

Basisstudie

Analyst

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

Bewertungsergebnis

KAUFEN

Aufnahme der Coverage

Fairer Wert

€ 2,24

BankM Research on Bloomberg,
Thomson/Reuters, Factset, CapitalIQ
and www.BankM.de

Produkte hochwertig - strategischer Fokus jetzt auf Marketing und Vertrieb

Im Markt des Knochenersatzes positioniert sich die curasan AG mit ihrem Produktportfolio rund um die Dachmarke Cerasorb® in einem fragmentierten Markt. Dieser wird zwar von global operierenden Konzernen mit dem Fokus auf Knochenersatz **biologischen** Ursprungs (Human und Rind) dominiert, lässt aber dennoch Spielräume für kleinere Nischenplayer gerade im Bereich der **synthetischen** Materialien. Als solcher zeichnet sich die curasan AG durch ein mittlerweile fokussiertes Produktangebot rund um das Thema Knochenersatz und -regeneration in der Orthopädie und Dentalchirurgie aus.

Nach einer wechselvollen Historie, die gekennzeichnet ist durch strategische Zu- und Verkäufe, hat das Unternehmen zu seiner Kernkompetenz, nämlich der Herstellung und Veredelung synthetischer Knochenersatzmaterialien, zurückgefunden. Alle Produkte sind entsprechend den europäischen und internationalen Standards zertifiziert und zeichnen sich durch höchste Qualität aus. So ist das Kernprodukt Cerasorb aufgrund seiner Phasenreinheit weltweiter Referenz-Standard für das biokeramische Ausgangsmaterial β -TCP.

Jedoch konnte das seit dem Jahr 2000 börsennotierte Unternehmen, bis auf eine Ausnahme in 2009, nie die Gewinnschwelle überschreiten. Mitverantwortlich dafür waren sicherlich auch die wenig erfolgreichen Vertriebsvereinbarungen, u.a. mit Stryker und Zimmer.

Unter dem neuen Alleinvorstand Michael Schlenk, in Funktion seit Oktober 2014, soll das Unternehmen nun wieder in die Spur gesetzt werden. Das Management hat erkannt, dass es forcierter Marketing- und Vertriebsanstrengungen bedarf, um die qualitativ hochwertigen Produkte im Markt zu positionieren und größere Marktanteile zu gewinnen. Das Unternehmen soll so ab 2017 nachhaltig in die Profitabilität geführt werden.

Auf Basis unserer DCF- und Peer Group-Analyse ermitteln wir für die Aktie einen fairen Wert von € 2,24. Beim aktuellen Kursniveau ergibt sich hieraus unser Rating mit „Kaufen“.

Ergebniskennzahlen (in € Mio.)

Jahr	Umsatz	ber. EBITDA	ber. EBIT	ber. EBT	ber. JÜ	ber. EPS (€)	ber. EBIT-Marge	ber. Netto-Marge
2013a	5,8	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0	-0,28	-33,6%	-34,2%
2014a	6,0	-1,2	-1,6	-1,7	-1,7	-0,20	-26,5%	-28,8%
2015e	6,3	-1,3	-1,6	-1,8	-1,8	-0,19	-26,2%	-28,1%
2016e	7,6	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-0,11	-13,2%	-13,2%
2017e	9,1	0,6	0,3	0,3	0,3	0,03	2,9%	2,9%
2018e	10,4	1,6	1,2	1,2	1,2	0,13	11,8%	11,8%

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

Branche	Medizinprodukte
WKN	549453
ISIN	DE0005494538
Bloomberg/Reuters	CUR GY/CURG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Zwischenmitteilung 2. HJ	12.11.
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard
Finanzkennzahlen	2015e 2016e 2017e
EV/Umsatz	1,6 1,3 1,1
EV/EBITDA	3,1 neg. 16,5
EV/EBIT	3,5 neg. 38,2
P/E bereinigt	4,0 neg. 41,2
Preis/Buchwert	1,0 1,2 1,1
Preis/FCF	23,0 neg. neg.
ROE (in %)	32,0 -10,1 2,8
Dividendenrendite	0,0% 0,0% 0,0%

Anzahl Aktien (in Mio.)	9,436
Marktkap. / EV (in € Mio.)	10,9/10,1
Free float (in %)	69,38%
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	37.328,56
12M hoch/tief (XETRA-Schluss)	€ 1,80 / 1,00
Kurs 20.08.2015	1,18
Performance	1M 6M 12M
absolut (in %)	-15,8 0,3 18,0
relativ (in %)	-4,8 2,7 -4,9
Vergleichsindex	Daxsubsec. Pharmaceuticals Perf.



curasan AG (rot, grau) im Vergleich mit Daxsub-
sektor 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, Willich.

Inhalt

EQUITY STORY	3
SWOT-ANALYSE	4
DIE AKTIE	5
Aktuelle Entwicklung	5
Aktionärsstruktur	5
UNTERNEHMENSPROFIL	6
Produkte	6
Produktion	8
Vertrieb	9
Vorstand und Management	9
MARKT UND WETTBEWERB	11
ERTRAGS-, FINANZ- UND VERMÖGENSLAGE / PROGNOSE	12
Gewinn- und Verlustrechnung	12
Kapitalflussrechnung	15
Bilanz	15
BEWERTUNG	18
DCF-Modell	18
Peer Group-Analyse	20
Bewertungsfazit	21
ANHANG: PEER GROUP-UNTERNEHMEN	22
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	24

Equity Story

Trotz der, unserer Einschätzung nach sehr guten Produkte, ist es der Gesellschaft in der Vergangenheit nicht gelungen, auf operativer Ebene profitabel zu arbeiten. Eine der Ursachen für diese Entwicklung sehen wir in den in der Vergangenheit getroffenen Entscheidungen. Mehrfache produkt- und vertriebsseitige Strategiewechsel führten zu einer Verwässerung der Kernkompetenz und schwächten die Vermarktungskraft der Gesellschaft, was eine geringere Marktdurchdringung zur Folge hatte.

Die Versäumnisse und Fehler der Vergangenheit zu korrigieren sowie der Aufbau belastbarer Strukturen für ein angestrebtes, dynamisches Wachstum sind die definierten Ziele des neuen Vorstands der Curasan AG, Michael Schlenk. Im Laufe seiner beruflichen Karriere hat Herr Schlenk sich als erfolgreicher Unternehmenslenker und Entrepreneur erwiesen und auf internationaler Ebene, sowohl im Big Pharma- als auch im Biotech-Sektor, Erfolge in Turnaround-Situationen vorzuweisen.

Eine der ersten Umsetzungsmaßnahmen zur Erreichung der gesteckten Ziele ist die Neubesetzung der Position „Leiter Marketing und Vertrieb“ durch einen ausgewiesenen Experten sowie die zeitnah geplante Einstellung von zunächst zwei Export-Managern. So können bspw. die Vertriebspartner durch Werbemaßnahmen und Beiträge in Fachzeitschriften sowie durch Ausrichten von Fachseminaren/-kongressen noch stärker aktiv unterstützt und an das Unternehmen gebunden werden. Diese Maßnahmen sollen die notwendige Schlagkraft entfalten, um den Bekanntheitsgrad der Produkte bei den klinischen Anwendern und somit auch die unternehmensseitigen Umsätze deutlich zu steigern. Darüber hinaus eröffnet sich für die curasan AG die Chance, als Vorreiter für das Segment des synthetischen Knochenersatzes wahrgenommen zu werden und somit aktiv Lobbyarbeit zu betreiben.

