aap Implantate

(CDAX, Health Care)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 4,50	
Kurs	EUR 3,20
Upside	40,7 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	4,42
SotP:	4,40
Peer Group:	4,42

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	98,1
Aktienanzahl (Mio.):	30,7
EV:	77,7
Freefloat MC:	25,8
Ø Trad. Vol. (30T; EUR):	88,05

Aktien Daten:	
Bloomberg:	AAQ GR
Reuters:	AAQG.DE
ISIN:	DE0005066609

Aktionäre:	
Freefloat	26,3 %
Noes de Vries	16,7 %
Elocin B.V	15,3 %
Jürgen W. Krebs	12,6 %
Fidelity Funds	5,5 %

Beschreibung:

Hersteller von Implantaten und Biomaterialien zur Regeneration von Knochenfrakturen

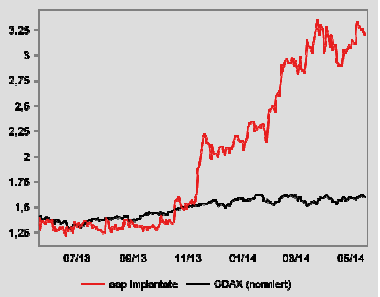
Risikoprofil (WRe):	2014e
Beta:	1,4
KBV:	1,9 x
EK-Quote:	82 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	-3,8 x
Net Debt / EBITDA:	-3,8 x

Ungebrochenes Wachstum - Aufnahme der Coverage mit KAUFEN

Die aap Implantate AG ist ein innovatives medizintechnisches Unternehmen, das in mit zwei Geschäftsbereichen im Orthopädiemarkt tätig ist. Im Bereich Biomaterialien (Umsatz ’13 EUR 17,7 Mio.) werden Knochenzemente sowie Mischsysteme angeboten. Dieser Bereich ist die profitable Cash Cow der aap. Im Bereich Trauma (Umsatz ’13 EUR 9,6 Mio.) entwickelt und vertreibt die aap Knochenimplantate, die zur Heilung von Knochenbrüchen und –frakturen verwendet werden. Seit Q4 2011 vertreibt die aap die Implantat-Reihe LOQTEQ, die durch innovatives Design und zahlreiche klinische Vorteile der aussichtsreiche Wachstumstreiber des Unternehmens ist.

- **Fokussierung auf Trauma:** Die aap setzt seit 2009 eine transparente Strategie zur Vereinfachung des Konzerns um. Dem Ziel eines Pure Player im Traumageschäft ist das Unternehmen mit dem Verkauf der niederländischen Tochter (EMCM) im Q1 2014 deutlich näher gekommen (Umsatz EUR 12,5 Mio. - daher Umsatz in 2014 -13,6% yoy). Der Verbleib der aap Biomaterials GmbH (letzter Geschäftsbereich neben den Traumaaktivitäten) steht derzeit auf dem Prüfstand. Es wurde bereits eine Investment Bank mit der Verkaufsunterstützung beauftragt. Bei dem jüngsten Verkauf der EMCM wurde ein Verkaufspreis von EUR 18,0 Mio. (entspricht 9x EV/EBITDA) erzielt. Ein möglicher Verkauf der aap Biomaterials GmbH (EBITDA ´13 EUR 4,0 Mio. WRe) könnte somit weitere EUR 36,0 Mio. einbringen.
- **LOQTEQ treibt Wachstum:** aap konnte das Marktwachstum von 6% im letzten Jahr mit einem Umsatzwachstum von 9,8% deutlich übertreffen. Maßgebender Treiber der aap ist die innovative LOQTEQ-Reihe. Der Umsatz mit **dem patentgeschütztem Implantat** wuchs im letzten Jahr über 150% und trug EUR 5,0 Mio. zum Umsatz bei. Bis 2020 wird ein Umsatzbeitrag von EUR 40,0 Mio. angenommen.
- **Akquisitionen bieten Potenziale:** Die derzeit freien Mittel von EUR 17,1 Mio. (Q1 14) sowie die potenziell freien Mittel aus einem Verkauf der aap Biomaterials könnte das Unternehmen zur schnelleren Ausweitung des Traumageschäfts verwenden. Schnell wachsende Trauma-Unternehmen (Umsatz +15% p.a.) wie die aap wurden zuletzt zu Multiplikatoren von 5-7x EV/Sales erworben, während langsam wachsende Trauma-Peers (Umsatz +5% p.a.) mit 1,5-3,0x EV/Sales bewertet wurden. Durch gezielte Akquisitionen und strategische Ausweitungen der Trauma-Produktpalette bietet die aap Investoren ein zusätzliches Potenzial der Shareholder-Value-Generierung.
- **aap als Übernahmeziel:** Rund 88% des Orthopädiemarktes werden von 7 internationalen Playern dominiert. Mit dem jüngsten Zusammenschluss von Biomet und Zimmer wird die Konsolidierung des Marktes weiter vorangetrieben. Diese Großkonzerne wachsen wesentlich langsamer als kleine Nischenanbieter der Branche, die in den letzten Jahren immer häufiger akquiriert wurden. Der US-Konzern Wright Medical kaufte in drei Jahren 3 Unternehmen und zahlte zwischen 5-5,5x EV/Sales. Die aap wird derzeit mit EV/Sales 2014e von 2,2x bewertet.

Vor dem Hintergrund der hohen Potenziale von LOQTEQ und einer aussichtsreichen Produktpipeline lautet das Rating der aap Implantate AG **Kaufen mit einem Kursziel von EUR 4,50**. Die Bewertung anhand des DCF-Modells wird durch die **deutliche Unterbewertung gegenüber der Peer Group** gestützt. Eine mögliche Übernahme der aap bietet zusätzliches Kurspotenzial.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	8,3 %
6 Monate:	39,8 %
Jahresverlauf:	48,0 %
Letzte 12 Monate:	110,0 %

Unternehmenstermine:	
23.05.14	Warburg Highlights
13.06.14	HV
14.08.14	Q2
14.11.14	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	5,6 %	28,4	29,2	36,4	40,0	34,6	40,3	47,1
Veränd. Umsatz yoy		-14,1 %	2,7 %	24,7 %	9,8 %	-13,6 %	16,8 %	16,9 %
Rohertragsmarge		*81,0 %*	*85,3 %*	*78,4 %*	*72,7 %*	*74,4 %*	*75,0 %*	*75,5 %*
EBITDA	2,5 %	3,4	4,1	7,1	7,4	5,3	6,7	7,9
Marge		*12,1 %*	*14,1 %*	*19,6 %*	*18,4 %*	*15,4 %*	*16,7 %*	*16,8 %*
EBIT	-	0,7	1,2	3,2	-2,1	2,7	3,8	4,6
Marge		*2,5 %*	*4,0 %*	*8,8 %*	*-5,3 %*	*7,9 %*	*9,4 %*	*9,8 %*
Nettoergebnis	-	0,0	0,4	2,4	-2,5	2,7	3,7	4,1
EPS	-	0,00	0,01	0,08	-0,08	0,09	0,12	0,13
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04	0,04
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,3 %
FCFPS		-0,06	-0,03	0,10	-0,11	0,19	0,08	0,10
EV / Umsatz		1,5 x	1,2 x	0,9 x	1,2 x	2,2 x	1,8 x	1,5 x
EV / EBITDA		12,8 x	8,7 x	4,8 x	6,6 x	14,6 x	11,0 x	8,8 x
EV / EBIT		61,3 x	30,8 x	10,7 x	n.a.	28,5 x	19,5 x	15,1 x
KGV		n.a.	96,9 x	12,5 x	n.a.	35,5 x	26,7 x	24,6 x
FCF Yield Potential		7,5 %	2,6 %	11,0 %	8,6 %	3,3 %	4,9 %	5,8 %
Nettoverschuldung		9,1	7,1	3,9	3,3	-20,4	-24,2	-28,4
ROE		0,1 %	0,8 %	4,9 %	-4,9 %	5,4 %	6,9 %	7,0 %
ROCE (NOPAT)		0,4 %	1,4 %	5,2 %	-4,3 %	6,1 %	11,5 %	12,4 %
Guidance:	Guidance 2014: Umsatz EUR 35.0 Mio. (+22% yoy) - EBITDA EUR 5.0-6.0 Mio.							

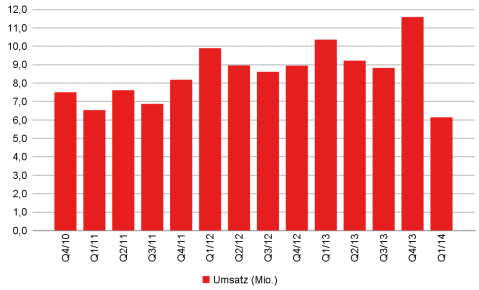
Analyst/-in

Harald Hof

hhof@warburg-research.com

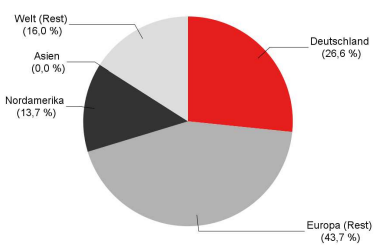
+49 40 309537 125

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



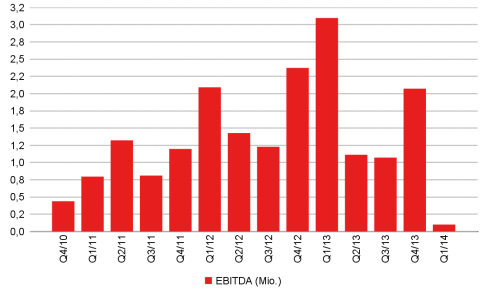
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

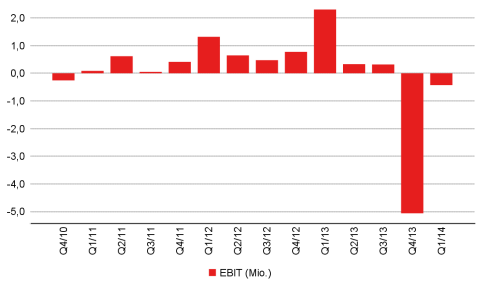
Unternehmenshintergrund

- aap Implantate AG entwickelt, produziert und vertreibt medizinische Implantate, die in der Orthopädie vorwiegend zur Frakturheilung verwendet werden.
- Das Unternehmen deckt in den Geschäftsbereichen Trauma und Biomaterialen die gesamte Wertschöpfungskette ab und vertreibt die Produkte weltweit mit dem Fokus auf Europa, den USA sowie den BRICS- und SMIT-Staaten.
- Die Produkte werden über den Direktvertrieb, internationale Vertriebspartnerschaften oder OEMs (darunter: Stryker, Zimmer, Biomet oder Smith & Nephew) vertrieben.
- Die aap Implantate AG wurde in 1990 als MBO aus dem Johnson&Johnson Konzern gegründet und sitzt in Berlin. aap beschäftigt 217 Mitarbeiter.

