktienanzahl für 2016 und 2017 beruht auf der Annahme, dass die Kapitalerhöhung im Mai 2016 unter vollständiger Platzierung von 1.735.715 Aktien durchgeführt wird

Entwicklung von Umsatz, EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: NanoRepro, GBC

Historische Geschäftsentwicklung

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	1,04	0,52	0,45
EBITDA (Marge)	-0,46 (neg.)	0,07 (12,6%)	-1,02 (neg.)
EBIT (Marge)	-0,49 (neg.)	-0,03 (neg.)	-1,18 (neg.)
Jahresüberschuss	-0,50	-0,03	-1,18
EPS in €	-0,17	-0,01	-0,27

Quelle: NanoRepro, GBC

Strategische Neuorientierung

Das GJ 2015 war für die NanoRepro AG ein Übergangsjahr und ein Jahr der Neuausrichtung. Dabei hat das Unternehmen vor allem erfolgreiche Anstrengungen unternommen, die vertriebliche Aufstellung neu auszurichten. Dabei wurden das Vertriebsteam neu aufgestellt, bestehende Kooperationen, welche sich nicht als zielführend erwiesen haben, beendet, aber auch eine Vielzahl an neuen Distributionspartnerschaften abgeschlossen.

Besondere Fortschritte konnte NanoRepro im ost- und südeuropäischen Raum machen, mit Partnerschaften für Märkte wie z.B. Rumänien, Moldawien, Serbien, Montenegro, Bosnien und Herzegowina und Weißrussland. Aber auch für Spanien, Brasilien, Iran und China wurden neue Kooperationen geschlossen. Erste Zulassungen in diesen Ländern und somit auch die ersten Markteinführungen werden noch in 2016 erwartet und sollten somit zu einer sukzessiven Umsatzsteigerung über die kommenden Jahre beitragen. Bereits im Q1 2016 konnten hieraus Erfolge in der Umsatzentwicklung abgelesen werden.

Aber auch im Inland verzeichnete die NanoRepro AG Erfolge. So wurde mit Kooperationen mit Grünspecht Naturprodukte, Vimedica oder nu3 das E-Commerce- und Einzelhandelsgeschäft ausgebaut, was ebenfalls ab 2016 positive Effekte auf den Umsatz haben sollte. Nicht zuletzt hat NanoRepro in 2015 die entsprechende Zulassung für den Vertrieb ihrer Produkte im Einzelhandel und in Drogerien erhalten und sich damit einen neuen Absatzkanal eröffnet. Derzeit sind die Produkte der NanoRepro AG in einigen Testmärkten großer Handels- und Drogerieketten gelistet. Sollten die Tests dauerhaft und national in die Sortimente aufgenommen werden, könnten hieraus große Umsatzpotenziale erwachsen.

Nicht zuletzt verkündete die NanoRepro AG jüngst einen weiteren wichtigen Schritt für eine erfolgreiche zukünftige Entwicklung. Dabei hat das Unternehmen vier der bisher angebotenen Schnelltests in Eigenentwicklung in den Markt eingeführt (FertiQUICK, GlutenCHECK, Heli-C-CHECK, FOBCHECK). Darüber hinaus wurden im gleichen Zuge zwei neue Tests entwickelt, die das Produktportfolio der NanoRepro nunmehr ergänzen. Bei den neu entwickelten Tests handelt es sich um den EisenCHECK, zum Nachweis von Eisenreserven im Blut und den TSH-CHECK, zum Nachweis einer Schilddrüsenunterfunktion. Beide Tests wurden in 2016 bereits auf dem Markt eingeführt.

Die Eigenentwicklung der Schnelltests ist daher von Bedeutung, da sich diese nunmehr vollständig im Eigentum der NanoRepro AG befinden. Dies hat zur Konsequenz, dass deutlich günstigere Produktionskosten anfallen, da Lizenzgebühren entfallen, was die Produkte nicht nur wettbewerbsfähiger macht, vor allem in Schwellen- und Entwicklungsländern, sondern auch die Rohertragsmarge stärkt und damit positiv auf die Rentabilitätssituation wirken sollte. Wir rechnen damit, dass die Materialaufwendungen durch diesen Schritt im Schnitt um rund 50 % auf eine Quote von 40 % zum Umsatz gesenkt werden können, was einen enorm wichtigen Faktor hinsichtlich dem Erreichen der

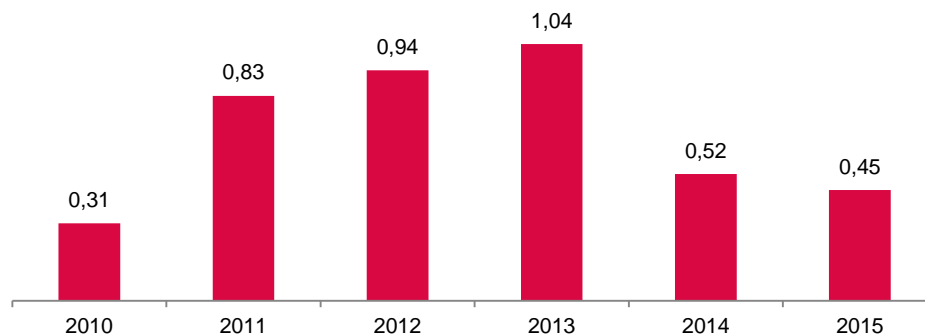
Break-even-Schwelle darstellt.

