

## Basisstudien-Update

### Analyst

Dr. Roger Becker, CEFA, Biologe  
+49 69 71 91 838-46  
roger.becker@bankm.de

### Bewertungsergebnis

# KAUFEN

(vormals: KAUFEN)

### Fairer Wert

# € 2,26

(vormals: € 2,20)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

## Operative Meilensteine erreicht

Das Umsatzergebnis für das vierte Quartal sowie das abgelaufene Geschäftsjahr 2016 belegen den Erfolg der strategischen Fokussierung auf den Ausbau der Vertriebsaktivitäten. Die damit verbundenen Investitionen der letzten zwei Jahre in Personal und Marketing schlagen sich erkennbar positiv im Umsatz nieder.

Das Umsatzwachstum im letzten Quartal war mit 37% im Vergleich zur Vorjahresperiode besonders stark. Das Gesamtjahr schloss mit einem Umsatzwachstum von 16% ab. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf die Absatzdynamik in den Regionen Europa, hier insbesondere UK, und Asien zurückzuführen. Laut Geschäftsbericht wird diese Dynamik auch von einem starken Neukundengeschäft getragen, was die Absatzbasis zukünftig weiter stärken dürfte. Auf Jahressicht stabilisierte sich auch wieder der Absatz in Amerika und Deutschland. Zuletzt waren die Umsätze hier auf Quartalsebene rückläufig (in den USA wegen der Reorganisation der US-Tochter sowie Vorbereitung der Vertriebsstrukturen für den Markteintritt im Orthopädie-segment, in Deutschland wegen Aufgabe eines margenschwachen Produkts), befinden sich jetzt aber wieder auf Vorjahresniveau.

Das Ergebnis lag mit € -2,1 Mio. innerhalb der Guidance, jedoch beeinflusst von einem latenten Steuerertrag aufgrund aktivierter latenter Steuern i.H.v. T€ 750.

Drei Punkte im Rahmen der strategischen Zielsetzung einer Vertriebsausweitung erscheinen uns besonders erwähnenswert:

- Gewinnung eines strategischen Investors mit starker industrie-relevanter Vernetzung (April 2016)
- Zulassung eines Orthopädieprodukts für den US-Markt (Dezember 2016)
- Neue exklusive Vertriebspartnerschaft mit chinesischem Distributor, der zusätzlich Neuzulassungen im heimischen Markt unterstützen wird (April 2017)

In 2016 hat die Gesellschaft zwei Kapitalerhöhungen durchgeführt, die zu einem Nettoerlös von ca. € 2,23 Mio. führte. Zur Deckung des Kapitalbedarfs für 2017 und 2018 gehen wir von einer weiteren Kapitalmaßnahme aus, die sich aus Sicht unserer Bilanzprognose in der Größenordnung von insgesamt € 3,0 Mio. bewegen dürfte.

**Auf Basis des Geschäftsberichts haben wir unser DCF-Modell angepasst sowie unsere Peer Group-Analyse aktualisiert. Wir ermitteln – unter Berücksichtigung der neuen Aktienanzahl – einen fairen Wert von € 2,26 pro Aktie und bewerten die Aktie weiterhin mit Kaufen.**

### Ergebniskennzahlen (in € Mio.)

Jahr	Netto-Umsatz	ber. EBITDA	ber. EBIT	ber. EBT	ber. JÜ	ber. EPS (€)	ber. EBIT-Marge	ber. Netto-Marge
2015a	5,6	-2,4	-2,9	-3,2	-3,2	-0,35	-51,7%	-56,4%
2016a	6,5	-2,1	-2,7	-2,8	-2,1	-0,21	-40,9%	-32,1%
2017e	8,2	-1,3	-1,8	-1,8	-1,8	-0,13	-22,1%	-22,2%
2018e	10,7	0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,03	-3,9%	-3,9%
2019e	12,8	1,3	0,8	0,8	0,8	0,05	6,0%	6,2%
2020e	15,4	2,8	2,3	2,3	2,2	0,15	0,15	14,2%

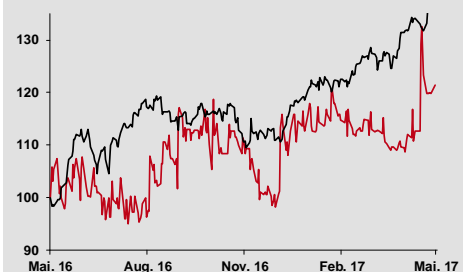
Quelle: Unternehmen, BankM Research (e)

Branche	Medizinprodukte
WKN	549453
ISIN	DE0005494538
Bloomberg/Reuters	CUR GY/CURG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31. Dez
Quartalsbericht Q1	18. Mai 2017
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2017e	2018e	2019e
EV/Umsatz	2,0	1,5	1,3
EV/EBITDA*	neg.	138,2	12,4
EV/EBIT	neg.	neg.	21,1
P/E bereinigt	neg.	neg.	19,3
Preis/Buchwert	1,5	1,5	1,4
Preis/FCF	neg.	neg.	neg.
ROE (in %)	-19,0	-4,1	7,6
Dividendenrendite (in %)	0,00	0,00	0,00