Wettbewerbsqualität

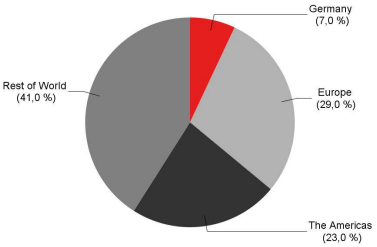
- aap Implantate AG hat ein patentgeschütztes Traumaimplantat (LOQTEQ) entwickelt, das eine wesentliche Verbesserung für Operateure, Krankenhäuser und Kliniken sowie Patienten ermöglicht.
- Darüber hinaus verfügt die aap über eine aussichtsreiche Produkt-Pipeline mit einer antibakteriellen Silberbeschichtung für Implantate sowie resorbierenden Magnesiumimplantaten.
- Der jüngste Verkauf der niederländischen Tochtergesellschaft verschaffte dem Unternehmen die ausreichenden finanziellen Mittel, um organisch und anorganisch zu wachsen.
- Im Geschäftsbereich Biomaterials hat die aap ein Netzwerk mit den größten Medtech-Unternehmen (z.B. Zimmer, Stryker, Smith&Nephew, Johnson&Johnson) aufgebaut.

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



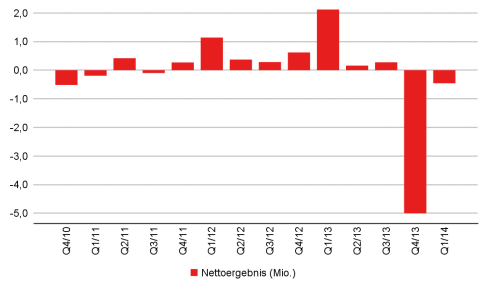
Quelle: Warburg Research

LOQTEQ - Umsatz nach Regionen
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Unternehmensüberblick 4

Investment Case 5

Produktinnovation mit starkem Wachstum 5
Visibilität steigt stetig – Pure Play: Trauma 5
aap fokussiert auf Shareholder Value 6
FY zählt - Quartale haben wenig Aussagekraft 6
Dividende oder Aktienrückkauf möglich 7

Newsflow 8

Bewertung 9

DCF reflektiert langfristiges Wachstum 9
Peers teilweise mit deutlich höheren Multiples 11
Sum of the Parts (SotP) verdeutlicht Potenzial 13
Realoption: M&A-Zukäufe 14

Unternehmen & Produkte 16

Geschichte 16
Transformationsstrategie 16
Traumaimplantate in der 5. Generation: LOQTEQ 16
Vertrieb 19
Management 20
Aktionärsstruktur 21

Markt & Wettbewerb 22

Marktabgrenzung 22
Wettbewerber 23
Wettbewerbsqualitäten 23

Wachstumstreiber 27

Internationalisierung 28
Ausblick 2020 31

Finanzen 32

Strategie greift – Margenverbesserung erwartet 32
Liquidität steigt nach Verkauf der EMCM B.V. 33
Eigenkapital gestärkt – fast unabhängig von Banken 33

Unternehmensüberblick

Die Unternehmenstätigkeit der aap Implantate AG besteht aus der Herstellung und dem internationalen Vertrieb von Implantaten für die Unfallchirurgie und Orthopädie. Vorwiegende Anwendung finden die Produkte in der Traumatologie, Osteosynthese (Frakturheilung) und Wirbelsäulenchirurgie. Darüber hinaus stellt das Unternehmen Biomaterialien, Knochenzemente und Zementierungstechniken her, die in der Orthopädie eingesetzt werden. aap Implantate deckt die gesamte Wertschöpfungskette von Forschung und Entwicklung über Produktion bis zum Vertrieb ab.

Das Unternehmen sitzt in Berlin, wo die Traumaprodukte (Plattensysteme und Schrauben) gefertigt werden. In Dieburg, Deutschland, werden die Produkte der Biomaterials (Knochenzement und Zementierungstechniken) gefertigt. Derzeit beschäftigt das Unternehmen 217 Mitarbeiter. Die aap wurde 1990 gegründet und ist seit 1999 börsennotiert.

aap vertreibt die Produkte weltweit, fokussiert jedoch neben Europa und den USA die Emerging Markets der BRICS- und SMIT-Staaten. Der Vertrieb wird von global tätigen OEM-Partnern und Distributoren übernommen. Im deutschsprachigen Raum verfügt die aap zudem über einen Direktvertrieb

aap Implantate AG

Geschäftsfelder	Trauma			Biomaterialien		
Produkte	Platten, Schrauben, LOQTEQ			Knochenzement, Mischsysteme, Zubehör		
Produktreihen	LOQTEQ	Osteo-synthese Platten	Loch-schrauben	Knochen-zement (resor-bierend)	Kollagen-Vliese (resor-bierend)	Zementier-ungstechnik
Produktpipeline	Silberbeschichtete Implantate; Resorbierende Magnesiumimplantate					
Umsatz	EUR 9,6 Mio. (LOQTEQ: EUR 5,0 Mio.)			EUR 29,1 Mio.		
Umsatz (fortgeführter Geschäftsbereich)	EUR 9,6 Mio. (LOQTEQ: EUR 5,0 Mio.)			EUR 17,7 Mio.		
EBITDA (WRe) (fortgeführter Geschäftsbereich)	Break-Even in 2014 erwartet			Profitabel mit c. 30% EBITDA-Marge		
Standorte	Berlin			Dieburg		
Märkte	Europa, USA, Emerging Markets (BRICS & SMIT)			Europa, USA		
Vertrieb	Direktvertrieb; Distributoren			Distributoren; OEM,		
Historie	Gründung 1970 – MBO in 1990 – IPO in 1999					

Quelle: Warburg Research, aap

Investment Case

Trauma +52,4% in 2013, LOQTEQ +150% in 2013

Produktinnovation mit starkem Wachstum

Seit dem Antritt des Managements in 2009, hat das Unternehmen eine straffe Fokussierung auf den Bereich Trauma erlebt. Konsequent wurde das Produktportfolio um die entsprechenden Tochtergesellschaften reduziert und die freien finanziellen Mittel zur Entwicklung der LOQTEQ-Plattensysteme eingesetzt. LOQTEQ „Locking-Technology" ist eine patentgeschützte Weiterentwicklung der „LCP"-Implantate des größten Konkurrenten DePuy Synthes und erst seit Q4 2011 auf dem Markt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 wurden bereits Umsätze in Höhe von EUR 5,0 Mio. (+150% yoy) erzielt. Das Unternehmen hat zudem eine patentgeschützte Produktpipeline (z.B. Silberbeschichtung der Implantate). Die Marktreife der silberbeschichteten Implantate wird in 2015 erwartet.

Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über den Bereich Biomaterials. In diesem Geschäftsbereich werden Knochenzemente sowie Zementmischsysteme vertrieben, die bei der operativen Implantierung (z.B. künstliche Hüftgelenke) benötigt werden. Dieser Bereich trug im abgelaufenen Geschäftsjahr EUR 17,7 Mio. zum Umsatz der aap bei.

Visibilität steigt stetig – Pure Play: Trauma

Aufgrund der Fokussierungsstrategie hat sich das Unternehmen von Nebenaktivitäten getrennt und zuletzt das niederländische Auftragsgeschäft veräußert. Der Verkaufserlös der Tochtergesellschaft EMCM (EUR 18,0 Mio. oder 9x EBITDA) soll in die Internationalisierung von LOQTEQ und die Weiterentwicklung einer antibakteriellen Silberbeschichtung sowie in ein absorbierendes Magnesiumimplantat investiert werden. Zudem wurden mögliche Akquisitionen im Bereich Trauma vom Management genannt. Klares Ziel ist die Ausweitung des Produktportfolios Trauma (z.B. Orthopädische Nägel).

Die folgende Grafik veranschaulicht die aufgegebenen Geschäftsbereiche. Lediglich das Recon-Geschäft (künstliche Hüft- und Schultergelenke) wird über ein chinesisches Joint Venture noch zu 30% at-equity bilanziert. Die strategische Bedeutung des noch verbliebenen Bereichs Biomaterialien wird derzeit im Konzern evaluiert. Es wurde bereits eine Investment Bank für die Unterstützung im Verkaufsprozess beauftragt.

Transformation schreitet weiter voran

Focus on core business	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dental	+						
Analytics	+						
Medical Aesthetics	+						
Recon	+	+	+	+	+		
Contract Manufacturing	+	+	+	+	+	+	
Biomaterials	+	+	+	+	+	+	(+)
Trauma	+	+	+	+	+	+	+

Quelle: Warburg Research, aap

Die aap ist ein junges, gesundes Unternehmen (EK-Quote 75%; Nettoverschuldung EUR -14,7 Mio. FY 2013), dessen Management eine transparente Strategie verfolgt. Durch die Fokussierung soll ein Produzent von Osteosyntheseimplantaten (Implantate verbleiben nicht im Körper, wodurch das Produktrisiko massiv gesenkt wird) mit globaler Präsenz entstehen. Das Management verfolgt die folgenden Kernziele:

- Weiterentwicklung der Produktserie LOQTEQ
- Akquisitionen im Geschäftsbereich Trauma
- Verbesserung der Bilanzstruktur
- Ausschüttung einer Dividende wird vom Management angestrebt, wenn die notwendigen rechtlichen und finanziellen Voraussetzungen dies ermöglichen.

Aufgrund des innovativen Produktes LOQTEQ wird eine deutlich positive Entwicklung erwartet. Wesentliche Treiber des Investment Case sind:

- Die junge Produktgeneration LOQTEQ wird seit dem Q4 2011 vermarktet und ist bereits heute in 20 Ländern (15 Länder in 2012) erhältlich. In 2013 wurden bereits EUR 5,0 Mio. (+150% yoy) oder 12,6% des Gesamtumsatzes mit diesem Produkt erzielt. Die sofortige Akzeptanz des Produkts in wichtigen Märkten wie Deutschland oder den USA zeugt von der Qualität der Implantate und verdeutlicht die Wachstumspotenziale der aap.
- aap fokussiert eine klare Strategie, die auf die Wachstumsländer der BRICS und SMIT-Staaten basiert. Maßgebend hierfür ist die stark wachsende Nachfrage nach Implantaten, die eine Folge der überproportionalen Zunahme von Arbeits- und Verkehrsunfällen mit steigender Industrialisierung ist. Für die Emerging Markets werden 9-16% jährliches Wachstum des medizintechnischen Marktes erwartet.
- Für den internationalen Vertrieb von LOQTEQ wurden in 2013 Vertriebspartnerschaften in China, Russland und Saudi Arabien geschlossen. Die Zulassung der Produkte wird für Mexiko und Brasilien in 2014 erwartet. Die entsprechenden Vertriebspartner sind bereits ernannt worden.
- Durch die Präsenz in weiteren Absatzmärkten sowie die Ausweitung des Produktportfolios (Zulassung weiterer Plattensysteme) wird ein Umsatzbeitrag von EUR 10,0 Mio. allein durch LOQTEQ (WRe) in 2014 erwartet.
- Mit Erreichen des Trauma-Umsatzziels von EUR 15,0 Mio. wird der Break-Even des Geschäftsbereichs Trauma erwartet. Die aap peilt mittelfristig eine EBITDA-Marge von ca. 20% an. Peers erzielen mit vergleichbaren Produkten EBITDA-Margen von über 33%. Nach einer erfolgreichen Marktdurchdringung sind vergleichbare Margen für die aap möglich.
- Mit zusätzlicher Ausweitung des LOQTEQ-Portfolios (+6 Platten auf insgesamt 12 Plattensysteme in 2013), einer antibakteriellen Silberbeschichtung (mit der Technologie verbundene Patente wurden in den USA bereits erteilt – EU-Markteinführung in 2015 geplant) und einem resorbierenden Magnesiumimplantat (Markteintritt in 2016 angestrebt) steht eine aussichtsreiche Produktpipeline zur Verfügung, die kurzfristig und nachhaltig die Umsatz- und Ertragslage positiv beeinflussen sollte.
- Die Wettbewerbsfähigkeit wird durch Patente gesichert.
- Die aussichtsreiche Produktpipeline sollte das Unternehmen dabei unterstützen, dauerhaft einen Freshness Index von >20% zu erreichen. Dieser besagt, dass 20% des Umsatzes mit Produkten erzielt werden, die seit weniger als drei Jahre im Markt erhältlich sind.