Wir sehen das kurz- und mittelfristige Umsatzpotenzial der curasan AG nicht notwendigerweise an das Marktwachstum gekoppelt. Im Fokus steht initial vielmehr der Ausbau des Marktanteils als Voraussetzung für ein dann nachhaltiges, mindestens mit dem Gesamtmarkt einhergehendes Wachstum.

Nach unserer Analyse, die von einem Erfolg der neuen Marketing- und Vertriebsstrategie ausgeht, kann die Gesellschaft 2017 erstmals die Gewinnzone erreichen.

Weiterhin wurde die Kapitalmarktkommunikation gestärkt. Neben der Besetzung der Position des Leiters Investor Relations ist die curasan AG in letzter Zeit auf Kapitalmarktkonferenzen mit Präsentationen und 1-on-1s regelmäßig vertreten und trägt so maßgeblich zur Vertrauensbildung bei Investoren bei.

Kleinere Akquisitionen (die wir in unserer Bewertung nicht berücksichtigen können) sind laut Vorstand vorstellbar, solange man sich dadurch sinnvolle Portfolioergänzungen und profitable Umsätze einkauft. Als Akquisitionswährung steht hier u.a. das genehmigte Kapital zur Verfügung.

Angesichts der regen, auch in der jüngsten Vergangenheit beobachtbaren Akquisitionstätigkeit im Wettbewerbsumfeld ist prinzipiell zukünftig auch eine Übernahme der curasan AG denkbar. Auf Basis historischer, vergleichbarer Transaktionen ist ein Umsatz-Multiple von etwa 3,7 nicht unrealistisch.

SWOT-Analyse

Stärken

- Fokussiertes Portfolio mit komplementären Produkten
- Das Kernprodukt Cerasorb ist der weltweit gültige Referenz-Standard für phasenreines β -Tri-Calciumphosphat. Damit ist das Produkt äußerst sicher und birgt keine Restrisiken
- Technologieführerschaft u.a. durch State-of-the-art Produktionsanlage
- Sehr geringe Produktionskosten im Vergleich zur Verarbeitung von Knochen (wie bei den stärksten Wettbewerbern) implizieren hohe Margen
- Zahlreiche Publikationen in renommierten wissenschaftlichen Journalen und klinische Studien dokumentieren die Qualität der Produkte

Schwächen

- Trotz langer Unternehmenshistorie ist die operative Profitabilität nie erreicht worden; das Vertrauen der Anleger muss erst wiedergewonnen werden
- Signifikante Marktanteile sind bereits von Wettbewerbern eingenommen und müssen sukzessive erarbeitet werden
- Derzeit noch deutliche Unterauslastung der Produktionskapazitäten

Chancen

- Forcierung der Marketing- und Vertriebsaktivitäten als strategisches Kernthema festgelegt
- Zunahme des Marktanteils kann bereits 2017 zur Profitabilität führen
- Zukünftige Gewinnung von OEM-Partnern generiert höhere Deckungsbeiträge; auch können eigenentwickelte Produkte in Gänze an OEM-Partner auslizensiert werden
- Die positive Entwicklung des Markts für regenerative Medizin eröffnet Potenzial auch für die curasan-Produkte
- Potentieller Übernahmekandidat für Big MedTech

Risiken

- Ausbleiben des Erfolgs der Marketing- und Vertriebsstrategie kann zur Insolvenz führen
- Der globale Markt für Biomaterials wird dominiert von großen Konzernen mit enormen Kapitalressourcen; kleinere Marktteilnehmer können leicht verdrängt werden

Die Aktie

Mit der erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung im Rahmen einer Privatplatzierung im Mai diesen Jahres erhöhte sich die Aktienanzahl um 729.746 auf 9,436 Mio.

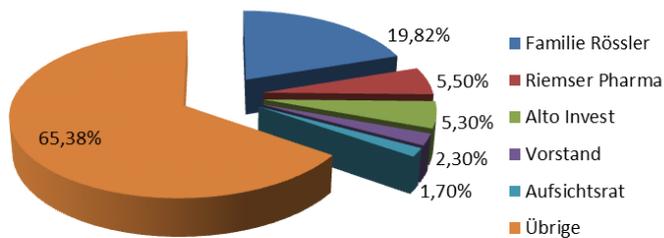
Aktuelle Entwicklung

Innerhalb der letzten 12 Monate stieg die Aktie um 18% von € 1,00 auf € 1,18 (XETRA-Schlusskurs vom 20.08.2015). Im gleichen Zeitraum zeigte der Vergleichsindex „DAX Subsector Pharmaceuticals“ eine Performance von 24%. Betrachtet man den Zeitraum seit Jahresbeginn, so legte die curasan-Aktie um ca. 16% zu und übertrifft den Vergleichsindex (+ ca. 8%) deutlich.

Basierend auf den täglichen Renditen innerhalb der letzten 12 Monate beträgt die annualisierte Volatilität ca. 73% bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von etwa 17.000 Stücken.

In der jüngeren Zeit wurden von einem Großaktionär größere Volumina in den Markt gegeben, was zu einer Belastung des Kurses führte.

Aktionärsstruktur



Quelle: curasan AG

Mit knapp unter 20% ist die Familie des früheren Vorstandsvorsitzenden Rössler noch größte Einzelaktionärin des Unternehmens, hat ihren Anteil in den letzten Wochen aber deutlich reduziert. Alto Invest hat ihre Beteiligung im Rahmen der letzten Kapitalerhöhung aufgestockt.

Unternehmensprofil

Produkte

Die Umsätze der curasan AG werden derzeit im Wesentlichen mit vier Produkten erzielt:

- Cerasorb-Produktfamilie
- stypro, Curavisc, Membranen

1. Cerasorb-Produktfamilie

Das synthetische Knochenersatzmaterial Cerasorb wurde von der Curasan zu einer Dachmarke ausgebaut, unter der eine Vielzahl von indikations-spezifischen Modifikationen entwickelt wurde.

Cerasorb ist das einzige phasenreine Tricalciumphosphat am Markt; es ist das Kernprodukt der curasan und wird in den Indikationsfeldern Orthopädie und Dentalchirurgie verwendet. Das Produkt genießt insofern ein Alleinstellungsmerkmal, als dass curasan als einziger Anbieter am Markt den Nachweis der Phasenreinheit durch eine klinische Studie geführt hat.

Cerasorb wird nach Applikation über die Zeit biologisch abgebaut, und zwar in dem Maße, in dem neuer Knochen vom Körper aufgebaut wird. Durch die Variation der Porengröße wird das Material den chirurgischen Erfordernissen in den jeweiligen Indikationen angepasst. Ursprünglich wurde Cerasorb nur als Granulat hergestellt, und in der Folge die Produktlinie durch vorgefertigte Formteile ergänzt. Synthetische Knochenersatzmaterialien wie Cerasorb sind biologisch den Eigen- und Spenderknochen sowie Material tierischen Ursprungs in vielerlei Hinsicht überlegen: die Verwendung von Eigenknochen, ein Verfahren das als Goldstandard gilt, hat gegenüber anderen biologischen Materialien den Vorteil, dass es zu keinen Abstoßungsreaktionen durch den Körper kommen kann. Der gravierendste Nachteil von Eigenknochen ist allerdings, dass ein zweiter, den Patienten belastender, operativer Eingriff vorgenommen werden muss, um vorzugsweise aus dem Beckenkamm das benötigte Knochenmaterial zu gewinnen. Tier- und Spenderknochen müssen erst aufwendig aufbereitet werden, um das Risiko von Abstoßungsreaktionen durch das Immunsystem des Patienten oder viraler Infektionen (z.B. HIV, Hepatitis) zu reduzieren. Einige synthetische Knochenersatzmaterialien haben den Nachteil, dass sie entweder nicht vollständig resorbiert werden und/oder deren osteoinduktive Funktion, d.h. die Eigenschaft der Bildung körpereigenen Knochengewebes an der Defektstelle, mangelhaft ist.