\* 2018: nicht aussagekräftig wegen sehr kleinen Nenners

Anzahl Aktien (in Mio.)	14,418
Marktkap. / EV (in € Mio.)	15,2 / 16,2
Free float (in %)	69,2
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	26,7
12M hoch/tief (in €; Schluss)	1,33 / 0,90
Kurs 3.05.2017 (in €; Schluss)	1,33
Performance	1M 6M 12M
absolut (in %)	27,9 29,1 32,3
relativ (in %)	22,3 4,0 -3,7
Vergleichsindex	Daxsubsec. All Pharmaceuticals Perf.



curasan AG (rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector All Pharmaceuticals Performance (schwarz)

Quelle: Bloomberg

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt.

## Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage / Prognose

### Gewinn- und Verlustrechnung

**Deutliches  
Umsatzwachstum,  
besonders in Q4**

Im Geschäftsjahr 2016 konnte die Gesellschaft ihre adjustierten **Bruttoumsatzerlöse** um 16,1% steigern. Zum besseren Vergleich der Leistungsfähigkeit des Unternehmens wurden Anpassungen vorgenommen, die zu einer Absenkung der Umsatzbasis um ca. T€ 100 im Vorjahr führen. Diese Adjustierung resultiert aus der Einstellung des Vertriebs des gering-margigen Handelsprodukts Cytoplast. Der Umsatz nach Berücksichtigung von Händlerrabatten stieg um 15,8% (**Nettoumsatz**). Insbesondere das vierte Quartal verlief sehr erfolgreich und zeigte eine Umsatzsteigerung von 37% (yoy). Regional betrachtet nahmen die Umsätze auf Jahressicht vor allem in den Regionen Asien und Europa zu, Naher Osten, Amerika und Deutschland bewegten sich auf konstantem Niveau.

Während sich das operative Ergebnis im Vorjahr durch den Sondereffekt der Zahlung von Stryker i.H.v. € 4,5 Mio. positiv darstellte, drehte es in 2016 erwartungsgemäß wieder mit € -2,7 Mio. ins Negative. Insgesamt resultiert ein Jahresfehlbetrag von € -2,1 Mio. Zu diesem Ergebnis trägt die Aktivierung latenter Steuern aus Verlustvorträgen mit T€ 750 signifikant bei.

Wie in unseren vorangegangenen Researchberichten mehrfach thematisiert, hat sich der Vorstand die regionale Expansion in wichtigen Zielmärkten als zentrales strategisches Ziel gesetzt. Besonderes Augenmerk im Rahmen der Vertriebsausweitung liegt hierbei auf den Märkten USA, China, Mittlerer Osten und UK. Nachdem das Unternehmen bereits im April 2016 im Rahmen einer Privatplatzierung einen im chinesischen Medizintechnik-Segment exzellent vernetzten strategischen Investor gewinnen können, wurde im April diesen Jahres der Abschluss einer exklusiven Vertriebspartnerschaft mit einem Unternehmen aus der chinesischen Fosun-Gruppe vermeldet. Das Abkommen beinhaltet eine über den Vertrieb hinausgehende strategische Komponente mit Hinblick auf Zulassungsprozesse neuer Produkte im chinesischen Markt. Gemeinsam mit der im Dezember 2017 erhaltenen Zulassung für das Orthopädieprodukt Cerasorb® Ortho Foam in den USA sehen wir wesentliche Meilensteine zur Umsetzung der Unternehmensziele erreicht.

Für 2017 gibt der Vorstand eine Guidance für den Bruttoumsatz in einem Korridor zwischen € 8,5 – 8,8 Mio. und für das Konzernergebnis zwischen € -1,6 Mio. bis € -2,0 Mio. aus. Wir orientieren uns an dieser Vorgabe und gehen für 2017 von einem um Händlerabatte bereinigten Umsatz von € 8,2 Mio. sowie einem Ergebnis im mittleren Bereich der Guidance aus.

### 1. Umsatz

**Umsatzdynamik  
getrieben durch  
regionalen Ausbau  
des Vertriebs**

In den folgenden Jahren sollten sich die operativen Investitionen und die erzielten Meilensteine deutlich im Umsatz bemerkbar machen. Wir modellieren dies mit einem Wachstum von 26 bzw. 30% in den nächsten zwei Jahren. Insbesondere die Ausweitung des Vertriebs in China und in den USA sollte hier die nötige Dynamik entfalten. Die CERASORB-Produktfamilie ist in China für den Dentalbereich bereits zugelassen, ebenfalls ist die Zulassung für CERASORB in den USA für den Bereich Orthopädie erfolgt. Der weitere Ausbau des Vertriebs in beiden Ländern dürfte aufgrund der Größe der Märkte deutliche Umsatzimpulse setzen.