Zusammenfassend wird in der aap ein innovatives Unternehmen gesehen, das gerade erst die Startlöcher in einem jungen Geschäftsbereich verlassen hat.

aap fokussiert auf Shareholder Value

Das Unternehmen zeichnet sich durch eine transparente Kommunikation aus, die sich in einer Shareholder Value orientierten Darstellung der Unternehmensergebnisse widerspiegelt. Die aap berichtet vor dem Hintergrund der Wertschaffung die Kennzahl ‚Economic Profit' der sich aus dem Vergleich des WACC zum ROCE herleitet. Darüber hinaus wird jährlich eine Management Agenda mit Unternehmenszielen (strategischer und organisatorischer Natur) publiziert, deren Erreichungsgrad nach dem Geschäftsjahr überprüft wird.

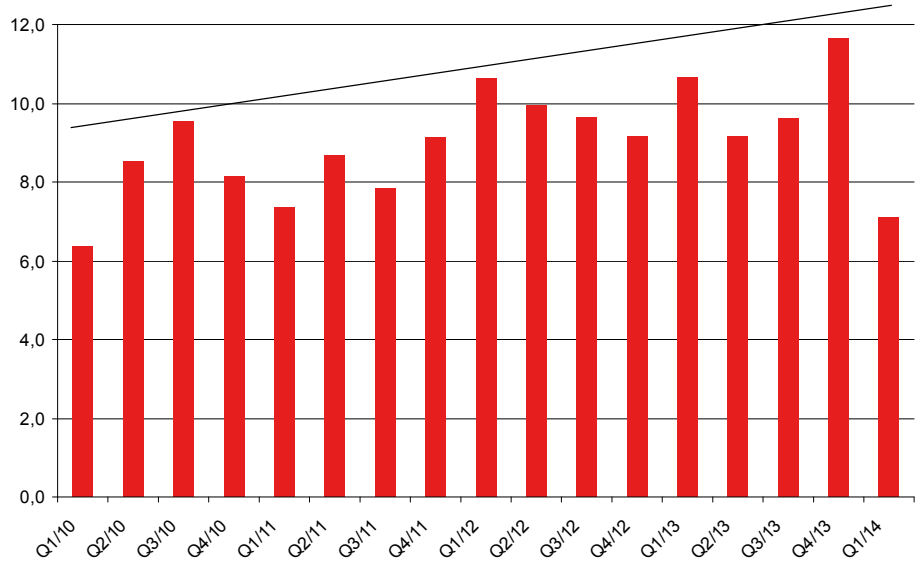
Nur das Gesamtjahr zählt

FY zählt - Quartale haben wenig Aussagekraft

Für das Verständnis der operativen Lage der aap ist ein Blick auf das Gesamtjahr notwendig. Die volatilen Umsätze erklären sich aus dem jungen Lebenszyklus von LOQTEQ und dem Bestellverhalten der Kunden und Distributoren. Gewinnt das

Unternehmen einen neuen Kunden, wird dieser zu Beginn der Geschäftsbeziehung einen Mindestlagerbestand der aap Produkte nachfragen. Diese erste sowie wiederkehrenden Orders können somit die Quartalsumsätze deutlich beeinflussen. Im jetzigen Status fehlt der aap noch die kritische Größe und eine entsprechende Kundenbasis, was zu der beschriebenen Volatilität der Umsätze führt. Jedoch ist ein genereller Wachstumstrend über die Quartale hinweg zu erkennen. Mit einem zunehmenden Umsatz im Traumageschäft und der Gewinnung neuer Kunden werden ausgewogenere Quartalsumsätze erwartet.

Umsatz nach Quartalen – Q1 14: nach Verkauf EMCM



Quelle: Warburg Research, aap

Dividende oder Aktienrückkauf möglich

Dividende möglich

Voraussichtlich erfüllt das Unternehmen mit Ablauf des Geschäftsjahrs 2014 die rechtlichen Voraussetzungen des Handelsgesetzbuches, um eine Dividende ausschütten zu können. Insofern die liquiden Mittel nicht gänzlich für Akquisitionen oder Investitionen verwendet werden, zieht das Management eine Dividendenzahlung in Betracht. Als Alternative zur Dividende nennt das Unternehmen ein Aktienrückkaufprogramm. Spätestens nach einem Verkauf des Bereichs Biomaterials sollten alle handelsrechtlichen Voraussetzungen für eine Dividendenausschüttung erfüllt sein. Eine Ausschüttungsquote von 20-30% (WRe) sollte demnach möglich sein.

Newsflow

Q1: LOQTEQ startet in 2014 mit einem Umsatzplus von +175%

Am 15. Mai hat die aap Quartalszahlen berichtet. Für die ersten drei Monate in 2014 wurde ein Umsatz von EUR 7,1 Mio. (EUR 10,4 Mio. Q1 13) und ein EBITDA von EUR 0,1 Mio. (EUR 3,1 Mio. Q1 13) ausgewiesen. Der Rückgang von Umsatz und EBITDA resultiert aus dem Verkauf der Tochtergesellschaft EMCM. Zudem war der Quartalsumsatz der ersten drei Monate 2013 mit insgesamt EUR 3,1 Mio. durch einen Entwicklungs- und Liefervertrag sowie durch einen Lizenzvertrag im Bereich Biomaterials einmalig positiv beeinflusst.

Der berichtete Umsatz von EUR 7,1 Mio. im Q1 14 berücksichtigt noch die Monate Januar und Februar (Verkauf am 28. Februar) der Tochtergesellschaft EMCM mit einem Umsatzbeitrag von ca. EUR 1,0 Mio. Ohne Berücksichtigung der genannten Sondereffekte, konnte der Umsatz in den beiden fortgeführten Bereichen Trauma und Biomaterials im Q1 14 von EUR 4,6 Mio. auf EUR 6,1 Mio. (+33% yoy) gesteigert werden. Sehr positiv hat sich in diesem Zeitraum das EBITDA entwickelt. Es wurde ohne EMCM und Sondereffekte von EUR - 1,1 Mio. auf EUR 0,1 Mio. verbessert. Das EBIT wurde deutlich um EUR 2,0 Mio. auf EUR -0,4 Mio. gesteigert.

Allein der Umsatz des jungen Produktes LOQTEQ stieg um +175% auf EUR 1,1 Mio. Der Umsatz im Bereich Trauma wurde so von EUR 1,5 Mio. auf EUR 2,2 Mio. (+47% yoy) gesteigert. Der erzielte Absatz in Ländern wie Russland, Italien, Spanien oder Tschechien trug wesentlich zur Umsatzsteigerung bei. Hier zeigt sich, dass die angestrebte Internationalisierung voll intakt ist.

Der Bereich Biomaterials wuchs solide um 25% auf EUR 3,9 Mio. und trug ebenfalls zum guten Jahresstart bei. Die aap berichtet nur ein Segment. Daher liegen für die Bereiche Trauma und Biomaterials nur die kumulierten EBITDA-Beiträge vor. Auf Gesamtjahresbasis wird für den jungen Bereich Trauma der Break-Even erwartet, während der Bereich Biomaterials mit einer EBITDA-Marge von c. 30% erwartet wird.

Guidance Q2

Es wird weiter mit einem starken Wachstum durch die LOQTEQ-Implante gerechnet. Im Q1 wurde das Produktportfolio um ein Plattensystem erweitert. Auf der Basis des starken Quartalsergebnisses wurde der Gesamtjahresausblick bestätigt. Für das Q2 geht die aap von Umsätzen in Höhe von EUR 7,6 Mio. bis EUR 8,2 Mio. und einem EBITDA von EUR 1,0-1,5 Mio. aus.

Auch wenn die Jahresziele von EUR 35,0 Mio. Umsatz und ein EBITDA von EUR 5,0-6,0 Mio. im ersten Moment ambitioniert erscheinen, wird auf die geringe Aussagekraft einzelner Quartale verwiesen. Durch das junge Produkt LOQTEQ können einzelne Kundenaufträge die Quartalsergebnisse stark beeinflussen. Nach dem Verkauf der EMCM und mit einer breiteren Kundenbasis von LOQTEQ werden weniger volatile Quartalsergebnisse erwartet. In Q1 gewonnene Distributionspartner sowie die Ausweitung des Produktportfolios sollten sich im Jahresverlauf positiv auswirken und zum Erreichen der Jahresziele beitragen.

Die angestrebte Fokussierungsstrategie auf den Bereich Trauma wird weiter vorangetrieben. Die aap hatte bereits über den möglichen Verkauf des Bereichs Biomaterials berichtet. Nun wurde im ersten Quartal ein M&A-Unternehmen beauftragt, um die aap bei der Ausgliederung der aap Biomaterials GmbH zu unterstützen.

Guidance 2015-2017

Die aap hat für die kommenden drei Jahre einen Ausblick formuliert. Demnach rechnet der Vorstand mit einem jährlichen Umsatz- und EBITDA-Wachstum von mehr als 20%.

DCF-Bewertung: EUR 4,42

Bewertung

- Aufnahme der Coverage mit einer Kaufempfehlung.
- Kursziel von EUR 4,50 basiert im Wesentlichen auf dem DCF-Modell.
- Das DCF-Modell bildet die langfristigen Wachstumspotenziale bestens ab.
- Peer-Analyse verdeutlicht die Unterbewertung.
- SotP mit M&A-Multiplikatoren weist starke Kurspotenziale auf.