Insgesamt betrachtet, schätzen wir die vertriebliche Neupositionierung als zielführend ein, was die zahlreichen Kooperationserfolge bereits zeigen. In den kommenden Jahren sollten hieraus deutliche Umsatzsteigerungen generiert werden können.

Umsatzentwicklung

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,45 Mio. € wurde das bereits niedrige Umsatzniveau des Vorjahres nochmals leicht unterschritten. Hintergrund der nicht zufriedenstellenden Entwicklung im GJ 2015 ist vor allem die Neuausrichtung des Vertriebs, welche entsprechend Zeit in Anspruch nahm, bevor zählbare Effekte sichtbar werden. Die Vertriebsfolge der vergangenen Monate zeigen jedoch, dass sich die Veränderungen bereits positiv auswirken.

Historische Umsatzentwicklung (in Mio. €)

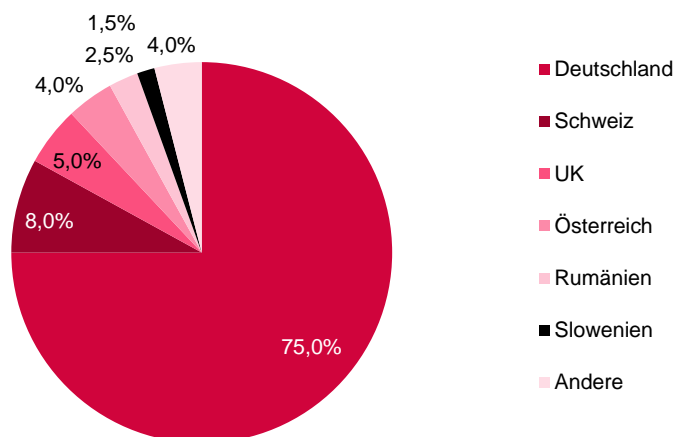


Quelle: NanoRepro, GBC

Vor allem die im März 2016 geschlossene Kooperation mit einem international agierenden Medizin- und Hygieneprodukthersteller mit einem Umsatzvolumen von rund 2 Mrd. € ist ein wichtiger Meilenstein in der Unternehmensgeschichte der NanoRepro AG. Die Kooperation bezieht sich auf sechs Tests (FOBCHECK, EisenCHECK, GlutenCHECK, Heli-C-Test, FertiQUICK, AllergoCHECK) der NanoRepro AG, die unter der Eigenmarke des Kooperationspartners in 16 Ländern Europas vertrieben werden. In der Schweiz, Tschechien, der Slowakei und Italien begann der Roll-out im April 2016. Im Juni werden die Länder Deutschland, Griechenland, Bulgarien, Rumänien, Kroatien, Slowenien und Ungarn hinzukommen. Auf alle weiteren Länder wird der Vertrieb im Laufe der kommenden 12 Monate ausgeweitet werden.

Regional betrachtet, war in 2015 unverändert Deutschland die wichtigste Vertriebsregion, mit einem Umsatzanteil von drei Vierteln. Des Weiteren sind Österreich und die Schweiz wichtige Absatzgebiete gewesen. In den kommenden Jahren ist vor dem Hintergrund der geschlossenen Kooperationen davon auszugehen, dass der Umsatzanteil deutlich ausgeweitet werden kann.

Umsatzzusammensetzung 2015 nach Absatzländern



Quelle: NanoRepro, GBC

Produktseitig zeigten sich, wie bereits in den Vorjahren die Produkte VagiQUICK, GlutenCHECK, FertiQUICK und OvuQUICK als die wichtigsten Produkte. Alle vier Produkte machten zusammen mit fast 60 % der Umsatzerlöse aus. Hierbei wirken sich unverändert die im Jahr 2011 erfolgten Werbemaßnahmen für diese Produkte aus, welche dem Unternehmen seither eine jährliche Umsatzbasis von rund 0,5 Mio. € pro Jahr sicherten. Anders betrachtet, haben diese vergleichsweise stabilen Umsatzerlöse mit den Kernprodukten es der NanoRepro AG ermöglicht, die Neuausrichtung im Jahr 2015 zu vollziehen.