Insgesamt orientiert sich u.E. der Umsatz weniger am Gesamtmarkt des Knochenersatzes (synthetisch und nicht-synthetisch) und dessen Wachstum. Kurz- und mittelfristig sollte die curasan vielmehr durch Gewinnung von

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Marktanteilen im Vergleich zum Gesamtmarkt überproportional wachsen, bevor sich die Wachstumsdynamik auf das Niveau des Gesamtmarkts begibt. Somit steht im Zentrum unserer Umsatzprognose die Zunahme der Marktdurchdringung als Ergebnis der Marketing- und Vertriebsaktivitäten. Nicht berücksichtigt haben wir Auslizensierungen von Produkten im Rahmen potentieller OEM-Partnerschaften.

## 2. Materialaufwand

In 2016 betrug die Materialaufwandsquote (bezogen auf den Gesamtleistung) 39,0% (Vorjahr: 40,8%). Damit hat sich die Lagerdauer der Produkte (days inventory out, DIO) deutlich von 171 Tagen in 2015 auf 134 in 2016 reduziert und sich damit dem mittleren DIO-Parameter des Industriesektors Pharmaceuticals & Life Sciences von etwa 110 Tagen angenähert (pwc, 2016 Annual Working Capital Opportunity – Sector analysis; s. Bilanzdiskussion).

Durch die graduelle Zunahme der Umsätze bei den höher-margigen Knochenersatzmaterialien relativ zu den Handelsprodukten (Curavisc, stypro und Membranen) sowie Skaleneffekten aus der steigenden Auslastung des Produktionsprozesses prognostizieren wir eine weitere Abnahme der Materialaufwandsquote bis auf 38% in den kommenden Jahren.

## 3. Personalkosten

In 2016 blieb die Anzahl der Mitarbeiter mit 34 ggü. Vorjahr mit 35 erhöht nahezu konstant. Nach wie vor ist der Bereich Marketing und Vertrieb mit 16 Mitarbeitern sehr stark und unterstreicht die Strategie des Vorstands, die Produkte verstärkt im Markt zu platzieren. In unserem Prognosemodell lassen wir die Personalkosten um 2% p.a. steigen, zusätzlich zu den Kosten von T€ 76 für das Aktienoptionsprogramm.

## 4. Sonstige betriebliche Aufwendungen

Eine größere Veränderung in den Verwaltungskosten sehen wir nicht, ebenfalls dürfte der F&E-Aufwand konstant bleiben. Diese Position lassen wir mit 2% p.a. anwachsen.

## 5. Sonstige betriebliche Erträge

Da wir in unserem Modell keine Auflösungen von Rückstellungen vorsehen, belassen wir die Position mit T€ 10 aus Forschungsförderungsprogrammen.

## 6. Steuern

Aufgrund des Verlustvortrags i.H.v. ca. € 37 Mio. wird die curasan AG auf lange Sicht keine bzw. der Inanspruchnahme von latenten Steueransprüchen entsprechend verminderte Ertragssteuerbelastung aufweisen. Wir haben sowohl in unserem Prognosehorizont bis 2020 als auch in der DCF-Analyse (bis 2024) die Steuervorteile aus Verlustvorträgen nach der fiskalischen 60%/40%-Regel dezidiert berücksichtigt und darüber hinaus den Barwert des Steuervorteils ab 2025 ermittelt (siehe Bilanzdiskussion und Bewertung).

In 2016 wurden T€ 750 latente Steuern auf Verlustvorträge aktiviert, die als latenter Steuerertrag das Jahresergebnis signifikant verbesserten.

**Senkung der  
Materialeinsatzquote**

**Verstärkung im  
Marketing und  
Vertrieb**

**Nutzung  
substanzieller  
Verlustvorträge**

**Gemäß unseren Annahmen, die im Besonderen den Erfolg der gesteigerten Marketing- und Vertriebsaktivitäten implizieren, wird das Unternehmen die Gewinnschwelle in 2018/19 erreichen können.**

## Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2015a	2016a	2017e	2018e	2019e	2020e	5y - CAGR (%) 2015 -2020
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>5.619</b>	<b>6.504</b>	<b>8.200</b>	<b>10.660</b>	<b>12.792</b>	<b>15.350</b>	22,3
<i>Wachstumsrate in %</i>	-6,2	15,8	26,1	30,0	20,0	20,0	
Bestandsveränderungen	73	-184	0	0	0	0	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5.692</b>	<b>6.320</b>	<b>8.200</b>	<b>10.660</b>	<b>12.792</b>	<b>15.350</b>	21,9
Materialaufwand	2.322	2.465	3.116	4.051	4.861	5.833	
<i>% vom Umsatz</i>	40,8	39,0	38,0	38,0	38,0	38,0	
<b>Rohergebnis</b>	<b>3.370</b>	<b>3.855</b>	<b>5.084</b>	<b>6.609</b>	<b>7.931</b>	<b>9.517</b>	23,1
Sonst. betr. Erträge	4.939	210	10	10	10	10	
<i>% vom Umsatz</i>	87,9	3,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Personalaufwand	3.040	3.207	3.376	3.442	3.509	3.578	
<i>% vom Umsatz</i>	54,1	49,3	41,2	32,3	27,4	23,3	
Sonstige betr. Aufwend.	3.142	3.002	3.000	3.060	3.121	3.184	
<i>% vom Umsatz</i>	55,9	46,2	36,6	28,7	24,4	20,7	
<b>EBITDA</b>	<b>2.127</b>	<b>-2.144</b>	<b>-1.282</b>	<b>117</b>	<b>1.311</b>	<b>2.766</b>	5,4
Abschreibungen	533	518	532	532	543	450	
<b>EBIT</b>	<b>1.594</b>	<b>-2.662</b>	<b>-1.814</b>	<b>-414</b>	<b>768</b>	<b>2.316</b>	7,8
Zinserträge	20	14	20	20	20	20	
Zinsaufwendungen	268	141	23	17	0	0	
<b>EBT</b>	<b>1.346</b>	<b>-2.789</b>	<b>-1.817</b>	<b>-412</b>	<b>788</b>	<b>2.336</b>	11,7
Ertragssteuern (Aufwand +/-Ertrag -)	13	-704	0	0	0	160	
<i>davon lfd. Ertragssteuer</i>	13	-13	0	0	0	160	
<i>davon latente Steuer</i>	0	-691	0	0	0	0	
<b>Konzernergebnis</b>	<b>1.333</b>	<b>-2.085</b>	<b>-1.817</b>	<b>-412</b>	<b>788</b>	<b>2.176</b>	10,3
Anpassungen	-4.500	0	0	0	0	0	
<b>Bereinigtes Konzernergebnis (2015)</b>	<b>-3.167</b>	<b>-2.085</b>	<b>-1.817</b>	<b>-412</b>	<b>788</b>	<b>2.176</b>	n.a.
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	9.150	10.109	14.418	14.418	14.418	14.418	
Ergebnis / Aktie (EPS)	0,15	-0,21	-0,13	-0,03	0,05	0,15	
Bereinigtes Ergebnis / Aktie (ber. EPS)	-0,35	-0,21	-0,13	-0,03	0,05	0,15	

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## GuV-Margen

Margen in %	2015a	2016a	2017e	2018e	2019e	2020e
Rohertragsmarge	60,0	59,3	62,0	62,0	62,0	62,0
EBITDA-Marge (2015 bereinigt)	-42,2	-33,0	-15,6	1,1	10,2	18,0
EBIT-Marge (2015 bereinigt)	-51,7	-40,9	-22,1	-3,9	6,0	15,1
EBT-Marge (2015 bereinigt)	-56,1	-42,9	-22,2	-3,9	6,2	15,2
Nettogewinnmarge (2015 bereinigt)	-56,4	-32,1	-22,2	-3,9	6,2	14,2

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Kapitalflussrechnung

### Cash flow wieder negativ

Der operative Cash Flow 2016 war erwartungsgemäß negativ mit € -2,1 Mio. Auch hier setzt sich das berichtete Geschäftsjahr deutlich von dem Vorjahr ab, da in diesem die Zahlung von Stryker erfolgte und zu einem operativen CF i.H.v. € 2,2 Mio. führte.

Gestärkt wurde die Liquidität durch den Nettomittelzufluss aus zwei Kapitalerhöhungen i.H.v. netto € 2,23 Mio. Nach Investitionstätigkeit und nach

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Abzug einer Zahlung an Riemser für die teilweise Ablösung der Verbindlichkeiten resultierte ein Liquiditätsabfluss von T€ 582.

Aufgrund ausbleibender Sondereffekte, wie im Falle der Stryker-Zahlung, wird der freie Cash Flow in den Jahren 2017 und 2018 negativ bleiben bevor der break-even auch auf Cash-Ebene in 2019 erreicht wird. Unser Modell sieht daher eine Kapitalaufnahme in 2017 i.H.v. € 3,0 Mio. vor (alternativ: € 2,0 Mio. in 2017, € 1,0 Mio. in 2018). Da der Ausgabepreis nicht prognostizierbar ist, haben wir bilanziell-formal € 1 pro Aktie angesetzt.

**Kapitalaufnahme  
notwendig**

## Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2015a	2016a	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Konzernergebnis</b>	<b>1.333</b>	<b>-2.085</b>	<b>-1.817</b>	<b>-412</b>	<b>788</b>	<b>2.176</b>
+ Abschreibung & Wertminderungen	533	518	532	532	543	450
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	2	22	0	0	0	0
<b>= Cash Earnings</b>	<b>1.868</b>	<b>-1.545</b>	<b>-1.285</b>	<b>120</b>	<b>1.331</b>	<b>2.625</b>
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	6	78	494	259	1.251	840
+ Finanzergebnis	248	127	3	-3	-20	-20
+ Sonstiges	41	76	76	76	76	76
- latente Steuern	0	691	0	0	0	0
<b>= Operativer Cash Flow</b>	<b>2.151</b>	<b>-2.111</b>	<b>-1.700</b>	<b>-66</b>	<b>135</b>	<b>1.842</b>
- Investitionen in Anlagevermögen	152	123	100	100	100	100
- Zahlungen an Riemser	2.633	375	1.370	500	122	0
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-634</b>	<b>-2.609</b>	<b>-3.170</b>	<b>-666</b>	<b>-87</b>	<b>1.742</b>
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	954	2.162	3.000	0	0	0
+ Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-36	-8	0	0	0	0
- Sonstiges (Finanzergebnis)	248	127	3	-3	-20	-20
<b>Zufluss Barmittel (+)/Abfluss Barmittel (-)</b>	<b>36</b>	<b>-582</b>	<b>-173</b>	<b>-663</b>	<b>-67</b>	<b>1.762</b>