Das auf β -Tricalcium-Phosphat (β -TCP) basierende Cerasorb wird vollständig synthetisch hergestellt und enthält keine Bestandteile menschlicher oder tierischer Gewebe; materialbedingte Infektionsrisiken sind daher ausgeschlossen. Besonders hervorzuheben ist die nachgewiesene osteoinduktive Eigenschaft (Szabó, G. et al.: A prospective multicenter randomized clinical trial of autogenous bone versus beta-tricalcium phosphate graft alone for bilateral sinus elevation: histologic and histomorphometric evaluation. Int J Oral Maxillofac Implants. 2005 May-Jun;20(3):371-81.). Cerasorb ist der Weltreferenzstandard für β -TCP, d.h. dass alle Konkurrenzprodukte auf dieser synthetischen Basis sich bezüglich der Phasenreinheit mit Cerasorb vergleichen müssen.

Cerasorb: höchste Qualität

Nachgewiesene Induktion der Knochenneubildung

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

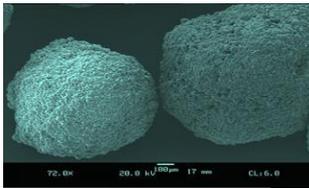
Für Cerasorb liegen Zertifizierungen für die Anwendung im gesamten Skelettbereich vor. Zum Einsatz kommt das Produkt vor allem in der dentalen Chirurgie z.B. bei Parodontitis oder zur Vorbereitung von Zahnimplantaten, in der Hand-, Gesichts- und Wirbelsäulenchirurgie, in der Orthopädie, Traumatologie und der Sportmedizin.

Umfangreiche Zertifizierungen

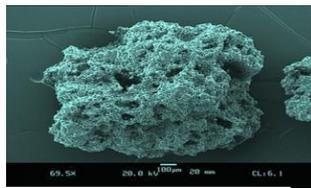
Weiterentwicklungen von Cerasorb:

- Ceracell - formbares Knochenersatzmaterial, eine Variante von Cerasorb, zugelassen in der EU in den Varianten Granulat, Paste, Schaum, Schwämme, und Formteile, vollständig resorbierbar
- Osbone - Dentalbereich, Mund-, Kiefer- und Gesichtschirurgie, aus Hydroxylapatit, hohe Materialfestigkeit und langsame Resorptionskinetik, vollsynthetische Alternative zu dem marktführenden Produkt Bio-Oss von Geistlich Pharma, das aus Rinderknochen hergestellt wird, zugelassen in der EU und den USA
- Osseolive - für größere Knochendefekte, eine poröse, bioresorbierbare Glaskeramik, zugelassen in der EU und den USA

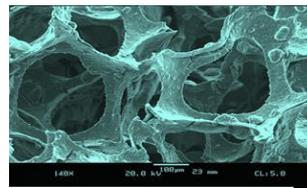
Produktevolution der synthetischen Knochenersatzmaterialien von sehr feinporiger bis zu spongiöser, knochenähnlicher Struktur



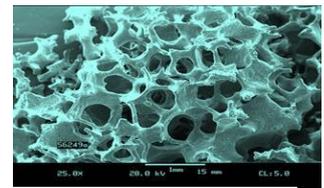
1997: Cerasorb, Porosität 35%



2003: Cerasorb M, Porosität 65%



2010: Ceracell, Porosität 80%



2011: Osseolive, Porosität 80%

2. Stypro, curavisc, Membranen

Bei diesen Produkten handelt es um Medizinprodukte, die das Hauptprogramm der synthetischen Knochenmaterialien ergänzen. Dieser Produktbereich trägt wesentlich zum Gesamtumsatz bei. Sie werden als Handelsware von Dritten bezogen.

Handelsware zur sinnvollen Ergänzung des Portfolios

- stypro ist ein Blutstillungsschwamm aus Schweinegelatine. Dieses Produkt wird hauptsächlich in China vertrieben, besitzt aber Zulassungen in ganz Europa.
- Curavisc ist eine „Gelenkschmiere“ auf der Basis von (natürlich vorkommender) Hyaluronsäure zur Behandlung von Knorpeldefekten bis hin zur Arthrose. Seit 2005 wird Curavisc im Mittleren Osten vertrieben.
- Membranen werden in der Dentalchirurgie zur Abgrenzung und zur Abdeckung der nach dem Eingriff entstandenen Wunde verwendet und unterstützen die Gewebe- und Knochenregeneration. Der Vertrieb erfolgt primär in Europa und den USA.

Aktuell verfügt das Unternehmen über neun Patente und hat zehn weitere Patentanträge eingereicht.

**Zusätzliche
Deckungsbeiträge
durch OEM-
Produktion anvisiert**

Produktion

Die Produktion erfolgt am Standort Frankfurt am Main in modernen, ISO-zertifizierten und mit neuester Reinraumtechnologie ausgestatteten Räumlichkeiten. Die Kapazitäten wurden wegen der (mittlerweile hinfälligen) Kooperation mit Stryker deutlich ausgebaut. Daher beträgt die Auslastung der Produktionsanlagen z.Zt. lediglich ca. 25%, bei gleichzeitig vollständiger Auslastung der in der Produktion beschäftigten Mitarbeiter. Aufgrund der geringen Kapazitätsauslastung ist das Unternehmen bereits in Gesprächen bezüglich einer OEM-Produktion und -Fertigung, um dadurch zusätzliche Deckungsbeiträge zu erwirtschaften.

Formteilfräsung



Hygienekontrolle



Pastenabfüllung



Eindrücke von der Produktion am Standort Frankfurt am Main

Quelle: curasan AG

Vertrieb

Der Vertrieb für die curasan-Dentalprodukte in Deutschland und Österreich erfolgt über den exklusiven Vertriebspartner Medical & Dental Service Vertriebs- und Handelsgesellschaft mbH (mds).

Produkte für die Orthopädie und Chirurgie in Deutschland werden von der TriMedicales GmbH vertrieben.

Für die USA hat sich die curasan entschlossen, den Vertrieb über die konzerneigene 100%-ige Tochter curasan Inc. zu organisieren.

In den übrigen Ländern (u.a. Asien und Naher Osten) arbeitet die curasan mit etwa 40 regionalen Vertriebspartnern zusammen.

Im Rahmen der vom neuen Vorstand formulierten Strategie, werden die Marketing- und Vertriebsaktivitäten forciert. Durch die Neubesetzung der Position „Leiter Marketing und Vertrieb“ sowie zeitnah von 1-2 Exportmanagern, soll die Verzahnung mit den Vertriebspartnern durch zentralisierte und damit besser koordinierte Maßnahmen gestärkt werden.