Umsatzentwicklung im Q1 2016

Dass die Neuausrichtung der Vertriebsaktivitäten Früchte trägt, wurde bereits im Q1 2016 deutlich. Die NanoRepro AG konnte in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres Umsatzerlöse in Höhe von rund 0,30 Mio. € erzielen und damit schon im Q1 rund zwei Drittel der gesamten Umsatzerlöse des gesamten Vorjahres erreichen. Damit ist schon heute hoch wahrscheinlich, dass das Unternehmen in 2016 einen merklichen Umsatzanstieg verzeichnen wird. Bemerkenswert ist dabei, dass die Umsatzsteigerung nicht nur auf das Geschäft mit dem neu gewonnenen Kooperationspartner aus Deutschland zurückzuführen ist. Vielmehr trugen auch die ersten neuen Distributionspartnerschaften für Auslandsmärkte, etwa Spanien und Rumänien, zur guten Entwicklung im Q1 2016 bei.

Ergebnisentwicklung

Die schwache Umsatzlage, aber vor allem auch die Neupositionierung, hat im GJ 2015 die Ergebnissituation belastet. Vor allem im Personalbereich hat sich NanoRepro neu positioniert und vier neue Fachkräfte für die Bereiche Vertrieb, Produktzulassung und -entwicklung sowie Qualitätsmanagement eingestellt. Dementsprechend war ein Anstieg der Personalaufwendungen um 65,7 % auf 0,49 Mio. € zu verzeichnen.

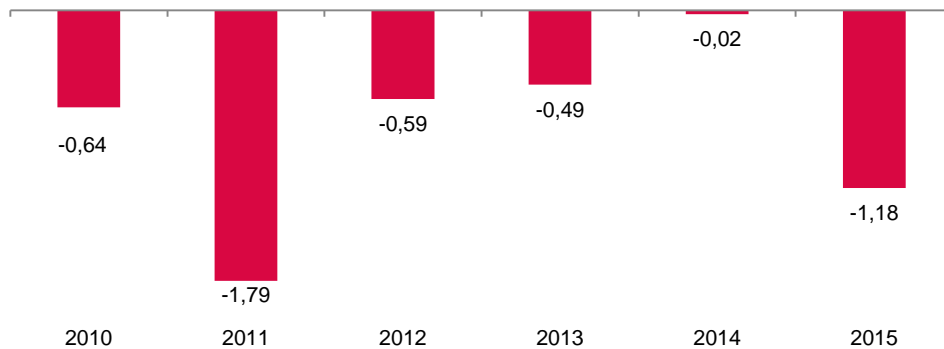
Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen von 0,63 Mio. € auf 0,89 Mio. € an. Hierbei ist zu beachten, dass hierin sowohl die Kosten für die Zulassung der eigenentwickelten Produkte, als auch Kapitalmarktkosten, insbesondere die Kosten für die im März 2015 durchgeführte Kapitalerhöhung, enthalten sind.

Auch die Abschreibungen legten deutlich von 0,09 Mio. € auf 0,22 Mio. € zu, was insbesondere auf die Abschreibung der zuvor aktivierten Vertriebsrechte für Russland zurück-

zuführen ist. Weitere Aktivierungen der eigenentwickelten Tests wurden in 2015 in Höhe von 0,16 Mio. € vorgenommen.

Insgesamt lag das EBIT in 2015 mit -1,18 Mio. € deutlich im negativen Bereich sowie unter dem Vorjahresniveau von -0,02 Mio. €. Aufgrund der Tatsache, dass das Unternehmen kaum Fremdverschuldung aufweist und daher kein Zinsaufwand anfällt, ist auch ein Jahresfehlbetrag in Höhe des EBIT-Wertes ausgewiesen worden.

Historische Entwicklung des EBIT (in Mio. €)



Quelle: NanoRepro, GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation

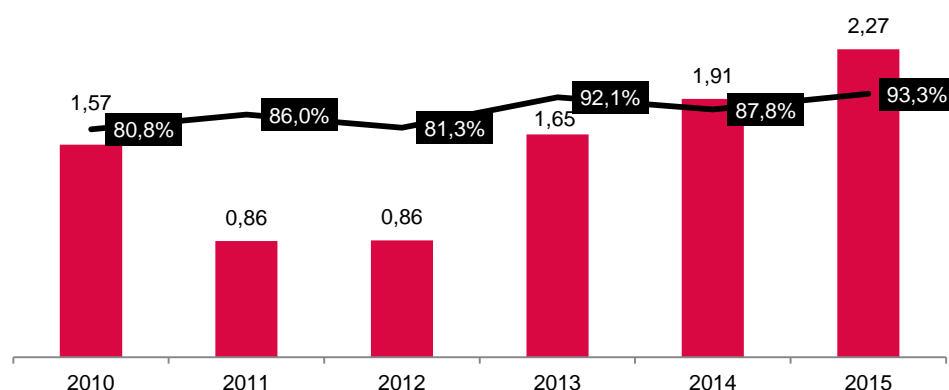
in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	1,65	1,91	2,27
EK-Quote (in %)	92,1 %	87,8 %	93,3 %
Finanzverbindlichkeiten	0,03	0,12	0,01
Liquide Mittel	0,50	0,12	0,23
Nettoverschuldung	-0,47	0,00	-0,22
Net Working Capital	0,38	0,47	0,44

Quelle: NanoRepro, GBC

Unverändert war die NanoRepro AG Ende des Jahres 2015 mit einer hohen Eigenkapitaldecke ausgestattet. Dabei beliefen sich die Eigenmittel auf 2,27 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 93,3 % entspricht. Die noch Ende 2014 bestehenden Kreditverbindlichkeiten wurden über das Jahr 2015 hinweg nahezu vollständig zurückgeführt.