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Bilanz

Die curasan AG weist zum 31.12.2016 einen kumulierten **steuerrelevanten** Verlustvortrag i.H.v. ca. € 37 Mio. auf. Hiervon sind bilanziell zum Bilanzstichtag 2016 lediglich € 10,1 Mio. als Verlustvortrag offen ausgewiesen. Aufgrund des (bis 2018 sich noch auf € 38,5 Mio. ausweitenden) Verlustvortrags wird das Unternehmen lt. unserer Bilanzprognose über den kurz- und mittelfristigen Prognosezeitraum (bis 2024) hinaus keine bzw. nur reduzierte Ertragssteuern zu zahlen haben. Latente Steuern werden in unserem Modell sukzessive ergebnis- und cash-neutral verrechnet bis der Steuervorteil in 2029 „abgearbeitet“ sein wird. Den Nettobarwert des Steuervorteils<sub>2025-2029</sub> ermitteln wir zu € 1,949 Mio. (s. Bewertung, DCF-Modell). Insgesamt ermitteln wir einen Barwert der Steuervorteile<sub>2017-2029</sub> aus Verlustvorträgen von €4,543 Mio.

**Verrechnung der  
Verlustvorträge;  
Steuervorteil bis 2029**

Die Barmittel belaufen sich zum Bilanzstichtag auf € 1,0 Mio. und beinhalten den Nettoerlös aus den beiden im GJ erfolgten Kapitalerhöhungen. T€ 375 wurden 2016 zur Teiltilgung der Verbindlichkeiten ggü. Riemser verwendet. In unserer Bilanzprognose gehen wir davon aus, dass der kurzfristige Anteil in 2017 und der langfristige Anteil in 2019 vollständig getilgt sein werden.

Unsere Analyse der Produktivität des Umlaufvermögens weist mit 134 Tagen eine deutliche Verbesserung der Lagerdauer und damit geringere Kapitalbindung auf. Damit nähert sich dieser Parameter der Benchmark von ca. 110 Tagen an (Industriesektor Pharmaceuticals & Life Sciences, pwc: 2016 Annual Working Capital Opportunity – Sector analysis). Insgesamt hat sich der cash conversion cycle von 222 Tagen auf 197 verbessert.

**DIO deutlich  
verbessert**

Zur Finanzierung des Umlaufvermögens verfügt das Unternehmen über eine Factoring-Linie, die wir bei den Forderungen berücksichtigen und nachrichtlich darstellen.

Die Eigenkapitalquote erhöhte sich von 70,3 auf 71,0%.

## Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2015a	2016a	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Aktiva</b>						
<b>Anlagevermögen</b>	<b>6.913</b>	<b>7.209</b>	<b>6.776</b>	<b>6.345</b>	<b>5.901,7</b>	<b>5.552</b>
Sachanlagen	1.368	1.198	1.029	866	697	625
Immaterielle Vermögenswerte	1.331	1.291	1.214	1.131	1.044	952
Firmenwert	2.776	2.776	2.776	2.776	2.776	2.776
Kundenstamm	1.379	1.194	1.007	821	635	449
Latente Steuern	59	750	750	750	750	750
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>5.664</b>	<b>5.405</b>	<b>5.743</b>	<b>5.357</b>	<b>6.559</b>	<b>9.179</b>
Vorräte	2.621	2.137	2.606	3.388	4.065	4.878
Forderungen	1.260	2.106	2.148	1.643	2.235	2.280
<i>Factoring (nachrichtlich)</i>	0	0	0	548	0	0
Barmittel	1.588	1.006	833	170	103	1.865
Sonstiges Umlaufvermögen	195	156	156	156	156	156
<b>Bilanzsumme</b>	<b>12.577</b>	<b>12.614</b>	<b>12.520</b>	<b>11.702</b>	<b>12.461</b>	<b>14.731</b>
<b>Passiva</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>8.840</b>	<b>8.953</b>	<b>10.211</b>	<b>9.876</b>	<b>10.739</b>	<b>12.991</b>
Gezeichnetes Kapital	9.436	11.418	14.418	14.418	14.418	14.418
Kapitalrücklagen (inkl. Optionen)	7.371	7.627	7.703	7.779	7.855	7.931
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	-7.967	-10.092	-11.909	-12.321	-11.533	-9.357
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>3.737</b>	<b>3.661</b>	<b>2.308</b>	<b>1.826</b>	<b>1.722</b>	<b>1.740</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>2.320</b>	<b>1.702</b>	<b>1.202</b>	<b>702</b>	<b>580</b>	<b>580</b>
Rückstellungen	558	580	580	580	580	580
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	304	310	310	310	310	310
andere langfristige Verbindl.	1.762	1.122	622	122	0	0
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>	<b>1.417</b>	<b>1.959</b>	<b>1.106</b>	<b>1.124</b>	<b>1.142</b>	<b>1.160</b>
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	609	859	876	894	912	930
Bankverbindlichkeiten	10	2	2	2	2	2
Rückstellungen	195	228	228	228	228	228
andere kurzfristige Verbindl.	603	870	0	0	0	0
<b>Bilanzsumme</b>	<b>12.577</b>	<b>12.614</b>	<b>12.520</b>	<b>11.702</b>	<b>12.461</b>	<b>14.731</b>