**Direkter Vertrieb nur
in den USA**

**Stärkere Verzahnung
mit den
Vertriebspartnern**

Vorstand und Management

Michael Schlenk, CEO

- Diplom-Kaufmann (Universität Hamburg), M.B.A. (University of Bradford, UK)
- 25 Jahre Tätigkeit in der pharmazeutischen Industrie, davon mehr als 20 Jahre Erfahrung als CEO, Business Angel und aktiver Investor im Wachstumsmarkt der Biotech-Branche. Positionen im In- und Ausland für Sandoz, Novartis, Abbott, ProBioGen. Zuletzt CEO der Centogene Holding AG bis Juni 2014; jetzt Aufsichtsratsmitglied und Aktionär
- seit Oktober 2014 bei der curasan AG

Dr. Erwin Amashauer, Kaufmännischer Leiter

- Magister der Sozial- u. Wirtschaftswissenschaften, Dr. rer. soc. oec. (Universität Wien), Master of Arts (New York)
- 18 Jahre Tätigkeit in verschiedenen Funktionen (Rechnungswesen, Controlling, Direktionsabteilung) und Gesellschaften des Hoechst Konzerns
- 5 Jahre Leiter Controlling & Entwicklung der Messe Frankfurt GmbH
- seit 2004 bei der curasan AG

Gregor Siebert, Leiter Marketing und Vertrieb

- Dipl.-Agraringenieur (Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn)
- 30 Jahre Erfahrung im internationalen und nationalen Pharmabereich
- Managementpositionen u.a. bei Abbott, Hikma Pharmaceuticals und Pfizer, zuletzt Head of Marketing and Sales International bei GL-Pharma, Österreich
- seit 2015 bei der curasan AG

Dr. Wolf-Dietrich Hübner, Leiter Bereich Medizin

- Facharzt für Urologie, Dr. med. (Freie Universität Berlin)
- Member of the Faculty of Pharmaceutical Medicine (London)
- 10 Jahre Tätigkeit als Klinik-Arzt in verschiedenen operativen Fächern (Neurochirurgie, Chirurgie, Traumatologie, Urologie)
- 13 Jahre als Mediziner in leitenden Positionen mit den Schwerpunkten Klinische Forschung, Medizinische Wissenschaft, Arzneimittelsicherheit
- seit 2004 bei der curasan AG

Dr. Fabian Peters, Technischer Leiter F&E und Produktion

- Diplom-Chemiker (Universität Hamburg), Promotion zum Dr. rer. nat. 2001 (mit Auszeichnung)
- Promotion auf dem Gebiet der Calciumphosphate, des Aufbaus von Knochen, der Simulation von Biomineralisationsvorgängen und der Problematik des Knochenersatzes.
- seit 2001 bei der curasan AG

Markt und Wettbewerb

Alleine aufgrund der demographischen Entwicklung werden Behandlungen in der dentalen und orthopädischen Chirurgie stetig zunehmen. Der Markt für Knochenersatzmaterialien (synthetisch und nicht-synthetisch) beläuft sich nach Unternehmensschätzungen für 2015 im Orthopädiebereich auf € ca. 1,05 Mrd. und im Dentalbereich auf ca. € 370 Mio. Das jährliche Wachstum wird mit 4-6% prognostiziert.

Die Märkte, auf denen die curasan mit ihrer Produktpalette tätig ist, werden von internationalen Pharma-/MedTech-Konzernen dominiert. Im Marktsegment der Geweberegeneration, hier insbesondere bei den Knochenersatzmaterialien, steht curasan im Wettbewerb mit ZimmerBiomet, Straumann, Stryker, Dentsply u.a.

Insbesondere in den USA ist die Marktkonzentration stark ausgeprägt, was in den regen Akquisitionsaktivitäten der letzten Jahre deutlich zum Ausdruck kommt. In Europa ist der Markt deutlich heterogener und durch klein- und mittelständische Unternehmen geprägt (z.B. aap Implantate, Geistlich Pharma, curasan). Aber auch in Europa sind Konzentrationstendenzen zu erkennen. So hat die schweizerische Straumann Holding AG eine exklusive Vertriebsvereinbarung für die Produkte der in Berlin ansässigen botiss biomaterials GmbH getroffen; dies betrifft die meisten Länder West- und Zentraleuropas sowie den amerikanischen Kontinent. In Deutschland tritt Straumann als Co-Distributor auf. Ein weiteres Beispiel ist die Vertriebspartnerschaft zwischen ZimmerBiomet und der aap Implantate AG. Zimmer hält hier die exklusiven Distributionsrechte für aap's Knochenzement in Europa und Asien.

Technologisch konkurrieren im Markt der Knochenersatzmaterialien zwei Konzepte: das der synthetischen und das der nicht-synthetischen Materialien. Goldstandard ist hier nach wie vor die Entnahme von Eigenknochen (Autograft). Aufgrund der hiermit verbundenen Risiken und Kosten wird jedoch zunehmend auf alternative Materialien abgestellt. Während in den USA größtenteils Leichenknochen (Allografts) verarbeitet werden, wird in Europa auf Rinderknochen (Xenografts) oder vollsynthetisches Material zurückgegriffen. Den natürlichen Materialien wird eine bessere Osteoinduktivität (Neubildung von Knochensubstanz) zugeschrieben.

Unter den deutschen Unternehmen identifizieren wir drei Wettbewerber: Geistlich Biomaterials GmbH (Xenografts) als Marktführer in Europa, botiss biomaterials GmbH (Xenografts und synthetische Materialien) sowie aap Implantate AG (synthetische Materialien).

**Marktprognose: CAGR
4-6%**

**Marktkonzentration in
USA ausgeprägt; zieht
Europa hier nach?**

**Unterschiedliche
Konzepte des
Knochenersatzes**

Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage / Prognose

Die curasan AG ist seit ihrem Bestehen auf operativer Ebene defizitär. Lediglich einmalige Sondereffekte aus dem Verkauf von Geschäftsbereichen führten in der Historie zu einem signifikanten Gewinnausweis, zuletzt in 2010 im Zusammenhang mit der Veräußerung des Medikaments Mitem an Specialty European Pharma Ltd. sowie 2008 mit dem Verkauf des Dentalbereichs an Riemser (der in 2014 wieder zurückgekauft wurde).

Gewinn- und Verlustrechnung

1. Umsatz

**Umsatzdynamik
getrieben durch
Ausbau des
Marktanteils**

In unserer Prognose für das Geschäftsjahr 2015 setzen wir umsatzseitig auf der unteren Grenze der Unternehmens-Guidance von € 6,3 Mio. auf. Hier muss abgewartet werden, ob die verstärkten Marketing- und Vertriebsaktivitäten in diesem Jahr bereits greifen. In den folgenden Jahren sollten sich die operativen Investitionen aber deutlich im Umsatz bemerkbar machen. Wir modellieren dies mit einem Wachstum von 20% für die kommenden zwei Jahre. Insgesamt orientiert sich u.E. der Umsatz weniger am Gesamtmarkt des Knochenersatzes (synthetisch und nicht-synthetisch) und dessen Wachstum, sondern kurz- und mittelfristig an der Zunahme des Marktanteils der curasan-Produkte, um dann mit dem Gesamtmarkt zu wachsen. 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. Materialeinsatz

**Sukzessive Abnahme
der Materialeinsatz-
quote**

Im Rohertrag spiegelt sich die Materialaufwandsquote (MEQ) wider, die in 2014 infolge der Riemser Dental-Übernahme ungewöhnlich auf 37,2% gestiegen ist. Dies dürfte sich durch den Abverkauf des übernommenen Warenbestands bereits in diesem Jahr wieder reduzieren. Durch die graduelle Zunahme der Umsätze bei den höhermargigen Knochenersatzmaterialien relativ zu den Handelsprodukten (curavisc, stypro und Membranen) prognostizieren wir eine Abnahme der MEQ bis auf 31% in 2017. Hinzu kommen Skaleneffekte aus der umsatzbezogen steigenden Auslastung des Produktionsprozesses. Hier beträgt die Auslastungsquote derzeit lediglich ca. 25%, was auf den massiven Kapazitätsausbau nach dem (zwischenzeitlich gescheiterten) Vertriebsabkommen mit Stryker zurückzuführen ist.