DCF reflektiert langfristiges Wachstum

Das DCF-Modell reflektiert am besten die langfristigen Potenziale und Perspektiven der aap. Das junge Produkt LOQTEQ ist erst seit 2 Jahren auf dem Markt und wächst stark. Das Unternehmen strebt mittelfristig eine Zielmarge von 20% des EBITDA an, was sich mit unseren Annahmen deckt. Etablierte Wettbewerber (u.a. der mit ca. 50% Marktanteil führende Wettbewerber DePuy Synthes zum Johnson & Johnson Konzern gehörend) erzielen EBITDA-Margen jenseits der 30% und EBIT-Margen von über 27%. Der deutsche Wettbewerber Königsee Implantate erzielt eine EBIT-Marge von über 40% bei rund EUR 20,0 Mio. Umsatz.

Mit der Ausgangsbasis von EUR 15,0 Mio. Umsatz (WRe) des Bereichs Trauma, hauptsächlich getrieben von LOQTEQ (EUR 10,0 Mio. WRe) in 2014e werden bis 2020 Umsätze von über EUR 40,0 Mio. (WRe) allein mit dieser Produktserie als möglich erachtet (CAGR 14-20 26,5%). Für den Gesamtkonzern fällt das Wachstum bis 2020 mit einem CAGR von 13,7% deutlich geringer aus.

Die ewige Rente basiert auf einer EBITDA-Marge von ca. 27% und liegt damit leicht unterhalb des Peer-Niveaus (c. 30%). Nach dem Erreichen einer entsprechenden Marktakzeptanz von LOQTEQ sind für die aap höhere Margenniveaus realistisch. Bei einem Terminal Growth von 3,5% und einem WACC von über 10,1% wird ein fairer Wert von EUR 4,42 ermittelt.

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	**2014e**	**2015e**	**2016e**	**2017e**	**2018e**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	
Umsatz	34,6	40,3	47,1	53,9	59,7	65,3	70,0	74,8	79,6	84,4	89,6	94,8	100,0	
Umsatzwachstum	*-13,6 %*	*16,8 %*	*16,9 %*	*14,4 %*	*10,6 %*	*9,5 %*	*7,1 %*	*6,8 %*	*6,4 %*	*6,1 %*	*6,1 %*	*5,8 %*	*5,5 %*	*3,5 %*
EBIT	2,7	3,8	4,6	5,6	6,5	7,5	8,7	10,5	12,4	14,4	17,0	19,4	20,5	
EBIT-Marge	*7,9 %*	*9,4 %*	*9,8 %*	*10,4 %*	*10,9 %*	*11,5 %*	*12,5 %*	*14,1 %*	*15,6 %*	*17,1 %*	*19,0 %*	*20,5 %*	*20,5 %*	
Steuerquote (EBT)	*6,9 %*	*5,1 %*	*12,7 %*	*17,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	
NOPAT	2,5	3,6	4,0	4,6	4,9	5,6	6,5	7,9	9,3	10,8	12,8	14,6	15,4	
Abschreibungen	2,6	2,9	3,3	3,5	3,9	4,2	4,5	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	6,5	
Abschreibungsquote	*7,5 %*	*7,3 %*	*7,0 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-3,7	0,8	1,0	1,3	1,4	1,4	0,8	1,1	1,1	1,1	1,2	0,7	1,2	
- Investitionen	3,2	3,3	3,4	3,5	3,9	4,2	4,5	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	6,5	
Investitionsquote	*9,3 %*	*8,2 %*	*7,2 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,6	2,4	2,9	3,4	3,5	4,3	5,8	6,8	8,2	9,7	11,6	13,8	14,2	16
Barwert FCF	5,6	2,2	2,4	2,5	2,4	2,6	3,2	3,5	3,8	4,1	4,4	4,8	4,5	75
Anteil der Barwerte	**8,51 %**			**29,67 %**										**61,83 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	
Fremdkapitalquote	0,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %
Marktrendite	8,00 %
Risikofreie Rendite	2,50 %
WACC	**10,06 %**

Herleitung Beta:	
Finanzielle Stabilität	1,20
Liquidität (Aktie)	1,50
Zyklizität	1,40
Transparenz	1,40
Sonstiges	1,38
Beta	**1,38**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	46		
Terminal Value	75		
Zinstr. Verbindlichkeiten	5		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	20	Aktienzahl (Mio.)	30,7
Eigenkapitalwert	**136**	**Wert je Aktie (EUR)**	**4,42**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	2,75 %	3,00 %	3,25 %	**3,50 %**	3,75 %	4,00 %	4,25 %
1,56	11,1 %	3,62	3,68	3,73	3,80	3,86	3,93	4,00
1,47	10,6 %	3,88	3,94	4,01	4,08	4,16	4,25	4,34
1,42	10,3 %	4,02	4,09	4,16	4,25	4,33	4,43	4,53
1,38	10,1 %	4,17	4,25	4,33	**4,42**	4,52	4,62	4,73
1,33	9,8 %	4,33	4,42	4,51	4,61	4,72	4,83	4,96
1,28	9,6 %	4,51	4,60	4,70	4,81	4,93	5,07	5,21
1,19	9,1 %	4,90	5,02	5,15	5,28	5,43	5,60	5,78

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,56	11,1 %	3,48	3,58	3,69	3,80	3,90	4,01	4,12
1,47	10,6 %	3,74	3,86	3,97	4,08	4,20	4,31	4,43
1,42	10,3 %	3,89	4,01	4,13	4,25	4,36	4,48	4,60
1,38	10,1 %	4,05	4,17	4,30	**4,42**	4,54	4,67	4,79
1,33	9,8 %	4,22	4,35	4,48	4,61	4,74	4,87	4,99
1,28	9,6 %	4,41	4,55	4,68	4,81	4,95	5,08	5,22
1,19	9,1 %	4,85	4,99	5,14	5,28	5,43	5,58	5,72

- In 2013 wurde der Umsatz zu einem Drittel im Bereich Trauma und zu zwei Dritteln im Bereich Biomaterials erzielt.
- Dieses Verhältnis dreht sich mittelfristig um. Ab 2020e wird Trauma mit knapp 70% Umsatzanteil antizipiert.
- Das EBIT war 2013 durch Einmaleffekte belastet. In 2014e wird der Break-Even im Bereich Trauma erwartet.
- EBIT-Marge der ewigen Rente wird mit 21% angenommen. Nach erfolgreicher Marktdurchdringung sind höhere Margen möglich.
- Beta wegen der guten finanziellen Lage und der zyklischen Widerstandsfähigkeit der Branche vergleichsweise niedrig.

Analyse mit Trauma-Peers
EUR 4,42 (2014e)

Peers teilweise mit deutlich höheren Multiples

Für die Peer Group werden vorwiegend internationale Medtech Unternehmen herangezogen. Aufgrund fehlender Profitabilität vieler Peers ist die Betrachtung der EV/ Umsätze am ehesten vergleichbar. Generell ist die Aussagekraft jedoch limitiert. Gründe hierfür sind:

- Der regionale Fokus innerhalb der Peer variiert. In den USA und Japan werden gleiche Produkte teilweise zum drei bis vierfachen Preis vertrieben, wodurch der reine Multiplikatorenvergleich auf Basis des EV/ Umsatz verfälscht sein kann.
- Etablierte Wettbewerber sind teilweise wesentlich größer als die aap und/oder stellen Mischkonzerne dar.
- Es stehen nur wenige Pure-Player im Bereich Trauma zur Verfügung.
- Auch die aap ist auf dem jetzigen Stand durch den Bereich Biomaterials noch kein Pure-Player.

aap erzielt mit dem fortgeführten Bereich in 2013 Umsätze von EUR 28,6 Mio. (Trauma EUR 9,6 Mio.; Biomaterials EUR 17,7 Mio.; Sonstiges EUR 1,3 Mio.). Während der Bereich Trauma einen negativen EBITDA-Beitrag leistet, ist der Bereich Biomaterials mit EBITDA-Margen von ca. 30% (WRe) hoch profitabel.

Vor diesem Hintergrund wird die aap einmal mit Trauma-Peers und einmal mit Peers im Bereich der Biomaterials verglichen. Im Hinblick auf die Unternehmensstrategie und der Fokussierung auf das Trauma-Geschäft wird der Trauma-Peer eine höhere Bedeutung beigemessen.

In beiden Vergleichen werden Umsatzmultiplikatoren (Ergebnismultiplikatoren haben eine geringere Aussagekraft) als Maßstab verwendet.

Basisdaten der Peer-Group-Analyse: Trauma

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS 14e	EPS 15e	EPS 16e	Umsatz 14e	Umsatz 15e	Umsatz 16e	EBITDA 14e	EBITDA 15e	EBITDA 16e	EBIT 14e	EBIT 15e	EBIT 16e
Tornier	USD	20,86	1.013,0	1.032,5	-0,45	-0,19	-0,04	321,1	346,9	371,5	25,8	33,7	44,6	-23,6	-7,2	-2,0
Wright Medical	USD	29,60	1.476,9	1.398,0	-1,33	-0,79	-0,27	310,5	356,6	416,7	-17,7	10,2	44,4	-53,4	-33,6	-23,7
Globus	USD	24,68	1.658,2	2.001,2	0,94	1,07	1,21	483,6	542,9	599,5	163,2	186,2	213,0	135,3	155,7	191,0
LDR Holding	USD	22,89	583,0	549,0	-0,49	-0,23	0,28	129,7	154,4	188,0	-2,7	2,4	17,4	-7,0	-0,2	13,6
aap Implantate	**EUR**	**3,20**	**98,1**	**101,5**	**0,09**	**0,12**	**0,13**	**34,6**	**40,3**	**47,1**	**5,3**	**6,7**	**7,9**	**2,7**	**3,8**	**5,4**

Trauma: Peer-Group aap Implantate

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV 14e	KGV 15e	KGV 16e	EV / Umsatz 14e	EV / Umsatz 15e	EV / Umsatz 16e	EV / EBITDA 14e	EV / EBITDA 15e	EV / EBITDA 16e	EV / EBIT 14e	EV / EBIT 15e	EV / EBIT 16e
Tornier	USD	20,86	1.013,0	1.032,5	neg.	neg.	neg.	3,2 x	3,0 x	2,8 x	40,0 x	30,7 x	23,1 x	neg.	neg.	neg.
Wright Medical	USD	29,60	1.476,9	1.398,0	neg.	neg.	neg.	4,5 x	3,9 x	3,4 x	neg.	137,3 x	31,5 x	neg.	neg.	neg.
Globus	USD	24,68	1.658,2	2.001,2	26,2 x	23,1 x	20,4 x	4,1 x	3,7 x	3,3 x	12,3 x	10,7 x	9,4 x	14,8 x	12,9 x	10,5 x
LDR Holding	USD	22,89	583,0	549,0	neg.	neg.	80,9 x	4,2 x	3,6 x	2,9 x	neg.	226,1 x	31,5 x	neg.	neg.	40,5 x
Mittelwert					26,2 x	23,1 x	50,6 x	4,0 x	3,5 x	3,1 x	26,2 x	101,2 x	23,9 x	14,8 x	12,9 x	25,5 x
Median					26,2 x	23,1 x	50,6 x	4,2 x	3,6 x	3,1 x	26,2 x	84,0 x	27,3 x	14,8 x	12,9 x	25,5 x
aap Implantate	**EUR**	**3,20**	**98,1**	**101,5**	35,6 x	26,7 x	24,6 x	**2,9 x**	**2,5 x**	**2,2 x**	**19,1 x**	**15,1 x**	**12,8 x**	**37,2 x**	**26,8 x**	**18,8 x**
Potenzial zum Mittelwert in %					-26%	-13%	106%	37%	41%	44%	37%	572%	86%	-60%	-52%	35%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					2,36	2,77	6,58	**4,42**	**4,54**	**4,65**	4,43	22,12	6,06	1,21	1,48	4,37