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

## Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2015a	2016a	2017e	2018e	2019e	2020e
Anlagevermögen	54,97	57,15	54,12	54,22	47,36	37,69
Umlaufvermögen	45,03	42,85	45,88	45,78	52,64	62,31
Vorräte	20,84	16,94	20,82	28,95	32,62	33,12
Forderungen	10,02	16,70	17,16	14,04	17,94	15,47
Liquide Mittel	12,63	7,98	6,66	1,45	0,83	12,66
Eigenkapital	70,29	70,98	81,56	84,40	86,18	88,19
Langfristige Verbindlichkeiten	18,45	13,49	9,60	6,00	4,65	3,94
kurzfristige Verbindlichkeiten	11,27	15,53	8,84	9,60	9,16	7,87
ges. Verbindlichkeiten	29,71	29,02	18,44	15,60	13,82	11,81

Quelle: Unternehmen (a), BankM Research (e)

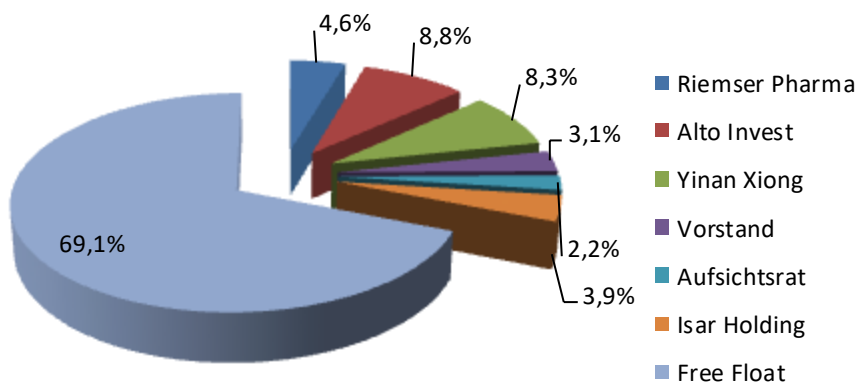
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



## Die Aktie

Zum Bilanzstichtag 2016 betrug die Aktienzahl nach den beiden Kapitalerhöhungen 11,418 Mio. Im April wurde eine Privatplatzierung mit einem strategischen chinesischen Investoren durchgeführt. Die 943.604 neuen Aktien wurden zu einem Preis von € 1,20 begeben. Im Dezember wurden 1.037.964 Aktien zu jeweils € 1,04 platziert. Der Nettoerlös betrug € 2,23 Mio.

## Aktionärsstruktur



Quelle: curasan AG

## Aktuelle Entwicklung

Innerhalb der letzten 12 Monate stieg die Aktie um 32% von € 1,01 auf € 1,33 (Schlusskurs vom 3.5.2017). Im gleichen Zeitraum legte der Vergleichsindex „DAX Subsector Pharmaceuticals“ um 37% zu. Betrachtet man den Zeitraum seit Jahresbeginn, so gewann die curasan-Aktie 21%, der Vergleichsindex 14%.

Basierend auf den täglichen Renditen innerhalb der letzten 12 Monate beträgt die annualisierte Volatilität ca. 48% bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von knapp 17.000 Stücken. Das Handelsvolumen hat innerhalb der letzten 12 Monate kontinuierlich zugenommen und lag im vergangenen Monat bei 41.623 Stücken pro Tag (bei deutlich gesteigener Vola mit 81%).

## Bewertung

Zur Herleitung eines fairen Werts führen wir eine Fundamentalanalyse mit Hilfe eines DCF-Modells durch. Das Ergebnis setzen wir in Perspektive zu einer Peergruppen-Betrachtung, die über Multiples die aktuelle Bewertung von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen am Kapitalmarkt angibt. Die Resultate beider Methoden gewichten wir zu gleichen Teilen.