3. Personalkosten

**Verstärkung im
Marketing und
Vertrieb**

In 2014 wurde die Anzahl der Mitarbeiter von 42 auf 32 reduziert. Hiervon betroffen war besonders der Bereich Vertrieb nachdem die Vertriebsrechte auf zwei Vertriebspartner übertragen wurden. Zwischenzeitlich ist die Anzahl der Mitarbeiter im Marketing und Vertrieb wieder um zwei Vertriebsmitarbeiter auf 17 gestiegen. Dies entspricht der Strategie des neuen Vorstands, die curasan-Produkte verstärkt im Markt zu platzieren. Laut Aussage des Managements ist kurzfristig noch mit der Verstärkung der Vertriebsmannschaft durch Einstellung von ein bis zwei Export-Managern zu rechnen. Dies haben wir in unserem Modell berücksichtigt. Ab 2017 gehen wir von konstanten Personalkosten aus.

4. Sonstige betriebliche Aufwendungen

Diese Kostenposition sehen wir in 2015 mit € 3 Mio. um knapp 12% höher als im Vorjahr aufgrund der gesteigerten Marketing- und Vertriebsaktivitäten. Eine größere Veränderung in den Verwaltungskosten sehen wir nicht, ebenfalls dürfte der F&E-Aufwand konstant bleiben.

5. Sonstige betriebliche Erträge

Diese Position ist in 2015 geprägt durch die Zahlung von € 4,5 Mio. im Rahmen der Einigung mit Stryker. Hinzu kommt die ergebniswirksame Auflösung einer kurzfristigen Rückstellung (T€ 183) aus 2014 sowie T€ 350 aus Forschungsförderungsprogrammen. Die Fördersummen werden fortgeschrieben.

**Sonderertrag durch
Einigung mit Stryker**

Aufgrund des Verlustvortrags i.H.v. ca. € 35 Mio. wird die curasan AG auf lange Sicht keine tatsächlichen Unternehmenssteuern bezahlen (siehe Bilanzdiskussion unten).

Gemäß unseren Annahmen, die im Besonderen den Erfolg der gesteigerten Marketing- und Vertriebsaktivitäten implizieren, wird das Unternehmen die Gewinnschwelle in 2017 nachhaltig erreichen können.

Gewinn- und Verlustrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2013a	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e	4y - CAGR 2014 -2018
Umsatzerlöse	5.831	5.993	6.300	7.560	9.072	10.433	12,3
Wachstumsrate in %	80,8	2,8	5,1	20,0	20,0	15,0	
Bestandsveränderungen	158	282	133	139	146	154	
Gesamtleistung	5.989	6.275	6.433	7.699	9.218	10.587	12,1
Materialaufwand	2.093	2.335	2.348	2.579	2.858	3.282	
% vom Umsatz	34,9	37,2	36,5	33,5	31,0	31,0	
Rohergebnis	3.896	3.940	4.085	5.120	6.361	7.305	13,4
Sonst. betr. Erträge	592	241	5.033	350	350	350	
% vom Umsatz	10,2	4,0	79,9	4,6	3,9	3,4	
Personalaufwand	3.020	2.729	2.900	3.100	3.100	3.100	
% vom Umsatz	51,8	45,5	46,0	41,0	34,2	29,7	
Sonstige betr. Aufwend.	3.058	2.682	3.000	3.000	3.000	3.000	
% vom Umsatz	52,4	44,8	47,6	39,7	33,1	28,8	
EBITDA	-1.590	-1.230	3.218	-630	611	1.555	n.a.
Abschreibungen	368	361	366	371	347	323	
% vom Umsatz	6,3	6,0	5,8	4,9	3,8	3,1	
EBIT	-1.958	-1.591	2.852	-1.001	264	1.232	n.a.
Zinserträge	27	38	0	0	0	0	
Zinsaufwendungen	42	178	120	0	0	0	
EBT	-1.973	-1.731	2.732	-1.001	264	1.232	n.a.
Ertragssteuern (Aufwand +/Ertrag -)	19	-4	0	0	0	0	
Ergebnis aus Produktrechteveräußerung	0	0	0	0	0	0	
Konzernergebnis	-1.992	-1.727	2.732	-1.001	264	1.232	n.a.
% vom Umsatz	-34,2	-28,8	43,4	-13,2	2,9	11,8	
Anpassungen	0	0	-4.500	0	0	0	
Bereinigtes Konzernergebnis	-1.992	-1.727	-1768	-1001	264	1232	n.a.
% vom Umsatz	-34,16	-28,82	-28,07	-13,24	2,91	11,81	
Anzahl Aktien (Ø im Umlauf)	7.088	8.706	9.132	9.436	9.436	9.436	
Ergebnis / Aktie (EPS)	-0,28	-0,20	0,30	-0,11	0,03	0,13	
Bereinigtes Ergebnis / Aktie (ber. EPS)	-0,28	-0,20	-0,19	-0,11	0,03	0,13	

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

GuV-Margen

Margen in %	2013a	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e
Rohertagsmarge	66,8	65,7	64,8	67,7	70,1	70,0
EBITDA-Marge (2015 bereinigt)	-27,3	-20,5	-20,4	-8,3	6,7	14,9
EBIT-Marge (2015 bereinigt)	-33,6	-26,5	-26,2	-13,2	2,9	11,8
EBT-Marge (2015 bereinigt)	-33,8	-28,9	-28,1	-13,2	2,9	11,8
Nettogewinnmarge	-34,2	-28,8	-28,1	-13,2	2,9	11,8

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

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

Kapitalflussrechnung

Der operative Cash Flow 2015 wird dank der Zahlung von Stryker i.H.v. € 4,5 Mio positiv sein. Zusätzlich gestärkt wird die Liquidität durch den Mittelzufluss aus Kapitalerhöhung i.H.v. € 1,022 Mio. so dass in Summe - nach Abzug einer Zahlung an Riemser für die teilweise Ablösung der Verbindlichkeiten - eine Erhöhung der Barmittel um € 1,5 Mio. resultiert.

Aufgrund ausbleibender Sondereffekte wird der operative Cash Flow 2016 wieder stärker ins Negative rutschen. Im Folgejahr wird der Cash Flow-Break Even noch knapp verfehlt, ab 2018 aber nachhaltig erreicht.

**Cash Flow 2015
dominiert von
Einmalzahlung**

Kapitalflussrechnung

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2013a	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e
Konzernergebnis	-1.992	-1.727	2.732	-1.001	264	1.232
+ Abschreibung & Wertminderungen	368	361	366	371	347	323
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	-51	195	0	0	0	0
= Cash Earnings	-1.675	-1.171	3.098	-630	611	1.555
- Veränderungen Nettoumlaufvermögen	1.772	-592	-98	226	251	248
+ Änd. and. Bilanzpos. (Ausz. an Riemser)	0	0	-2.500	-1.080	-500	-500
+ andere, nicht-cashwirks. Positionen	1.595	-4	-183	0	0	0
= Operativer Cash Flow	-1.852	-583	513	-1.936	-140	807
- Investitionen in Anlagevermögen	346	115	40	40	40	40
= Freier Cash Flow	-2.198	-698	473	-1.976	-180	767
+ Erhöhung des gezeichneten Kapitals	0	1.512	1.022	0	0	0
+ Einzahlungen v. Finanzkrediten	-35	-37	0	0	0	0
= Zufluß Barm.(+)/Rückfl. Barm.(-)	-2.233	777	1.495	-1.976	-180	767

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

Bilanz

Die curasan AG weist zum 31.12.2014 einen kumulierten **steuerrelevanten** Verlustvortrag i.H.v. ca. € 35 Mio. auf. Hiervon sind bilanziell zum Bilanzstichtag 2014 lediglich € 7,993 Mio. ausgewiesen, da der bis 2008 aufgelaufene Verlustvortrag durch Verrechnung mit der Kapitalrücklage in 2009 formal ausgeglichen wurde.