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

Tornier Medical

Umsatz 2013: USD 310 Mio. – EBITDA USD 16,2 Mio. (Marge: 5,2%)

Tornier ist ein global tätiges Medizintechnikunternehmen, das auf den Vertrieb von mehr als 100 Produktlinien im Bereich Implantatprodukte für chirurgische Behandlungen von Gelenken der Extremitäten (z.B. Schulter, Handgelenk, Fußgelenk) und Bio-Materialien für Eingriffe zur Gewebsregeneration spezialisiert ist. In 2012 hat Tornier einen Spezialisten für Hand- und Fußimplantate akquiriert. Die Geschichte des in 45 Ländern vertretenen Unternehmens reicht bis in die 1940er Jahre zurück, das Unternehmen selbst wurde in 2006 gegründet.

Wright Medical

Umsatz 2013: USD 242 Mio. – EBITDA USD -19,6 Mio. (Marge: -8,1%)

Die Wright Medical Group ist auf Gelenkersatzprodukte für Extremitäten und Hüftgelenke, sowie auf Biomaterialien für Frakturversorgung und Regenerationsbeschleunigung spezialisiert. Wright Medical ist multinational in zahlreichen Ländern und auf allen Kontinenten vertreten. Wright Medical wurde 1950 gegründet und spezialisierte sich schon früh auf Implantologie.

Das Unternehmen ist in der jüngsten Vergangenheit über Akquisitionen deutlich gewachsen und hat zwischen 5-5,5x EV/Sales als Kaufpreis gezahlt.

Globus Medical

Umsatz 2013: USD 434 Mio. – EBITDA USD 145,54 Mio. (Marge: 33,5%)

Globus Medical ist Spezialist für Implantatprodukte und Biomaterialien im Bereich der Wirbelsäulenchirurgie. Das Unternehmen wurde im Jahr 2003 gegründet und ist nach eigener Aussage das am schnellsten wachsende Unternehmen im Bereich der Orthopädietechnik in der Geschichte. Das Produktportfolio für die Wirbelsäulenchirurgie umfasst aktuell mehr als 100 Produkte. Circa 30 weitere befinden sich zurzeit in Entwicklung.

LDR Holding

Umsatz 2013: USD 112 Mio. – EBITDA USD 1,7 Mio. (Marge: 1,5%)

Der im Jahr 2000 gegründete Spezialist für Medizintechnik in der Neurochirurgie mit Schwerpunkt im Bereich Wirbelsäulenchirurgie (Wirbelsäulenfunktionsstörungen) ist sowohl in Nord- und Süd-Amerika, als auch in Europa und Asien entweder durch Direktpräsenz oder über ein Vertriebsnetz vertreten. Das Produktportfolio umfasst Implantatprodukte der Neurochirurgie sowie Biomaterialien (Knochenersatzmaterialien).

Analyse mit Biomaterials-Peers
EUR 3,42 (2014e)

Peer: Biomaterials

Im Vergleich mit Peers im Bereich Biomaterials fällt die Bewertung geringer aus als mit Wettbewerbern im Trauma-Geschäft. Jedoch ist die aap in diesem Bereich hoch profitabel, während die Vergleichsgruppe defizitär ist. Auch durch fehlende Schätzungen ist ein direkter Vergleich nur bedingt möglich.

Basisdaten der Peer-Group-Analyse: Biomaterials

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
		in LW	in Mio. LW	in Mio. LW	14e	15e	16e	14e	15e	16e	14e	15e	16e	14e	15e	16e
Anika Therapeutics	USD	46,33	668,1	588,2	2,22	1,65	n.a.	103,7	99,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bacterin International	USD	0,67	36,8	49,0	-0,22	-0,06	n.a.	35,7	41,6	n.a.	-6,2	n.a.	n.a.	-6,5	n.a.	n.a.
CryoLife	USD	8,68	243,8	206,0	0,20	0,38	n.a.	147,3	157,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
MiMedx Group	USD	5,35	566,7	520,5	-0,02	0,12	0,19	100,8	146,5	181,3	12,8	29,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
RTI Surgical	USD	4,32	244,6	337,1	0,08	0,16	n.a.	250,6	269,6	290,0	22,8	30,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
aap Implantate	**EUR**	**3,20**	**98,1**	**101,5**	**0,04**	**0,06**	**0,08**	**36,2**	**42,4**	**48,6**	**5,2**	**6,5**	**7,5**	**1,6**	**2,5**	**5,8**

Biomaterials: Peer-Group aap Implantate

Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
		in LW	in Mio. LW	in Mio. LW	14e	15e	16e	14e	15e	16e	14e	15e	16e	14e	15e	16e
Anika Therapeutics	USD	46,33	668,1	588,2	20,9 x	28,1 x	n.a.	5,7 x	5,9 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bacterin International	USD	0,67	36,8	49,0	neg.	neg.	n.a.	1,4 x	1,2 x	n.a.	neg.	n.a.	n.a.	neg.	n.a.	n.a.
CryoLife	USD	8,68	243,8	206,0	43,4 x	22,7 x	n.a.	1,4 x	1,3 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
MiMedx Group	USD	5,35	566,7	520,5	neg.	46,5 x	28,2 x	5,2 x	3,6 x	2,9 x	40,7 x	17,9 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
RTI Surgical	USD	4,32	244,6	337,1	54,0 x	27,3 x	n.a.	1,3 x	1,3 x	1,2 x	14,8 x	11,0 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mittelwert					39,4 x	31,2 x	28,2 x	3,0 x	2,6 x	2,0 x	27,7 x	14,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Median					43,4 x	27,7 x	28,2 x	1,4 x	1,3 x	2,0 x	27,7 x	14,5 x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
aap Implantate	**EUR**	**3,20**	**98,1**	**101,5**	80,0 x	53,3 x	40,0 x	**2,8 x**	**2,4 x**	**2,1 x**	**19,5 x**	**15,5 x**	**13,5 x**	**64,7 x**	**41,2 x**	**17,4 x**
Potenzial zum Mittelwert in %					-51%	-42%	-30%	7%	10%	-3%	42%	-7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					1,58	1,87	2,25	**3,42**	**3,54**	**3,08**	4,59	2,98	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

Sum of the Parts: EUR 4,40 (2014e)

Sum of the Parts (SotP) verdeutlicht Potenzial

Für die SotP-Bewertung wird der Konzern in die operativen Bereiche Trauma (inklusives des Wachstumstreibers LOQTEQ) und Biomaterials unterteilt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Bereich Trauma einen negativen EBITDA-Beitrag leistet und von dem profitablen Geschäftsbereich Biomaterials getragen wird. Für die SotP-Bewertung wird daher ebenfalls auf Umsatz-Multiplikatoren zurückgegriffen, die aus der Peer abgeleitet wurden. Zudem wird ein Vergleich mit jüngsten M&A-Transaktionen vorgenommen. Die aap könnte aufgrund potenzieller Synergien von strategischen Käufern wie der Wright Medical deutlich höher bewertet werden!

M&A Transaktionen

Datum	Käufer	Zielunternehmen	EV/ (LTM) Umsatz	Transaktionsart
2014	Wright Medical	OrthoPro	5,50	M&A
2014	Wright Medical	Solana Surgical	5,50	M&A
2013	Wright Medical	Biotech International	5,33	M&A
2013	LDR Holding		2,97	IPO
2013	Wright Medical	WG Healtcare	n.a	M&A
2012	Globus Medical		2,60	IPO
2012	Tornier	OrthoHelix	5,78	M&A
2011	Tonier		3,38	IPO
2011	Stryker	Memometal	5,40	M&A
2010	China Kanghui		5,55	IPO
		Durchschnitt	**4,67**	

Quelle: Warburg Research, FactSet

Weitere M&A-Aktivitäten erwartet

Der US-Peer LDR Holding hat am 13. Mai bekannt gegeben, USD 32,1 Mio. durch eine Kapitalerhöhung einzusammeln. Die Mittel dienen laut LDR der Akquisition einzelner Produkte und Technologien oder dem Unternehmenszukauf.

aap's Parallelen zu getätigten M&A Deals von Wright Medical

Wright Medical tätigte die genannten Akquisitionen vor dem Hintergrund des beschleunigten Wachstums im Geschäftsbereich Extremities. Alle Zukäufe dienten zudem der Erweiterung des Produktportfolios. Wright Medical ist nach eigenen Angaben weiterhin auf der Suche nach Unternehmen, für die 5,5x EV/Sales gezahlt wird. Wright Medical beurteilt diese Multiplikatoren als marktkonform.

OrthoPro, USA – Kaufpreis USD 36,0 Mio. – 5,5x EV/Umsatz

OrthoPro ist ein fokussierter Nischenanbieter von chirurgischen Implantaten und Schrauben, die im Bereich der Füße und Fußgelenke zum Einsatz kommen. Das Unternehmen hat mit dem CSS – Cannulated Screw Systems (chirurgische Schraube) und dem Rx-Fix Rail External Fixator (Fixateur) innovative Produkte entwickelt, die OrthoPro in kurzer Zeit bekannt gemacht haben. Das Unternehmen wurde in 2003 gegründet.

Solana Surgical, USA – Kaufpreis USD 90,0 Mio. – 5,5x EV/Umsatz

Das Unternehmen wurde 2011 von Managern aus der Orthopädiebranche gegründet. Die Markteinführung der ersten Produkte folgte im Gründungsjahr. Zum Produktportfolio zählen Plattensysteme, Schrauben und Biomaterialien. Solana gilt als junges und innovatives Unternehmen und ist fokussiert auf Fuß- und Handimplantate.

Biotech International, France – Kaufpreis USD 80,0 Mio. – 5,3x EV/Umsatz

Biotech designt, produziert und vertreibt orthopädische Implantate für medizinische Anwendungen im Bereich der Extremitäten (z.B. Schulter, Ellenbogen, Fuß- und Handbereich). Die Produkte umfassen Plattensysteme, Schrauben und Knochenfüllstoffe. Das französische Unternehmen wurde 1987 gegründet.