Die Eigenkapitaldecke konnte im GJ 2015 trotz der noch vorherrschenden Verlustsituation gestärkt werden, was auf eine Anfang des Jahres durchgeführte Kapitalerhöhung zurückzuführen ist, bei welcher 1,14 Mio. neue Aktien ausgegeben wurden. Dem Unternehmen flossen durch die Kapitalmaßnahme rund 1,5 Mio. € an liquiden Mitteln zu. Anfang 2016 wurde darüber hinaus eine weitere Kapitalerhöhung um 10 % des Grundkapitals durchgeführt, wodurch sich das Eigenkapital um weitere 0,43 Mio. € erhöhen dürfte.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: NanoRepro, GBC

Die dominanteste Position auf der Aktivseite machen die immateriellen Vermögensgegenstände aus, wobei ein Großteil von 1,52 Mio. € auf selbst geschaffene gewerbliche Schutzrechte und ähnliche Rechte entfällt. Hierbei wurden vornehmlich Eigenleistungen aktiviert, etwa in 2014 für die russischen Vertriebsrechte (0,53 Mio. €) oder in 2015 für die eigene Testentwicklung (0,16 Mio. €). Diese werden nunmehr ratierlich abgeschrieben und erhöhen entsprechend auch den Abschreibungsaufwand.

Die Liquiditätsausstattung der NanoRepro AG war mit 0,23 Mio. € per Ende 2015 auf der einen Seite gut und sollte sich durch die 10 %-Kapitalerhöhung nochmals verbessert haben. Auf der anderen Seite begrüßen wir auch die geplante Durchführung einer weiteren Kapitalerhöhung. Weitere liquide Mittel sollten der NanoRepro AG vor allem den Spielraum für verstärkte Vertriebsaktivitäten geben. Mit einer Verstärkung der Werbe- und Marketingaktivitäten könnte das breite Produktspektrum, vor allem das Einzelhandels- und Onlinegeschäft betreffend, deutlich breiter auf dem deutschen Markt ausgeweitet werden, mit positiven Umsatzimpulsen für die kommenden Perioden.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Breit diversifiziertes Produktportfolio • Gute Wettbewerbsposition bei einer Reihe von Produkten, teilweise mit Alleinstellung am Markt • Eigenkapitalquote von über 90 % und geringe Verschuldung • Schlanke Unternehmensstruktur lässt bei entsprechendem Umsatzwachstum hohe Skaleneffekte zu • Einer der wenigen Anbieter in Europa mit einem zertifizierten HIV-Schnelltest • Rund 0,40 Mio. € Umsatzbasis über eigenen Online-Vertrieb in der DACH-Region 	<ul style="list-style-type: none"> • Rentabilität konnte in den vergangenen Jahren noch nicht erreicht werden • Noch kleine Unternehmensgröße • Geringe Fungibilität der Aktie • Die finanzielle Ausstattung der Gesellschaft ist derzeit limitiert. Um zukünftiges Wachstum generieren zu können, ist Liquiditätsbedarf gegeben • Aktivierte Entwicklungskosten machen inzwischen über 60 % der Bilanzsumme aus
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Der Vertrieb über den Einzelhandel könnte das Wachstumstempo beschleunigen • Das Auslandsgeschäft birgt zusätzliches Wachstumspotenzial, das bei strukturierter Bearbeitung gehoben werden könnte • Mit dem HIV-Test ergeben sich neue Wachstumspotenziale, die das bisherige Umsatzniveau deutlich übersteigen • Mit der Markteinführung weiterer Selbsttests für neue Anwendungsgebiete können neue Wachstumsmärkte erschlossen werden 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Wettbewerb zu den Selbsttests der NanoRepro AG könnte sich durch technischen Fortschritt verschärfen • Bei der Zertifizierung neuer Produkte könnte es zu Verzögerungen kommen und damit das Wachstum hemmen • Die Entwicklung neuer Vertriebskanäle könnte nicht den gewünschten Erfolg bringen • Als Hersteller nach dem Produkthaftungsgesetz könnten entsprechende Regressansprüche gegen die Gesellschaft gestellt werden, sollte ein entsprechender Schaden im Zusammenhang mit Produkten der NanoRepro entstehen