Aufgrund des Verlustvortrags wird das Unternehmen weit über unseren kurz- bis mittelfristigen Prognosezeitraum (bis 2022) hinaus keine Steuern bezahlen müssen. Sobald die Gewinnzone erreicht wird, werden latente Steuern aktiviert und durch korrespondierende latente Steueraufwendungen ergebnisneutral bleiben.

Die Barmittel belaufen sich zum Halbjahr 2015 auf € 3,7 Mio. und beinhalten sowohl den Nettoerlös aus der Kapitalerhöhung vom Mai 2015 von € 1,022 Mio. als auch die Zahlung aus dem Rechtsstreit mit Stryker i.H.v. € 4,5 Mio. Die Hälfte dieses Betrags wurde bereits im ersten Halbjahr 2015 zur Tilgung des größten Teils des kurzfristigen Anteils der Verbindlichkeiten ggü. Riemser verwendet. In unserer Bilanzprognose gehen wir davon aus, dass der kurzfristige Anteil in 2016 vollständig beglichen sein wird. Ebenso wird der langfristige Anteil bereits ab 2015 mit T€ 250 und ab 2016 sukzessive um jährlich T€ 500 abgebaut.

**Signifikante
Verlustvorträge zur
steuerlichen Nutzung**

**Strykerzahlung
ermöglicht Teiltilgung
ggü. Riemser**

Komfortable Liquidität und solide Eigenkapitalquote

Die liquiden Mittel sind - unter Annahme des Break Even in 2017 - ohne Zuführung weiteren Kapitals ausreichend zur Finanzierung des operativen Geschäfts, inklusive des Umlaufvermögens.

Der aktivierte Goodwill ist mit € 5 Mio. bilanziert und resultiert aus dem Erwerb der Riemser Dentalprodukte samt dazugehörigem Kundenstamm. Inwieweit die Werthaltigkeit des Kundenstamms zukünftig Bestand haben wird, werden jährlich durchzuführende Impairment Tests zeigen.

Die Eigenkapitalquote beträgt zum Halbjahr 2015 71,8% und dürfte zukünftig gemäß unseren Annahmen weiter ausgebaut werden.

Bilanz

Geschäftsjahr 31.12 (IFRS) in T€	2013a	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e
Aktiva						
Anlagevermögen	8.324	7.894	7.568	7.237	6.930	6.647
Sachanlagen	1.783	1.545	1.335	1.120	929	762
Immaterielle Vermögenswerte	6.357	6.349	6.233	6.117	6.001	5.885
<i>davon Goodwill</i>	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Sonstiges Anlagevermögen	184	0	0	0	0	0
Umlaufvermögen	5.335	5.617	7.050	5.448	5.696	6.870
Vorräte	2.811	2.657	2.790	2.929	3.076	3.230
Forderungen	1.326	1.116	1.173	1.408	1.689	1.943
Barmittel	775	1.552	3.047	1.071	891	1.658
Sonstiges Umlaufvermögen	423	292	40	40	40	40
Bilanzsumme	13.659	13.511	14.618	12.685	12.626	13.517
Passiva						
Eigenkapital	6.886	6.655	10.409	9.408	9.672	10.903
Gezeichnetes Kapital	7.297	8.706	9.436	9.436	9.436	9.436
Kapitalrücklagen	7.006	7.109	7.401	7.401	7.401	7.401
Gewinnrücklagen u. andere Rücklagen	-7.417	-9.160	-6.428	-7.429	-7.165	-5.933
Verbindlichkeiten	6.773	6.856	4.209	3.277	2.954	2.614
Langfristige Verbindlichkeiten	5.350	3.104	2.854	2.354	1.854	1.354
Rückstellungen	346	541	541	541	541	541
<i>dav. Pensionsrückstellungen</i>	123	318	318	318	318	318
Langfristige Darlehen	0	10	10	10	10	10
Latente Steuern	301	298	298	298	298	298
andere langfristige Verbindl.	4.703	2.255	2.005	1.505	1.005	505
Kurzfristige Verbindlichkeiten	1.423	3.752	1.355	923	1.100	1.259,80
Vblk. aus L&L + Vorrauszahl.	744	703	739	887	1.064	1.224
Bankverbindlichkeiten	83	36	36	36	36	36
Rückstellungen	322	183	0	0	0	0
andere kurzfristige Verbindl.	274	2.830	580	0	0	0
Bilanzsumme	13.659	13.511	14.618	12.685	12.626	13.517

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

Bilanzrelationen

in % der Bilanzsumme	2013a	2014a	2015e	2016e	2017e	2018e
Anlagevermögen	60,94	58,43	51,77	57,05	54,89	49,17
Umlaufvermögen	39,06	41,57	48,23	42,95	45,11	50,83
Vorräte	20,58	19,67	19,09	23,09	24,36	23,89
Forderungen	9,71	8,26	8,03	11,10	13,38	14,37
Liquide Mittel	5,67	11,49	20,84	8,44	7,06	12,27
Eigenkapital	50,41	49,26	71,21	74,17	76,60	80,66
Langfristige Verbindlichkeiten	39,17	22,97	19,52	18,56	14,68	10,02
kurzfristige Verbindlichkeiten	10,42	27,77	9,27	7,27	8,71	9,32
ges. Verbindlichkeiten	49,59	50,74	28,79	25,83	23,40	19,34

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

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

Kommentierung des Halbjahresberichts

Am 20.8.2015 veröffentlichte das Unternehmen ihren Bericht zum 1. Halbjahr und veranstaltete hierzu eine Telefonkonferenz.

Das Umsatzwachstum erscheint mit 1,3% gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf den ersten Blick eher bescheiden. Wesentliche Ursache hierfür ist die veränderte Umsatzbasis. Neben der Einstellung des Vertriebs des Handelsprodukts Cytoplast wurden die im Vorjahr noch direkt vertriebenen Produkte für den Bereich Orthopädie nunmehr vollständig an den exklusiven Vertriebspartner TriMedicales übertragen. Insgesamt reduzierte sich die Umsatzbasis um € 0,2 Mio. Das um diese Effekte bereinigte Wachstum beträgt demzufolge ca. 7,2%. In der zweiten Jahreshälfte wird dieser Effekt mit zusätzlich ca. € 0,4 Mio. zu Buche schlagen.

Aufgrund des Sondereffekts der Zahlung von Stryker i.H.v. € 4,5 Mio. resultiert ein Periodenüberschuss von € 3,5 Mio.

In der Telefonkonferenz hat der CEO die Unternehmens-Guidance von € 6,3 bis 6,9 Mio. beim Umsatz und € -1,6 bis -1,2 Mio. beim Ergebnis bestätigt.

Bewertung

DCF- Multiple- und Transaktionsanalyse

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 wiedergibt. Die Resultate beider Methoden gewichten wir zu gleichen Teilen. Zur weiteren Orientierung führen wir Transaktionsmultiples von Unternehmen auf, die in den letzten Jahren Gegenstand von M&A-Aktivitäten innerhalb des Industriesektors waren.