Alle akquirierten Unternehmen weisen eine ausgeprägte Vergleichbarkeit mit der aap auf. Es handelt sich stets um:

- **junge, innovative Produktportfolien,**
- **von spezialisierten Nischenanbietern,**
- **die hohe Umsatzwachstumsraten aufweisen.**

Aus Sicht der WR reflektieren die Multiplikatoren nur bedingt die Wachstumspotenziale der patentgeschützten LOQTEQ-Technologie, jedoch wird die derzeitige Unterbewertung der aap ersichtlich. Die Multiplikatorenanalyse ist eine klare Unterstützung für die Resultate des DCF.

SotP Analyse der aap Implantate

	Umsatz 2014e	Umsatz 2015e	EV/ Umsatz 2014	EV/ Umsatz 2015	Trauma M&A Multiplikatoren	Wertansatz 14	Wertansatz 15	Wertansatz 14 M&A
Operatives Vermögen								
Trauma	15,00	20,4	4,02	3,53	4,67	60,3	72,1	70,0
Biomaterials	19,55	19,9	2,99	2,64	2,99	58,5	52,6	58,5
Sonstiges Vermögen								
Nettoverschuldung (nach Verkauf EMCM)						-14,7	-14,7	-14,7
Joint Venture aap Joints (at equity)						1,5	1,5	1,5
Fairer Wert						**135,0**	**140,9**	**144,6**
Anzahl Aktien						30,7	30,7	30,7
Fairer Wert pro Aktie						**4,40**	**4,59**	**4,72**

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

SotP auf M&A Multiplikatoren: EUR 4,72

Die Tabelle fasst die Ergebnisse der SotP-Analyse zusammen. Auf Basis der getroffenen Annahmen, sowie den zugrunde liegenden Multiplikatoren ergibt sich für die aap ein fairer Wert von EUR 4,40 auf Basis der 2014er Schätzungen. Die Bewertung auf jüngsten M&A Transaktionen deutet mit EUR 4,72 ein signifikant höheres Potenzial an. Die Ergebnisse veranschaulichen die Unterbewertung der aap und unterstreichen das Resultat des DCF-Modells.

Reallokation vorhandener Mittel bietet Bewertungspotenzial

Realoption: M&A-Zukäufe

Die aap verfügt in dem Bereich Biomaterials über eine lukrative Tochtergesellschaft, deren Verbleib in der AG derzeit evaluiert wird. Durch einen möglichen Verkauf dieses Bereichs können weitere finanzielle Mittel frei werden, die mit vorhandenen liquiden Mitteln in Höhe von EUR 17,1 Mio. (Q1 14) für potenzielle Zukäufe im Bereich Trauma zur Verfügung stehen.

Die oben genannten M&A Transaktionen und entsprechende Multiplikatoren (durchschnittlich 4,7x EV/Sales) beziehen sich in erster Linie auf schnell wachsende mittelständische Unternehmen wie die aap, die von den Global Playern der medizintechnischen Branche gekauft wurden. Die Käufer haben dabei das Interesse, innovative und schnell wachsende Unternehmen zu akquirieren, um das eigene langsamere Wachstum anorganisch zu treiben. Die hohen Bewertungsmultiplikatoren spiegeln daher das hohe Potenzial wider.

Darüber hinaus sind kleinere, spezialisierte Unternehmen auf dem Orthopädiemarkt tätig, die qualitative Produkte mit weniger ausgeprägten Wachstumschancen vertreiben. Entsprechend fällt ihre Bewertung auf Basis der Multiplikatoren (durchschnittlich 1,5-3,0x EV/Sales) geringer aus. Diese Unternehmen können für die aap von Interesse sein, um das eigene Wachstum zu treiben, die bestehenden internationalen Vertriebsbeziehungen mit einem akquirierten Produktportfolio zu beliefern und um die eigenen höheren Bewertungsmultiplikatoren auf den erworbenen Umsatz zu übertragen.

Zudem würde eine anorganische Ergänzung des Produktportfolios die aap schneller in die Anerkennung als One-Stop-Shop bei Einkäufern heben, wodurch die Akquisition neuer Kunden erheblich erleichtert würde. Dies sollte sich positiv auf die Umsatz- und Ertragslage auswirken.

Somit ergibt sich für die aap ein Potenzial, das in mehreren Schritten umgesetzt werden kann:

- Kleinere Trauma-Unternehmen abseits des Kapitalmarktes erwerben.
- Hierfür geringere Multiplikatoren zahlen.
- Durch den Zusammenschluss höhere Wachstumsraten aufweisen.
- Zudem Synergien in den Produktportfolien ausnutzen.
- Die höhere Bewertung des Kapitalmarktes auf das akquirierte Unternehmen übertragen.

Demnach ermöglicht die Fokussierungsstrategie in Verbindung mit der dargestellten Hebelwirkung auf erworbene Unternehmen ein zusätzliches Shareholder Value-Potenzial.

aap's Geschichte geprägt von M&A

Unternehmen & Produkte

Geschichte

- 1970 Gründung der Mecron med. Prod. GmbH
- 1984 Übernahme durch Johnson & Johnson
- 1990 MBO und Gründung der aap GmbH & Co. Betriebs AG
- 1999 Börsengang
- 2000 Das Knochenzement und Biomaterialiengeschäft wird mit der Mebio/Coripharm Unternehmensgruppe übernommen
- 2002 Entwicklung des Knochenregenerationsmittels Ostim®
- 2003 Europäische Erstzulassung des Antibiotikaträgermaterials PerOssal®
- 2005 Akquisition der Osartis GmbH sowie Beteiligung an der ADC Dental Care GmbH
- 2006 Übernahme der niederländischen Fame-Gruppe
- 2007 Intergration der aap bio implants Netherlands B.V.; Vertragsabschlüsse mit Medtronic sowie Zimmer & Wright Medical
- 2008 Strategiewechsel: Fokussierung auf Kernbereiche mit dem Ziel ein Pure-Player im Bereich der Traumaimplantate zu werden; Veräußerung der Bereiche Dental, Analytics und Medical Aesthetics
- 2011 Internationale Produkteinführung des Traumaimplantats LOQTEQ
- 2012 Recon (Knie-, Hüft- und Schulterimplantate) erfolgreich überführt – aap hält 30% an dem Joint Venture aap Joints GmbH
- 2013 Erfolgreiche Veräußerung der Auftragsfertigung EMCM B.V. (Niederlande) – Abschluss der Transaktion in Q1 2014

Fokussierung auf Trauma

Transformationsstrategie

Seit 2009 hat das Management das Konglomerat aap sukzessive umgebaut, Nischenbereiche veräußert und die freien Kapazitäten in die Weiterentwicklung und Marktreife des Produktes LOQTEQ investiert. Derzeit werden nur noch die beiden Bereiche Biomaterials und Trauma betrieben, die ein erstklassiges Ansehen unter globalen Kunden haben. Es werden bereits Geschäftsbeziehungen seit über 10 Jahren zu namhaften Firmen wie Zimmer, Stryker, Smith & Nephew oder Johnson & Johnson unterhalten, die eine positive Entwicklung des Traumabereichs fördern sollten.

Das Unternehmen selbst evaluiert derzeit den strategischen Verbleib des Bereichs Biomaterialien, sodass unter Umständen mit einer weiteren Konzentration auf die Traumaaktivitäten zu rechnen ist. Aus Sicht von Warburg Research ist ein Verkauf der aap Biomaterials GmbH mit einem nachhaltigen Erreichen des Break-Even-Point im Traumageschäft sehr wahrscheinlich. Das Management rechnet für 2014 mit einem positiven EBITDA-Beitrag des Traumageschäfts. Demnach könnte die aap Biomaterials GmbH bereits kurzfristig veräußert werden. Vergleichbare Transaktionen wie auch der Verkauf der niederländischen Tochter EMCM (9x EV/ EBITDA) wurden mit rund 8-10x EV/EBITDA vollzogen. Dies würde bei einem bereinigten EBITDA 13 des fortgeführten Bereichs Biomaterials von EUR 4,0 Mio (WRe) einem Verkaufserlös von EUR 32-40 Mio. entsprechen.

Traumaimplantate in der 5. Generation: LOQTEQ

Das Traumaprodukt LOQTEQ adressiert mit dem Orthopädiemarkt einen rund USD 6,1 Mrd. großen Markt, der von überproportionalen Wachstumsraten getrieben wird. In diesem Markt wird mit Schrauben- und Plattensystemen, wie sie die aap herstellt, ein Umsatz von rund USD 3,0 Mrd. erzielt.

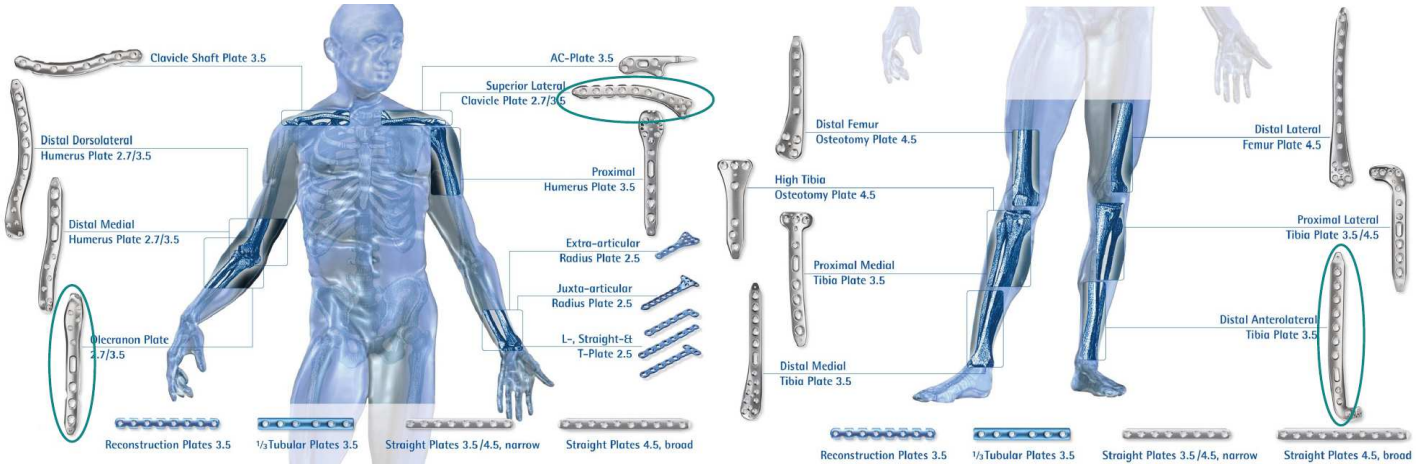
90% Abdeckung der relevanten Anwendungsbereiche in 2014 erwartet

aap plant mit den IP-geschützten Traumaplatten der Produktreihe LOQTEQ über 90% der am häufigsten auftretenden Anwendungsbereiche im Traumageschäft der unteren und oberen Extremitäten (Schulter bis Fußknöchel) abzudecken. Eine 80% Abdeckung wurde in 2013 bereits erzielt. Nicht zu diesen Bereichen zählen Implantate in Händen und Füßen oder dem Kopfbereich. Zudem ist eine Differenzierung der Anwendungen in dem Bereich der Wirbelsäule und den großen Gelenken (Schulter-, Hüft- und Kniegelenken) zu sehen. Derartige Implantate verbleiben dauerhaft im Körper und unterliegen dadurch gänzlich anderen physischen Funktionsweisen und Anforderungen.