### DCF-Modell

Zur Analyse der Freien Cash Flows haben wir ein 3-Phasen Modell angewandt:

Phase I	2017 – 2020 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2021 – 2024 (mittelfristige Prognose)
Phase III	Terminal Value

Zur Schätzung der zukünftigen Cash-Flows haben wir uns folgender Quellen bedient:

- Diskussionen mit dem Vorstand und dem Management
- Jahresabschlussbericht 2016

### Diskussion zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten:

Bei der erwarteten Risikoprämie orientieren wir uns an der 10-jährigen Rendite des S&P 500. Zur Annäherung an ein Beta haben wir eine Regression der wöchentlichen Renditen des Vergleichsindex „DAX Subsector All Pharmaceuticals Performance“ gegen den STOXX Europe 600 über den zurückliegenden 2-Jahreszeitraum durchgeführt. Als Ergebnis erhalten wir ein Beta von 0,9 Mit einer erklärten Varianz von 58% wird hierdurch das unternehmensspezifische Risiko der curasan AG u.E. relativ gut reflektiert. Die nicht-erklärte Risikokomponente bilden wir in einer unternehmensspezifischen Risikoprämie von 3% ab.

Im Terminal Value gehen wir von einer EBIT-Marge von 25% aus; dies basiert auf der Annahme, dass der Produktmix sich nachhaltig zugunsten der hoch-margigen Produkte entwickeln wird.

Unser Modell geht davon aus, dass keine Fremdfinanzierung erfolgt. Erst im Terminal Value gehen wir von der Nutzung eines Leverage-Effektes aus und ändern hier unsere Zielkapitalstruktur (EK/FK: 80/20).

Ergänzend zu den unten tabellarisch aufgeführten Modellannahmen erläutern wir die Ermittlung der Nettoverschuldung und die Ermittlung des Barwerts des Steuervorteils aus Verlustvorträgen:

**Nettoverschuldung:** Das vorhandene Cash erachten wir als betriebsnotwendig und berücksichtigen es daher nicht. Die noch bestehenden Verbindlichkeiten gegenüber Riemser werden in den „Investitionen in Anlagevermögen“ erfasst, so dass lediglich T€ 2 als kurzfristige Bankverbindlichkeit in die Nettoverschuldung einfließen.

**Barwert des Steuervorteils:** Wir schreiben im Hintergrund unser Modell solange fort, bis der Steuervorteil aufgebraucht ist (2029) und diskontieren die latenten Steuererträge (= eingesparte Ertragssteuer) periodengerecht mit dem WACC der Ewigen Rente. Wir ermitteln so einen Barwert i.H.v. € 1,961 Mio. für die Jahre 2025 -2029. Bis 2024 weisen wir den jährlichen Steuervorteil dezidiert aus.

## Ermittlung der Eigenkapitalkosten

## Nettoverschuldung und Werthaltigkeit des Steuervorteils

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



## DCF-Analyse

in T€	2016a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
Wachstum		26,1%	30,0%	20,0%	20,0%	15,0%	12,0%	12,0%	10,0%	2,0%
Umsätze	6.504	8.200	10.660	12.792	15.350	17.653	19.771	22.144	24.358	24.845
EBIT	-2.662	-1.814	-414	768	2.316	3.514	4.722	6.057	6.090	6.211
- Steuern	-13	0	0	0	160	302	447	607	611	1.863
+ Abschreibungen	518	532	532	543	450	406	371	363	175	50
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	22	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	78	494	259	1.251	840	128	130	133	0	0
+ andere nicht-cashwirksame Positionen	76	0	0	0	0	0	1	2	3	0
- Investitionen in Anlagevermögen	498	1.470	600	222	100	100	100	100	100	50
<b>= Freier Cash Flow</b>	<b>-2.609</b>	<b>-3.246</b>	<b>-742</b>	<b>-163</b>	<b>1.666</b>	<b>3.391</b>	<b>4.417</b>	<b>5.582</b>	<b>5.557</b>	<b>4.348</b>
Terminal Value										46.274
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,90	0,82	0,74	0,66	0,60	0,53	0,48	0,42	0,42
Nettobarwert der Freien Cash Flows	n.a.	-2.936	-607	-120	1.107	2.021	2.358	2.664	2.361	
Nettobarwert des Terminal Values										19.661
<b>Bewertung</b>		<b>Proportion of EV</b>								
Ergebnis Phase I u. II	6.847	26%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	19.661	74%								
<b>= Unternehmenswert</b>	<b>26.508</b>									
+ Barwert des Steuervorteils nach 2024	1.949									
- Nettoverschuldung (31.12.2016)*	2									
<b>= Wert des Eigenkapitals</b>	<b>28.455</b>									
Anzahl ausstehende Aktien	14.418									
<b>Fairer Wert pro Aktie</b>	<b>1,97</b>									

Quelle: BankM Research

## Modellannahmen

	Quelle	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TV
Risikofreier Zins*	Bloomberg	-0,73%	-0,72%	-0,66%	-0,53%	-0,37%	-0,25%	-0,13%	0,01%	0,82%
Erwartete Marktrendite - S&P 500	Bloomberg	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%
Marktrisikoprämie		9,93%	9,92%	9,86%	9,73%	9,57%	9,45%	9,33%	9,19%	8,38%
Sektor Beta (Daxsubsec. Pharmaceut. vs. SXXR Index)	Bloomberg	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
<b>Eigenkapitalkosten</b>		<b>10,55%</b>	<b>10,56%</b>	<b>10,62%</b>	<b>10,75%</b>	<b>10,91%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,15%</b>	<b>11,29%</b>	<b>13,02%</b>
Ziel-Gewichtung		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	80%
<b>Fremdkapitalkosten</b>		<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>	<b>7,00%</b>
Ziel-Gewichtung		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%
Tax Shield		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>WACC</b>		<b>10,55%</b>	<b>10,56%</b>	<b>10,62%</b>	<b>10,75%</b>	<b>10,91%</b>	<b>11,03%</b>	<b>11,15%</b>	<b>11,29%</b>	<b>11,40%</b>