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015e	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)
Umsatzerlöse	0,45	1,25	1,55	2,35	2,85
EBITDA (Marge)	-1,02 (neg.)	-0,26 (neg.)	-0,70 (neg.)	0,37 (15,5 %)	0,37 (12,8 %)
EBIT (Marge)	-1,18 (neg.)	-0,51 (neg.)	-0,95 (neg.)	0,09 (3,8 %)	0,09 (3,2 %)
Konzernjahresergebnis	-1,18	-0,51	-0,95	0,09	0,09
EPS in €*	-0,27	-0,08	-0,15	0,01	0,01

Quelle: GBC; EPS-Angaben sind auf verwässerter Basis unter Berücksichtigung der geplanten Kapitalerhöhung um brutto 1,74 Mio. €

Umsatzprognosen

Für das Geschäftsjahr 2016 geht der Vorstand der NanoRepro AG von einer starken Umsatzsteigerung aus. Bereits im Q1 2016 wurde mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,30 Mio. € der Grundstein hierfür gelegt. Maßgeblich für den Erfolg im Q1 war dabei die erfolgte Neupositionierung im Produktbereich sowie in den Bereichen Produktion sowie Vertrieb. Das Auslandsgeschäft wurde damit innerhalb von vergleichsweise kurzer Zeit erfolgreich neu aufgestellt.

Im GJ 2016 wird das Unternehmen nunmehr zusätzlich einen verstärkten Fokus auf das Inlandsgeschäft richten, mit einem Schwerpunkt auf das B2C-Geschäft im Onlinebereich. Hierfür plant das Unternehmen derzeit unter Ausnutzung des genehmigten Kapitals eine Kapitalerhöhung um bis zu 1,735 Mio. €. Unter Annahme einer Vollplatzierung sollen rund 0,90 Mio. € sukzessive für Marketingaktivitäten und zur Platzierung der Produkte auf dem deutschen Markt verwendet werden.

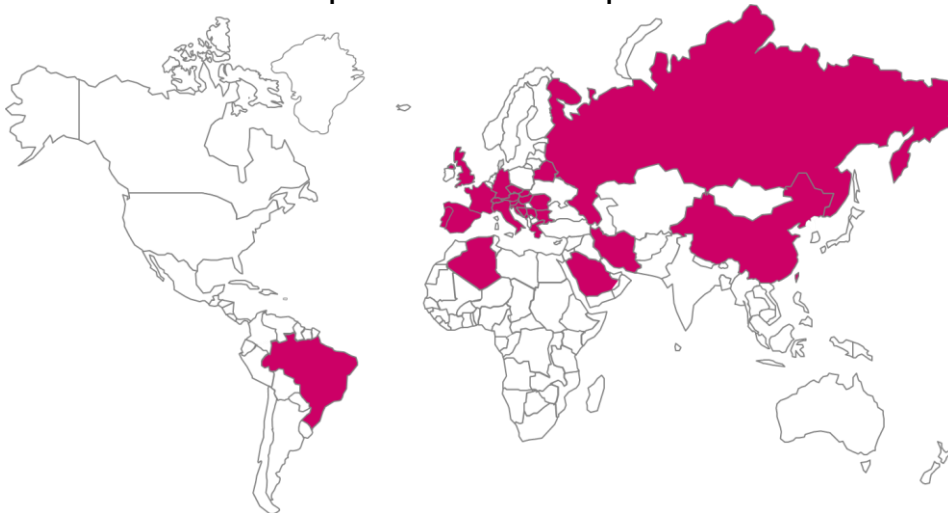
Hintergrund der geplanten Maßnahme ist eine Stärkung der Inlandsnachfrage und eine Anhebung der stabilen Erlösströme aus dem Konsumentengeschäft. Bereits heute generiert die NanoRepro AG rund 0,4 Mio. € in diesem Bereich, was laut Unternehmensangaben maßgeblich auf die investierten Werbebudgets aus dem Jahr 2011 zurückzuführen ist. Insofern sollten weitere Marketing- und Vertriebsmaßnahmen dazu beitragen das vergleichsweise stabile Konsumentengeschäft voranzutreiben und die nachhaltige Umsatzbasis weiter zu erhöhen. Strategisch ist dieser Schritt zudem deshalb von Bedeutung, da die Margen im B2C-Bereich höher sind als im B2B-Geschäft.

Auf Grund des guten Q1 2016 erhöhen wir unsere Umsatzprognose für das laufende GJ 2016 von zuvor 1,25 Mio. € auf nunmehr 1,55 Mio. €. Dabei erwarten wir insbesondere aus den neu geschlossenen strategischen Kooperationen im In- und Ausland höhere Umsatzimpulse als bisher. Auch für das GJ 2017 rechnen wir nun mit höheren Umsatzerlösen von 2,85 Mio. €, nach bisher 2,35 Mio. €.