Zurzeit sind neun LOQTEQ Plattensysteme der aap mit dem CE-Zertifikat gekennzeichnet. Dieses ist Voraussetzung für die Marktzulassung in Europa. Drei weitere Plattensysteme sind derzeit im Zulassungsprozess. Im Geschäftsjahr 2014 wird die erfolgreiche Kennzeichnung erwartet. Zusätzliche Plattensysteme werden folgen, um die angestrebte 90% Abdeckung zu erreichen.

Im Produktportfolio der aap sind bislang nur die häufigsten Anwendungen vertreten. Ab der angestrebten Produktabdeckung von über 90% aller Anwendungsbereiche wird auch die aap von Distributoren und Krankenhäusern als Vollanbieter klassifiziert. Dies sollte zu einer höheren Präsenz und häufigeren Verwendung der Produkte führen, da die aap von Abnehmern als One-Stop-Lieferant angesehen werden sollte.

aap deckt bereits ca. 80% der relevanten Anwendungsgebiete mit LOQTEQ ab (Obere und untere Extremitäten)



Legende: markierte Implantate wurde in 2013 im Portfolio ergänzt

Quelle: Warburg Research, aap

Generell sind Implantate zu differenzieren:

1) Osteosynthese Implantate – werden nach Generation des Knochens wieder entfernt

2) Endoprothesen – Implantate, die dauerhaft im Körper verbleiben

Das Hauptgeschäft der aap sind Osteosynthese-Implantate, die in der Regel nach 9-24 Monaten wieder vom Knochen entfernt werden. Das innovative LOQTEQ-Produkt liefert gegenüber der Konkurrenz klare Vorteile in der Handhabung, die während und nach der Operation zum Tragen kommen.

LOQTEQ schließt bis zu 2mm (Konkurrenz max. 1,5mm)

Bei Knochenbrüchen kann unter Umständen eine erste Operation zum Richten der Knochenstruktur notwendig sein (Knochenbrüche mit Bruchstellen größer als 2 mm), bevor das Implantat eingesetzt werden kann. Durch die LOQTEQ-Technologie kann diese vorbereitende Operation teilweise entfallen, da das Implantat über eine patentierte Funktionsweise verfügt, welche eine Kompression ermöglicht. Durch die fixierte und winkelstabile Positionierung der Schrauben in vorgegebenen Löchern auf der Platte, wird durch das Anziehen der Schrauben im ersten Schritt automatisch eine Kompression (Zusammenführung des Knochenbruchs) der Skelettstruktur herbeigeführt. Im zweiten Schritt wird die rekonstruierte Form fixiert und durch das Implantat gestützt. Das LOQTEQ-Implantat erleichtert im Vergleich zu Konkurrenzprodukten dem Operateur den Eingriff, verkürzt die Operationszeit und spart damit erhebliche Kosten des Krankenhauses.

LOQTEQ mit klinischen Vorteilen

Das Implantat bietet dem Patienten den Vorteil, dass u. U. nur eine (verkürzte) OP notwendig ist. Der Genesungsprozess verläuft daher schneller und es liegen weniger Komplikationen sowie geringere Infektionsrisiken vor.

Ein generelles Problem bei der Osteosynthese (Implantate werden nach Genesung wieder entfernt) ist, dass eine zweite Operation, einmal beim Einsetzen und ein weiteres Mal beim Entfernen des Implantats, notwendig ist. Bisher kam es bei winkelstabilen Implantaten in 10-12% der Fälle zu sogenannten Kaltverschweißungen. Dabei verbinden sich gleichartige Metalle mit einer sehr hohen Oberflächengüte derart stark miteinander, dass die Verbindung dem Schweißen nahe kommt. Für medizinische Implantate bedeutet dies, dass die Schrauben mit der Platte eine Verbindung eingehen, die ein Entfernen des Implantats wesentlich erschweren kann. Die Komplexität des Eingriffs nimmt zu. aap hat hier mit LOQTEQ ein Produkt geschaffen, das bislang keine Kaltverschweißung aufweist.

Kalte Verschweißung so stabil wie thermisch Verschweißung

Kalte Verschweißung bei Implantaten

Zum Lösen einer kalten Verschweißung muss der Schraubenkopf von der Implantatsplatte maschinell mit einem Bohrer entfernt werden. Die aufwendige Operation birgt Risikopotenziale, da Metallspäne im Körper verbleiben können.

Bislang wurde bei dem LOQTEQ-Produkt keine kalte Verschweißung registriert. Es liegen zurzeit 150 beobachtete Fälle vor, von denen keiner eine kalte Verschweißung aufweist. Kalte Verschweißungen können bereits nach 9 Monaten und bei bis zu 10-20% (klinische Studien kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen) der Implantate auftreten. Sollte es weiterhin bei aap Produkten keinen nachweislichen Fall von kalter Verschweißung geben, würde dies die Qualität des Implantats deutlich unterstreichen.

USP der LOQTEQ Technologie

LOQTEQ mit klaren Vorteilen gegenüber Konkurrenz

Das Titanprodukt hat eine hohe Vergleichbarkeit mit bestehenden Produkten (starke Anlehnung an die Produkte von DePuy Synthes – Marktanteil ca. 50%) und bietet daher ein einfaches und schnelles Erlernen für Operateure. Jedoch unterscheidet sich das aap Produkt deutlich in seiner Qualität und dem Preis:

- LOQTEQ orientiert sich am Marktführer, wird jedoch 10-15% günstiger vertrieben, wodurch ein schneller Markteintritt erreicht wird.
- LOQTEQ ist patentrechtlich geschützt und tangiert nach Angaben der aap keine bestehenden Patente.
- Das System arbeitet mit vereinfachter Handhabung im Vergleich zu Wettbewerbern.
- LOQTEQ ermöglicht das variable Schließen des Bruchs von 0-2mm mit nur einer Schraube in einem Bohrloch (Hauptwettbewerber Synthes kann max. 1,5mm schließen und dies nicht variabel/flexibel und benötigt dazu unterschiedliche Schraubentypen).
- Dem Operateur werden mehr Freiheiten und flexibles Reagieren ermöglicht.
- Die vergleichsweise einfache Handhabung ermöglicht deutliche Kosteneinsparungen in Krankenhäusern durch kürzere Operationszeiten.
- Bislang wurde keine kalte Verschweißung beobachtet.
- Der Heilungs- und Genesungsprozess kann schneller verlaufen und ist somit für Patienten, Krankenhäuser und Krankenversicherungen günstiger.

Zwei weitere Innovationen sind in der Entwicklung

Produkt-Pipeline

Silberbeschichtungstechnologie

Das Unternehmen arbeitet derzeit an einer Silberbeschichtung der Implantate. Am Standort Berlin wurde bereits eine Testanlage installiert und in Betrieb genommen. Bei der Silbertechnologie handelt es sich um eine dünne Beschichtung der Implantate mit Silber, die antibakteriell wirkt und die Bildung von Pilzen und Bakterien verhindert. Das

Edelmetall wirkt dabei ionisierend auf das Gewebe um das Implantat und beugt einer möglichen Infektion vor. Dadurch kann der Heilungsprozess beschleunigt und Komplikationen vermieden werden. Dadurch können wiederum erneute Operationen und folglich Kosten für Leistungsträger entfallen.

Eine verbundene Technologie zur Aufwertung und Verbesserung der Implantate mit der Silberbeschichtung wurde in den USA bereits erfolgreich patentiert. Eine Markteinführung wird im zweiten Halbjahr 2015 angestrebt.

Magnesiumtechnologie

Darüber hinaus arbeitet die aap an einem resorbierenden Implantat, das sich nach der Genesung des Knochenbruchs auflöst und vom Körper abgebaut wird. Konventionelle Implantate aus Titan oder Stahllegierungen werden nach dem Heilungsprozess operativ entfernt, wodurch erneute Belastungen des Patienten sowie Kosten für die Leistungsträger entstehen.

Generell stehen unterschiedliche Materialien zur Verfügung, die resorbierende Eigenschaften aufweisen. Die aap hat sich auf Magnesium spezialisiert und arbeitet mit dem chinesischen Partner econtec Co. Ltd. an der Entwicklung eines Magnesiumimplantats. Mit einer Markteinführung des Magnesiumprodukts wird seitens der aap in den kommenden 2-3 Jahren gerechnet.

Vertrieb

Nationaler und internationaler Vertrieb

Die aap adressiert die Zielmärkte über unterschiedliche Distributionskanäle und Markenstrategien. Alle LOQTEQ-Produkte werden ausschließlich über die Marke aap angeboten, während die Biomaterialien auch unter den Marken der OEMs vertrieben werden. Vor dem Hintergrund, ein globaler Anbieter von Traumaprodukten zu werden, bleibt die Produktreihe LOQTEQ ein exklusives Produkt unter der Marke aap.

Direktvertrieb:

In Deutschland und den deutschsprachigen Nachbarländern vertreibt die aap die Produkte im Direktvertrieb. Mit eigenständigen Kliniken oder Krankenhäusern, aber auch mit Klinikverbünden werden Lieferverträge abgeschlossen. Durch den engen Kontakt mit Anwendern kann die aap auf die Bedürfnisse der Operateure eingehen und entsprechende Verbesserungen in die innovativen Produkte einfließen lassen.

Vertriebsnetzwerk in 60 Ländern:

Bei der angestrebten Internationalisierung wird die aap von regionalen Vertriebspartnern unterstützt. In den jeweiligen Ländern wird die Vertriebszulassung der Produkte beantragt (z.B. CE-Zulassung in Deutschland; FDA-Zulassung in den USA). Nach erfolgreicher Erteilung der Vertriebszulassung werden die vorher ernannten Vertriebspartner mit den Produkten beliefert.

Derzeit wird die Zulassung von LOQTEQ in Mexiko und Brasilien von den Heimatbehörden geprüft. Da die regionalen Behörden in der Regel auf die europäischen (CE) oder amerikanischen (FDA) Standards abstellen, ist eine Ausweitung des Vertriebs von LOQTEQ in allen 9 BRICS- und SMIT-Staaten nur eine Frage der Zeit. Zu den Kernmärkten zählen neben den 9 Schwellenländern die USA, EU und Westeuropa.