DCF-Modell

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

Phase I	2015 – 2018 (kurzfristiger Planungshorizont)
Phase II	2019 – 2022 (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 2014 und Halbjahresbericht 2015,
- Besuch der Produktionsstätte vor Ort

Diskussion zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten:

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 MSCI World über den zurückliegenden 2-Jahreszeitraum durchgeführt. Als Ergebnis erhalten wir ein Beta von 0,87. Mit einer erklärten Varianz von 20% wird hierdurch das unternehmensspezifische Risiko der curasan AG u.E. nur ungenügend reflektiert. Daher schlagen wir eine unternehmensspezifische Risikoprämie von 4% vor.

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

Die Steuerquote von 15% im Terminal Value trägt den sehr hohen Verlustvorträgen Rechnung (ohne VVe: 30%); insofern wird dem Verlustvortrag ein direkter Wert zugeschrieben.

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

DCF-Analyse

in T€	2014a	Phase I				Phase II				Terminal Value
		2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	
	Basis	1	2	3	4	5	6	7	8	
Wachstum		5,1%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	12,0%	12,0%	10,0%	2,0%
Umsätze	5.993	6.300	7.560	9.072	10.433	11.998	13.437	15.050	16.555	16.886
EBIT	-1.591	2.852	-1.001	264	1.232	2.650	3.659	4.788	5.841	4.222
- Steuern		0	0	0	0	0	0	0	0	633
+ Abschreibungen	361	366	371	347	323	328	225	207	212	40
+ Veränd. der langfr. Rückstellungen	195	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Veränd. Nettoumlaufvermögen	-592	-98	226	251	248	598	550	616	575	0
+ andere cashwirksame Positionen	-140	-2.803	-1.080	-500	-500	-505	0	0	0	0
- Investitionen in Anlagevermögen	115	40	40	40	40	40	40	40	40	40
= Freier Cash Flow	-698	473	-1.976	-180	767	1.835	3.293	4.338	5.438	3.588
Terminal Value										37.123
Diskontierungsfaktor	n.a.	0,90	0,82	0,74	0,66	0,59	0,53	0,48	0,42	0,42
Netto-barwert der Freien Cash Flows	n.a.	427	-1.612	-132	508	1.089	1.752	2.062	2.305	
Netto-barwert des Terminal Values										15.733
Bewertung		Proportion of EV								
Ergebnis Phase I u. II	6.397	29%								
+ Ergebnis aus dem Terminal Value	15.733	71%								
= Unternehmenswert	22.130									
+ Kasse (Stand 31.12.2014)	1.552									
- Finanzschulden (Stand 31.12.2014)	5.131									
= Wert des Eigenkapitals	18.551									
Anzahl ausstehende Aktien	9.436									
Fairer Wert pro Aktie	1,97									

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

Modellannahmen

	Quelle	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV
Risikofreier Zins*	Bloomberg	-0,23%	-0,26%	-0,20%	-0,12%	0,02%	0,10%	0,22%	0,34%	1,10%
Erwartete Markttrendite - S&P500, 10 J.	Bloomberg	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Marktrisikoprämie		8,23%	8,26%	8,20%	8,12%	7,98%	7,90%	7,78%	7,66%	6,91%
Sektor Beta (Daxsubsec. Pharmaceut.)	Bloomberg	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	1,00
Unternehmensspez. Risikoprämie		4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Eigenkapitalkosten		10,76%	10,74%	10,79%	10,87%	11,01%	11,09%	11,21%	11,33%	13,10%
Ziel-Gewichtung		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	80%
Fremdkapitalkosten		7,00%								
Ziel-Gewichtung		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	20%
Tax Shield		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%
WACC		10,76%	10,74%	10,79%	10,87%	11,01%	11,09%	11,21%	11,33%	11,67%

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

Quelle: BankM Research (e)

Sensitivitätsanalyse

		WACC im Terminal Value						
		9,00%	10,00%	11,00%	11,67%	12,00%	13,00%	14,00%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	2,29	2,07	1,89	1,79	1,75	1,63	1,53
	1,50%	2,44	2,19	1,99	1,88	1,83	1,69	1,58
	2,00%	2,60	2,31	2,09	1,97	1,91	1,76	1,64
	2,50%	2,79	2,46	2,20	2,07	2,00	1,84	1,71
	3,00%	3,01	2,62	2,33	2,18	2,11	1,93	1,78

		EBIT-Marge im Terminal Value						
		23,50%	24,00%	24,50%	25,00%	25,50%	26,00%	26,50%
Wachstumsrate Terminal Value	1,00%	1,71	1,74	1,76	1,79	1,82	1,85	1,88
	1,50%	1,78	1,81	1,84	1,88	1,91	1,94	1,97
	2,00%	1,87	1,90	1,93	1,97	2,00	2,03	2,07
	2,50%	1,96	1,99	2,03	2,07	2,10	2,14	2,17
	3,00%	2,06	2,10	2,14	2,18	2,21	2,25	2,29

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

Definition der Vergleichsunternehmen

Peer Group-Analyse

Börsennotierte Pure Player mit einem ausgeprägten Fokus auf synthetischen Knochenersatz / Orthobiologics sind nicht identifizierbar. Einige noch vor wenigen Jahren existierende, börsennotierte Spezialisten in diesem Segment sind in der Vergangenheit durch Akquisition in großen, zum Teil marktbeherrschenden Konzernen aufgegangen (2010: Osteotech Inc. → Medtronic, 2011: Orthovita Inc. → Stryker, 2007: IsoTis OrthoBiologics SA → Integra Life Sciences). Zum Peergruppen-Vergleich haben wir Unternehmen herangezogen, die im Knochenersatz-/Gewebereregations-Markt aktiv sind. Nicht in unsere Peer Group aufgenommen haben wir Unternehmen, aus deren Geschäftsbericht oder anderen öffentlich zugänglichen Quellen keine Informationen bezüglich des Umsatzanteils im Segment „regenerative Produkte/Biologics/Biomaterials u.ä.“ ableitbar sind. Hierzu zählen die Unternehmen Straumann Holding AG, DENTSPLY International Inc, Integra LifeSciences Holdings, Stryker Corp., Zimmer Biomet Holdings Inc., Globus Medical Inc. und K2M Group Holdings Inc.

Zur Bewertung ziehen wir das Multiple „EV/Umsatz“ heran. Ansonsten gängige Profitabilitäts-Multiples wie EV/EBITDA, EV/EBIT und KGV finden in unserer Kapitalmarkt Betrachtung keine Anwendung, da die curasan AG bezüglich dieser Erfolgskennzahlen derzeit noch negativ ist.

Peer Group	Mkt Cap*	EV*	EV/Umsatz			
			2014**	2015e	2016e	2017e
Multiples						
AAP Implantate AG	71	63	2,1	1,9	1,7	1,5
Anika Therapeutics Inc	476	365	6,1	4,7	4,3	-
RTI Surgical Inc	358	448	2,1	1,8	1,7	1,5
Tornier NV	1.059	1.113	5,0	3,6	3,4	3,1
Wright Medical Group Inc	1.146	1.265	6,3	4,2	3,5	2,9
Median			4,98	3,65	3,39	2,22
<i>Mittelwert (nachrichtlich)</i>			4,70	3,82	3,41	3,07
Curasan AG***	10,86	10,08	1,62	1,60	1,33	1,11

*Schlusskurse vom Vortag; falls nicht vorhanden: aktuelle Kurse; **Multiples 2014 basieren auf historischen Kursen vom 31. Dez. 2014; *** EV/Umsatz(e) auf Basis der Schätzungen BankM

Unternehmenswert	n.a.	22,97	25,63	20,13
-Nettoverschuldung zum 30.06.2015	n.a.	-0,78	-0,78	-0,78
Wert des Eigenkapitals	n.a.	23,76	26,41	20,92