Die Treiber des Umsatzwachstums werden unserer Einschätzung nach dabei mehrschichtig sein. Einen großen Anteil zum Wachstum wird die Anfang 2016 geschlossene Vertriebsvereinbarung mit einem international positionierten Hersteller für Medizin- und Hygieneprodukte haben. Die erste Auslieferung von Tests ist dabei bereits Mitte März 2016 erfolgt, so dass die Produkte bereits im April auf den Markt eingeführt wurden. Wir rechnen daher damit, dass die Kooperation bereits im GJ 2016 einen Umsatzbeitrag in Höhe von rund 0,70 Mio. € beisteuern wird und damit einen erheblichen Teil dazu beitragen kann, dass die Gewinnschwelle für die NanoRepro AG in greifbare Nähe rückt. In den Folgejahren gehen wir von nochmals erhöhten Umsatzniveaus aus der Kooperation aus. Dies begründet sich vor allem durch die zunehmende Ausweitung auf die weiteren Vertriebsländer innerhalb der nächsten 12 Monate, darunter auch in große Vertriebsgebiete wie Russland.

Aber auch die neuen Distributionspartnerschaften im Ausland werden das Wachstum der NanoRepro AG voranbringen. Da die Tests zunächst auf den Auslandsmärkten zugelassen werden müssen, ist ab dem 2. Halbjahr 2016 mit ersten Effekten aus den Kooperationen zu rechnen. Vor allem aber in 2017 werden die Auslandskooperationen einen wichtigen Beitrag zum Umsatzwachstum leisten. Insgesamt werden inzwischen weitere Bereiche Europas über die Vertriebspartner abgedeckt, aber auch eine Reihe von weiteren wichtigen Märkten in Asien, Afrika und Südamerika.

Länder in denen die NanoRepro AG derzeit Vertriebspartnerschaften unterhält



Quelle: NanoRepro; GBC

Ein weiterer Wachstumsfaktor der NanoRepro AG wird die fortschreitende Weiterentwicklung der Produktpalette sein. Dies ist ein Faktor für den Inlands- und Auslandsabsatz. Durch die Erschließung weiterer Indikationsgebiete wird eine breitere Kundengruppe angesprochen, was die Absatz- und Umsatzchancen, entsprechend erhöht. Nicht zuletzt werden alle zukünftig neu entwickelten Tests selbst entwickelt, was auch die Rentabilität erhöhen sollte (siehe Ergebnisprognosen).

Folgende Anwendungsgebiete für neue Schnelltests hat die NanoRepro AG derzeit in der Entwicklungspipeline:

sexuell übertragbare Krankheiten	Infektionskrankheiten	Sonstige	Trend / Lifestyle
Chlamydien	Streptokokken A (B2C)	Histamin	Vitamin D
Syphilis	Influenza A/B (B2C)	Harnwegsinfekt	Freie Radikale
Trichomonaden	Hepatitis C	Osteoporose	Innovativer Darmtest
Streptokokken B	Hepatitis B	Rheuma	
Gonorrhoe	Malaria	Digitaler Schwangerschaftstest	
Genitalherpes			

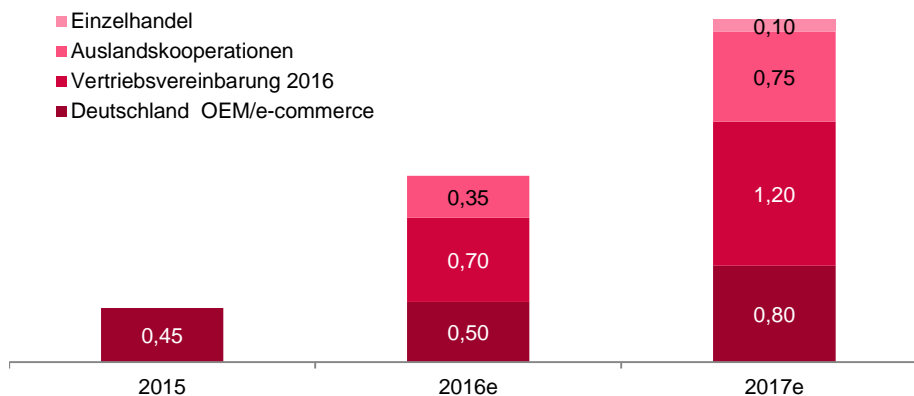
Quelle: NanoRepro; GBC

Bereits heute verfügt die NanoRepro AG über 25 zugelassene Schnelltests und damit über ein Spektrum, das bereits eine große Bandbreite der wichtigsten Indikationen abdeckt. Dabei ist zu bemerken, dass derzeit rund 60 % der Umsätze mit den vier bereits seit mehreren Jahren etablierten Produkten FertiQUICK, VagiQUICK, OvuQUICK sowie dem GlutenCHECK erwirtschaftet werden. Andersherum betrachtet, bedeutet dies, dass allein die weiteren Schnelltests des bestehenden Produktportfolios die Absatzzahlen betreffend noch deutliches Steigerungspotenzial besitzen.