\* Spot Rate Deutscher Staatsanleihen mit Laufzeit 1-8 Jahre; Terminal Value: 20 Jahre

Quelle: BankM Research

## Sensitivitätsanalyse

		WACC im Terminal Value						
		9,00%	10,00%	11,00%	11,40%	12,00%	13,00%	14,00%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	2,20	2,02	1,88	1,83	1,76	1,67	1,59
	1,50%	2,31	2,11	1,95	1,90	1,82	1,72	1,63
	<b>2,00%</b>	2,44	2,21	2,03	<b>1,97</b>	1,89	1,77	1,68
	2,50%	2,59	2,33	2,12	2,06	1,97	1,84	1,73
	3,00%	2,77	2,46	2,23	2,15	2,05	1,90	1,79

		EBIT-Marge im Terminal Value						
		23,50%	24,00%	24,50%	25,00%	25,50%	26,00%	26,50%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	1,76	1,78	1,81	1,83	1,85	1,88	1,90
	1,50%	1,82	1,85	1,87	1,90	1,92	1,95	1,98
	<b>2,00%</b>	1,89	1,92	1,95	<b>1,97</b>	2,00	2,03	2,06
	2,50%	1,97	2,00	2,03	2,06	2,09	2,12	2,14
	3,00%	2,06	2,09	2,12	2,15	2,18	2,21	2,24

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

## Peer Group-Analyse

Peer Group	Mkt Cap*	EV*	EV/Umsatz			
	Vortag	Vortag	2016**	2017e	2018e	2019e
Anika Therapeutics Inc	619	502	4,5	4,6	4,3	4,0
RTI Surgical Inc	247	361	1,4	1,4	1,3	1,3
Wright Medical Group NV	2.850	3.384	4,7	4,8	4,3	3,9
<b>Median</b>	<b>2.584</b>	<b>3.134</b>	<b>4,50</b>	<b>4,55</b>	<b>4,31</b>	<b>3,85</b>
<i>Mittelwert (nachrichtlich)</i>	<i>7.147</i>	<i>8.974</i>	<i>4,71</i>	<i>3,95</i>	<i>3,66</i>	<i>3,37</i>
<b>Curasan AG</b>	<b>15,19</b>	<b>14,18</b>	<b>1,34</b>	<b>1,71</b>	<b>1,39</b>	<b>1,19</b>

\*Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse; \*\*Multiples 2015 basieren auf historischen Kursen vom 31. Dez. 2016

Unternehmenswert	n.a.	37,73	43,93	45,87
-Nettoverschuldung zum 31.12.2016	n.a.	0,99	0,99	0,99
Wert des Eigenkapitals	n.a.	36,74	42,94	44,88

Herleitung des Werts des Eigenkapitals	2017e	2018e	2019e
- basierend auf EV/Umsatz (€ m)	36,74	42,94	44,88
Anzahl Aktien (in Ts.)	14.418	14.418	14.418
Preis/Aktie (€)	2,55	2,98	3,11

Jahr	2017e
Impliziter Preis pro Aktie	2,55

Quelle: Bloomberg, BankM Research

## Bewertungsfazit

**Fairer Wert pro Aktie:**  
**€ 2,26**

Unsere DCF-Analyse resultiert in einem Wert pro Aktie von € 1,97. Aus der Kapitalmarkt Betrachtung ergibt sich auf Basis von 2017 eine Bewertung von € 2,55. Wir gewichten beide Ergebnisse zu gleichen Teilen, so dass sich ein fairer Wert von € 2,26 pro Aktie ergibt. Auf Basis des aktuellen Kurses ergibt sich hieraus ein deutliches Renditepotenzial.

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw AG), Frankfurt.**

**Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Dr. Roger Becker, CEFA, Analyst.**

Die biw AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist curasan AG

**Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:**

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Dr. Roger Becker, CEFA	21. August 2015	Kaufen	€ 2,24
Dr. Roger Becker, CEFA	24. Mai 2016	Kaufen	€ 2,04
Dr. Roger Becker, CEFA	23. August 2016	Kaufen	€ 2,14
Dr. Roger Becker, CEFA	15. November 2016	Kaufen	€ 2,23
Dr. Roger Becker, CEFA	20. Januar 2017	Kaufen	€ 2,20

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

**HALTEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

**VERKAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:**

**4.05.2017**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:**

**Schlusskurse vom 3.05.2017**

**5. Aktualisierungen:**

**Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.**

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.**

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der biw AG, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

3. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

4. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

### C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2017 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Rottfeder-Ring 7, 60327 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!