Herleitung des Werts des Eigenkapitals	2015e	2016e	2017e
- basierend auf EV/Umsatz (€ m)	23,76	26,41	20,92
Anzahl Aktien (in Ts.)	9.436	9.436	9.436
Preis/Aktie (€)	2,52	2,80	2,22

Jahr	2015e	2016e	2017e
Impliziter Preis pro Aktie	2,52	2,80	2,22

Quelle: Bloomberg, BankM Research

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

Die Marktkapitalisierung einiger Unternehmen scheint auf den ersten Blick aufgrund ihrer Höhe für einen Vergleich ungeeignet zu sein. Normiert man jedoch die Marktkapitalisierung auf den jeweiligen Umsatzanteil des Segments „regenerative Produkte/Biologics/Biomaterials u.ä.“ ergibt sich folgendes Bild:

in € Mio.	Normierte Marktkapitalisierung
aap Implantate AG	37,1
Anika Therapeutics Inc	79,6
RTI Surgical Inc	78,8
Tornier NV	42,3
Wright Medical Group Inc	252,1

Zur Validierung unserer Peer Group-Analyse haben wir aussagekräftige M&A-Transaktionen der letzten Jahre analysiert. Das Umsatz-Multiple aus diesen Transaktionen ergibt im Mittelwert 3,7 und entspricht damit nahezu exakt dem Multiple-Median 2015 von 3,65 aus unserer Peer Group-Analyse.

**Transaktions-
Multiples in der
Branche**

Ausgewählte M&A-Transaktionen

Target	Transaktions- Jahr	Käufer	Kaufpreis (\$ Mio.)	letzter Umsatz (\$ Mio.)	EV/Umsatz
Orthovita Inc.	2007	Stryker	316	120	2,6
Osteotech Inc.	2010	Medtronic	123	97	1,3
Kensey Nash Corporation	2012	Royal DSM	360	72	5,0
Transplant Technologies of Texas	2014	Globus Medical Inc.	50	12	4,2
Apatech	2010	Baxter	330	60	5,5
Mittelwert:					3,7

Quelle: www.healthpointcapital.com, Bloomberg

Bewertungsfazit

Unsere DCF-Analyse resultiert in einem Wert pro Aktie von € 1,97. Aus der Kapitalmarkt Betrachtung ergibt sich auf Basis von 2015 eine Bewertung von € 2,52 pro Aktie. Wir gewichten beide Ergebnisse zu gleichen Teilen, so dass sich ein fairer Wert von € 2,24 pro Aktie ergibt.

**Fairer Wert pro Aktie:
€ 2,24**

Anhang: Peer Group-Unternehmen

aap Implantate AG (AAQ), Berlin, Deutschland

Die aap Implantate AG ist ein global tätiges Medizintechnikunternehmen und entwickelt, produziert und vermarktet Produkte für die Orthopädie in den Bereichen Trauma und Biomaterialien. Das Unternehmen firmierte bis zum Jahre 1990 unter dem Namen Mecron, einem Tochterunternehmen des US-amerikanischen Pharmazie- und Konsumgüterherstellers Johnson & Johnson. Es entwickelt, fertigt und vertreibt Biomaterialien und Implantate zur Anwendung in der Orthopädie. Die Produkte wie Lochschrauben, Standardplatten, Knochenzement und Knochenersatzmaterialien werden in der Traumatologie und Wirbelsäulenchirurgie eingesetzt.

Im Bereich Biomaterialien hat sich die Gesellschaft auf Knochenzemente und Mischsysteme spezialisiert.

Zum 20.08.2015 beträgt die Marktkapitalisierung € 71 Mio.

Anika Therapeutics (ANIK), Bedford, Massachusetts, USA

Anika ist ein führender Hersteller von Produkten für die Geweberegeneration. Die Produkte des Unternehmens basieren auf Hyaluronsäure, einem natürlich vorkommenden biokompatiblen Polymer. Seine orthobiologischen Produkte umfassen ORTHOVISC, ORTHOVISC mini und MONOVISC, die für die Behandlung der Osteoarthritis des Knies; Hyalofast, eine biologisch abbaubare Unterstützung für humane mesenchymale Stammzellen des Knochenmark zur Knorpelregeneration; Hyalonect, ein Metallgewebe, welches als Transplantathülle verwendet wird; Hyaloss, wird verwendet um Blut/Knochentransplantate zu mischen, um eine Paste für die Knochenregeneration zu bilden und Hyaloglide, ein ACP Gel, welches zur Behandlung der Thenolyse eingesetzt wird. Das Unternehmen wurde 1983 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Bedford, Massachusetts.

Zum 20.08.2015 beträgt die Marktkapitalisierung € 476 Mio.

RTI Surgical Inc. (RTIX), Florida, USA

RTI Surgical Inc. ist ein pharmazeutisch-medizintechnisches Unternehmen und innovativer Hersteller von regenerativen Bindegeweben oder Knochentransplantaten. Für die Patientenversorgung werden klar definierte Ziele verfolgt: Gesundheit wieder herstellen und Lebensqualität verbessern. Die TUTOGEN MEDICAL GmbH mit Sitz im fränkischen Neunkirchen am Brand gehört heute zu den weltweit führenden Anbietern von Gewebetransplantaten und ist seit 2008 Teil der amerikanischen RTI Biologics Gruppe.

Zum 20.08.2015 beträgt die Marktkapitalisierung € 358 Mio.

Wright Medical Group Inc. (WMGI), Memphis, Tennessee, USA

Wright Medical Group ist ein global agierendes Spezialorthopädieunternehmen, das sich auf die Fertigung von Extremitäten- und Biomateriallösungen spezialisiert hat. Damit lassen sich die Schmerzen von Patienten lindern und deren Lebensqualität wiederherstellen. Das Portfolio von umfasst u.a. Spezialimplantate für die elektive Fuß- und Sprunggelenkchirurgie, Plattensysteme für den Bereich Traumatologie sowie Knochenersatzmaterialien. Zudem wird sowohl synthetisches als auch gewebebasiertes Knochenersatzmaterial angeboten.

Wright-Produkte sind in über 60 Ländern erhältlich. Wright beschäftigt etwa 900 Mitarbeiter.

Zum 20.08.2015 beträgt die Marktkapitalisierung € 1.146 Mio.

Tornier N.V. (TRNX), Amsterdam, Niederlande

Tornier, N.V. ist ein Medizintechnikunternehmen, welches orthopädische Produkte entwickelt, produziert, vermarktet und in den Vereinigten Staaten, Frankreich und auf internationaler Ebene vertreibt. Es bietet Gelenkimplantate und Knochenfixierungsvorrichtungen für die Schulter, Hand, Handgelenk, Ellenbogen, Fuß und Knöchel, Sportmedizin sowie biologische Produkte an. Das Unternehmen vermarktet und vertreibt seine Produkte über direkte Vertriebsmitarbeiter und unabhängige Vertriebsagenturen in den Vereinigten Staaten. Darüberhinaus ist das Unternehmen über seine direkten Niederlassungen und Distributoren in über 40 Ländern vertreten. Tornier N.V. hat seinen Hauptsitz in Amsterdam, Niederlande.

Zum 20.08.2015 beträgt die Marktkapitalisierung € 1.059 Mio.

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), Willich.

Verfasser des vorliegenden Informations-Memorandums: 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:

Keine

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 textliche 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:

21.08.2015

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

Schlusskurse vom 20.08.2015

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:

1. **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.**

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

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 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- 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 betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. 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 § 14 WpHG 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.

4. 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.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter 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.

© 2015 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.