Nicht zuletzt kann der Einzelhandel in den kommenden Jahren ein entscheidender Wachstumsfaktor für die NanoRepro AG werden. Das Unternehmen hat die Zulassung für den Vertrieb im Einzelhandel in 2015 erhalten und inzwischen mehrere Probelistings bei großen Einzelhandels- und Drogerieketten erreicht. Sollten sich die Produkte im Einzelhandel als erfolgreich erweisen, könnte es bereits in 2016 zu einer dauerhaften und nationalen Listung ausgewählter Produkte kommen.

Sollte dieser Schritt erreicht werden, könnten ab 2017 erhebliche Umsatzbeiträge aus dem Einzelhandel generiert werden. Wenngleich die Probelistings nach Unternehmensaussagen erfolgreich verlaufen, kann derzeit jedoch noch nicht ausgemacht werden, ob eine feste Aufnahme ins Sortiment erfolgen wird. Daher haben wir den Umsatzbeitrag aus dem Einzelhandel in unseren Prognosen derzeit noch sehr wenig Bedeutung beigemessen und in 2017 lediglich mit 0,10 Mio. € Umsatzanteil berücksichtigt.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC

Ergebnisprognosen

Ein wesentlicher Faktor für das Erreichen des Break-evens sind die stark sinkenden Materialaufwendungen im Zuge der Eigenentwicklung der Schnelltests. Durch die Neuentwicklung und Lizenzierung in Eigenregie ist es der NanoRepro AG nunmehr möglich deutlich günstiger zu produzieren, da Lizenzgebühren entfallen. Wir rechnen durch diese Maßnahme damit, dass die Materialaufwendungen durch insgesamt um rund 50 % auf eine Quote von 40 % zum Umsatz gesenkt werden können. Bisher sind 6 der umsatzstärksten Schnelltests bereits neu entwickelt worden. Die weiteren Tests des bestehenden Produktportfolios sollen sukzessive folgen und Tests für neue Indikationsbereiche werden ebenfalls ausschließlich nur noch selbst entwickelt. Die notwendigen Strukturen und personellen Kapazitäten wurden hierfür in 2015 geschaffen.

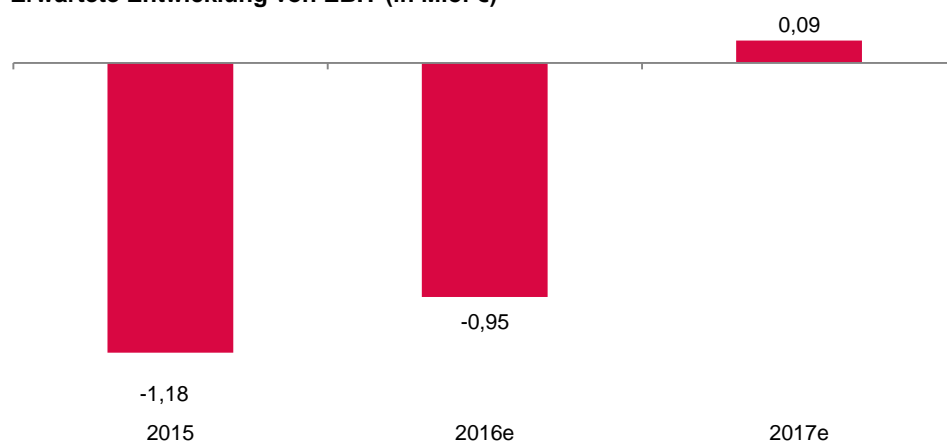
Daher gehen wir auch davon aus, dass sich die Personalaufwendungen in 2016 vor dem Hintergrund der neu besetzten Schlüsselpositionen nur leicht über dem Niveau des Jahres 2015 bewegen werden. Dabei erwarten wir keine wesentlichen Aufstockungen der Personalkapazitäten.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollten hingegen in 2016 einen weiteren Anstieg erfahren. Während die bereits in 2015 angefallenen Kapitalmarkt- und Zulassungskosten für Schnelltests in ähnlichen Größenordnungen zu Buche stehen dürften, ist von einem merklichen Anstieg der Werbeaufwendungen zu rechnen. Wie vom Unternehmen angekündigt, soll ein großer Teil der Erlöse aus der Kapitalerhöhung zur Stärkung des B2C-Geschäfts genutzt werden, um Marktanteile in einem innovativen Markt jetzt zu sichern. Vor allem ab dem 2. HJ 2016 sollten die die Werbeaufwendungen zum Tragen kommen.

Den Faktor der erhöhten Werbeaufwendungen hatten wir in unseren bisherigen Prognosen nicht berücksichtigt, weshalb wir unsere Kosten- und Ergebniserwartung entsprechend anpassen. Trotz der angehobenen Umsatzprognose erwarten wir nunmehr mit -0,95 Mio. € ein EBIT leicht über dem Niveau des GJ 2015.

Für das GJ 2017 erwarten wir unverändert ein ausgeglichenes EBIT. Wenngleich wir auch für 2017 unsere Umsatzerwartung nach oben hin angepasst haben, sollten auch im kommenden Jahr erhöhte Werbeaufwendungen zu Buche schlagen, weshalb wir die EBIT-Prognose unverändert belassen. In den Folgejahren sollte es der NanoRepro AG dann möglich sein nachhaltig positive EBIT-Werte zu erwirtschaften.

Erwartete Entwicklung von EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die NanoRepro AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 bis 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir jährlich abnehmende Steigerungsraten beim Umsatz von 30,0 % bis 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 20,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 0,0-25,0 % 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der NanoRepro 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 % (bislang: 1,50 %).

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 1,59.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,7 % (bislang: 10,2 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,7 % (bislang: 10,2 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,7 % errechnet. Zudem haben wir im Bewertungsmodell eine vollständige Platzierung der Kapitalerhöhung um 1.735.715 Aktien zu jeweils 1,00 € unterstellt (Post-Money). Die Anzahl der ausgegebenen Aktien als Berechnungsgrundlage erhöht sich dadurch von 4,777 Mio. Aktien auf 6,513 Mio. Aktien. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht bei 6,513 Mio. Aktien einem Kursziel von 1,70 €. Das bisherige Kursziel von 1,90 € berechnete sich auf Basis von 4,777 Mio. ausgegebenen Aktien.

Der faire Wert des Aktienkapitals hat sich hingegen gegenüber unserer Einschätzung vom 07.04.2016 von 9,04 Mio. € auf nunmehr 11,06 Mio. € erhöht. Hintergrund dessen ist unsere erhöhte Prognose vor dem Hintergrund der jüngsten operativen Entwicklung.

DCF-Modell

NanoRepro AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	30,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	20,0%	ewige EBITA - Marge	17,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	25,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	1,55	2,85	3,71	4,63	5,56	6,39	7,03	7,73		
US Veränderung	244,4%	83,9%	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%		2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,03	2,07	3,08	4,36	5,85	7,43	8,92	10,58		
EBITDA	-0,70	0,37	0,74	0,93	1,11	1,28	1,41	1,55		
EBITDA-Marge	-45,3%	12,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
EBITA	-0,95	0,09	0,47	0,69	0,90	1,09	1,23	1,39		
EBITA-Marge	-61,5%	3,2%	12,6%	14,8%	16,2%	17,0%	17,6%	18,0%		17,5%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,09	-0,16	-0,25	-0,35		
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%		30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,95	0,09	0,47	0,65	0,81	0,92	0,99	1,04		
Kapitalrendite	-46,3%	4,4%	22,2%	30,6%	36,4%	39,5%	40,2%	40,9%		36,3%
Working Capital (WC)	0,55	0,71	0,93	1,16	1,39	1,60	1,76	1,93		
WC zu Umsatz	35,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
Investitionen in WC	-0,11	-0,16	-0,21	-0,23	-0,23	-0,21	-0,16	-0,18		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,51	1,38	1,20	1,06	0,95	0,86	0,79	0,73		
AFA auf OAV	-0,25	-0,28	-0,28	-0,24	-0,21	-0,19	-0,17	-0,16		
AFA zu OAV	16,6%	19,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
Investitionen in OAV	-0,14	-0,15	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10		
Investiertes Kapital	2,06	2,09	2,13	2,22	2,34	2,46	2,55	2,66		
EBITDA	-0,70	0,37	0,74	0,93	1,11	1,28	1,41	1,55		
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,09	-0,16	-0,25	-0,35		
Investitionen gesamt	-0,25	-0,31	-0,31	-0,33	-0,33	-0,31	-0,26	-0,28		
Investitionen in OAV	-0,14	-0,15	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10		
Investitionen in WC	-0,11	-0,16	-0,21	-0,23	-0,23	-0,21	-0,16	-0,18		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	-0,96	0,06	0,43	0,56	0,69	0,81	0,90	0,92		11,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	8,99	9,81
Barwert expliziter FCFs	2,81	3,03
Barwert des Continuing Value	6,18	6,78
Nettoschulden (Net debt)	-1,19	-1,25
Wert des Eigenkapitals	10,18	11,06
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,18	11,06
Ausstehende Aktien in Mio.	6,51	6,51
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,56	1,70

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,59
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%

WACC **9,7%**

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,7%	9,7%	10,7%	11,7%
34,3%	2,13	1,85	1,64	1,48	1,36
35,3%	2,18	1,88	1,67	1,50	1,38
36,3%	2,23	1,92	1,70	1,53	1,40
37,3%	2,27	1,96	1,73	1,55	1,42
38,3%	2,32	1,99	1,76	1,58	1,44

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: (5)

§ 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 möglichen 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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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