OEM-Partnerschaften:

Im Bereich der Biomaterialien agiert die aap als OEM für internationale und namhafte Medizintechnikkonzerne. Mit Smith & Nephew wurde in 2004 der Grundstein für eine erfolgreiche Partnerschaft gelegt. Heute produziert die aap für alle bedeutenden Medtech-Unternehmen, zu denen auch Zimmer, Stryker, Heraeus, Medtronic oder Johnson & Johnson gehören. Darüber hinaus werden 20-25% der Biomaterialien unter dem aap Brand vertrieben. Im Bereich Trauma zielt das Unternehmen auf ein aap Branding ab und produziert nicht für OEMs.

Erfahrenes Management mit klarer Strategie

Management

Am 28. April hat die aap eine Veränderung des Managements bekanntgegeben. Mit der sukzessiven Fokussierung auf den Bereich Trauma wurde die Komplexität der aap deutlich reduziert. Mit der Anpassung der Vorstandspositionen von drei auf zwei Führungspositionen wird der vereinfachten Konzernstruktur nun Rechnung getragen. CEO Biense Visser wird demnach zum Ende Mai 2014 seine Position an den jetzigen COO, Herrn Alemu, übergeben. Herr Visser wird, insofern die Hauptversammlung seiner Wahl zustimmt, in den Aufsichtsrat wechseln.

Biense Visser, CEO

Herr Visser hielt von 2007-2008 eine Position im Aufsichtsrat der aap bevor er in 2009 in den Vorstand der aap berufen wurde. Der CEO vertritt seither die Bereiche Corporate Development, Legal Affairs sowie Investor und Public Relations. Herr Visser sammelte in mehreren Jahrzehnten Erfahrung in diversen leitenden Managementpositionen. Zudem ist und war Herr Visser in unterschiedlichen Aufsichträten tätig. Nach der erfolgreichen Umsetzung der Fokussierungsstrategie wird Herr Visser Ende Mai in den Aufsichtsrat zurückkehren.

Bruke Seyoum Alemu, COO (CEO ab 1. Juni 2014)

Herr Alemu ist über 19 Jahren im aap Konzern beschäftigt und seit 1999 Vorstandsmitglied. Seit Dezember 2009 ist der studierte Atomwissenschaftler als Vorstandsmitglied in der Position des COO tätig. Er verantwortet die Bereiche Forschung und Entwicklung, Produktion sowie Vertrieb und Marketing. Herr Alemu wird zum 1. Juni 2014 Herrn Biense Visser als CEO ablösen und in seiner neuen Position die Produktenwicklung, die Supply Chain, Vertrieb und Marketing sowie die Geschäftsentwicklung verantworten.

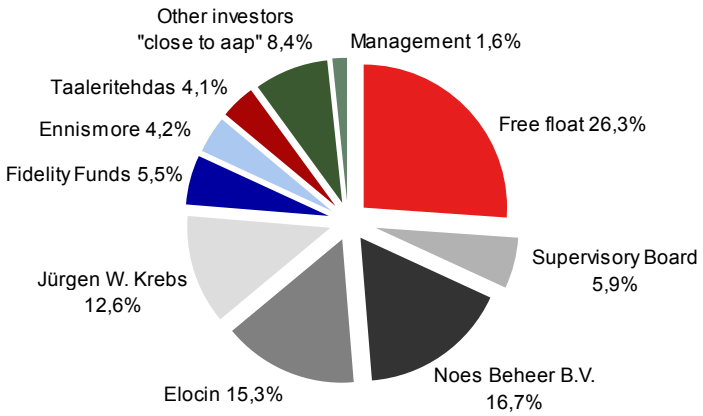
Marek Hahn, CFO

Herr Hahn war von 2007 bis 2010 bei der aap als Leiter der Finanzabteilung tätig, bevor er in 2010 in den Vorstand berufen wurde. Seitdem verantwortet Herr Hahn die Bereiche Finanzen, Personal, IT und Administration. Mit dem Ausscheiden von Herrn Visser zum 31. Mai wird Herr Hahn die Bereiche Investor & Public Relations und Legal Affairs zusätzlich verantworten.

Aktionärsstruktur

Die aap wurde 1990 durch eine MBO gegründet und ist seit 1999 an der Börse notiert. Seit 2003 ist das Berliner Unternehmen im Prime Standard gelistet. Insgesamt wurden 30,67 Millionen Aktien ausgegeben. Der Free Float beträgt ca. 26,3%. Die restlichen 66,2% der ausstehenden Aktien werden von Finanzinvestoren gehalten. Das Management hält 1,6% der Anteile. Der Aufsichtsrat ist mit ca. 5,9% (5,3% hält Herr Rubino Di Girolama via Deep Blue Holding) beteiligt.

Aktionärsstruktur



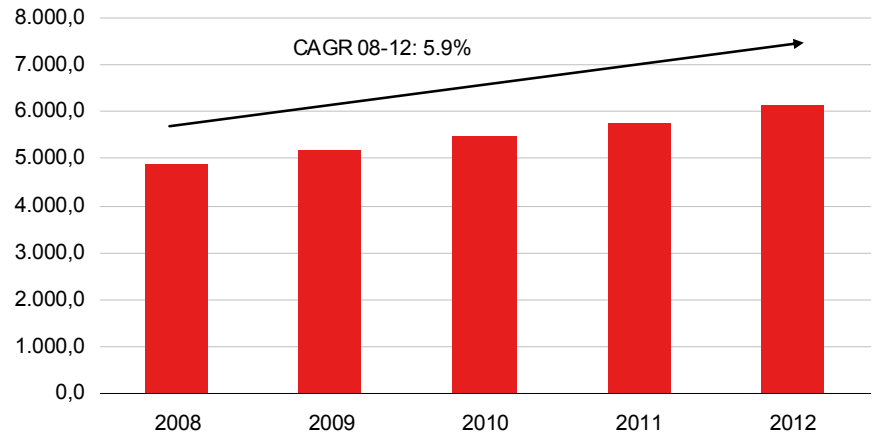
Quelle: Warburg Research, aap

Markt & Wettbewerb

Marktabgrenzung

Der Hauptbereich von metallenen, medizintechnischen Implantaten entfällt auf den Bereich der Endoprothesen, also Implantate die im Körper verbleiben und vorwiegend als Ersatz für Gelenke, wie Hüfte, Knie und Schulter benötigt werden. Die aap adressiert mit der Osteosynthese (Frakturheilung) einen Teilmarkt auf dem Gesamtmarkt der Orthopädieimplantate im Volumen von USD 3,0 Mrd. Der Gesamtmarkt Orthopädie wird mit rund USD 6,1 Mrd. beziffert. Die aap steht mit diversen Anbietern auf diesem Nischenmarkt im Wettbewerb.

Globaler Markt für Frakturheilung (in USD Millionen)



Quelle: Warburg Research, ORTHOWORLD 2013

Wichtigste Unterscheidung der Implantatmärkte ist die Planbarkeit und Vorbereitung des operativen Einsatzes sowie die Anforderungen an die Implantate. Die Traumaimplantate werden in der Regel spontan in der Behandlung von Knochenbrüchen benötigt, die aus Unfällen im Straßenverkehr, im Haushalt, bei Freizeitaktivitäten oder am Arbeitsplatz entstehen. Daher ist in Krankenhäusern ein Mindestbestand an Implantaten für unterschiedliche Körpergrößen und Anwendungsbereiche (z.B. Ellebogen, Oberschenkelknochen) erforderlich, um zeitnah eine Operation durchzuführen. Dieser erforderliche Lagerbestand im jeweiligen Krankenhaus wird in Deutschland (kleinster Trauma-Markt für aap – deutscher LOQTEQ Umsatzanteil c. 7,1%) vom jeweiligen Hersteller zur Verfügung gestellt und entsprechend finanziert. Hersteller tragen demnach die Kosten des Working Capitals für die Kunden. Dies ist eine Folge der zunehmenden Einkaufsmacht, die durch die Konzentration der Nachfrage in Einkaufsverbänden verstärkt wird. Dieser Faktor spielt für die aap aufgrund des geringen Umsatzanteils in Deutschland eine untergeordnete Rolle.

Makrotrends intakt…

Die aap profitiert von den generellen Wachstumstrends der medizintechnischen Branche, die als ein weltweiter Wachstumsmarkt wahrgenommen wird. Die übergeordneten Treiber sind:

- Der technische Fortschritt.
- Die demografische Entwicklung.
- Die Erweiterung des Gesundheitsbegriffs.
- Die höhere Zahlungsbereitschaft der Patienten.

Dem steht jedoch die staatlich verordnete Sparpolitik bei Leistungsträgern gegenüber.

…aber der Kostendruck steigt

Eine stetige und anhaltende Umsetzung von Einsparungsmaßnahmen im

Gesundheitswesen haben in der Vergangenheit den Kostendruck auf Kliniken, Krankenhäuser und Hersteller erhöht. Entsprechende Regelungen der Bundesregierung haben diesen Kostendruck unterstützt. Zudem organisieren sich Kliniken und Krankenhäuser in Einkaufsverbänden, die eine strikte Rabatt- und Bonusforderung umsetzten. Dies steigert den Kostendruck auf Hersteller weiter. Die aap begegnet diesem Kostendruck durch klinisch vorteilhafte Produkte, die kürzere und risikoärmere Operationen ermöglichen und dadurch die Gesamtkosten (z.B. Personalkosten während der Operation) einer Implantation verringern.

Wettbewerber

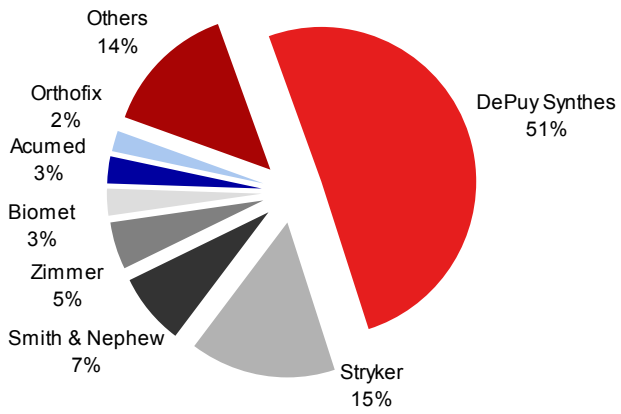
DePuy Synthes mit ca. 50% Marktanteil…

Mit einem Marktanteil von ca. 50% führt der Anbieter DePuy Synthes (fusionierte 2012 mit Johnson & Johnson) den Markt an. Darüber hinaus gibt es weitere Anbieter, die zum Teil spezielle Nischen wie Traumaimplantate für Hand- und Fußknochen oder die Wirbelsäule abdecken.

DePuy Synthes konnte die führende Marktposition durch die enge Zusammenarbeit mit der Arbeitsgemeinschaft Osteosynthese (Association for the Study of Internal Fixation – AO Foundation) erlangen. Diese Arbeitsgemeinschaft wurde in 1958 von Chirurgen in der Schweiz gegründet und dient noch heute der Verbesserung und Entwicklung von operativen Verfahren zur Behandlung von Knochenbrüchen. Die Arbeitsgemeinschaft hat die Marke „Synthes“ 1960 gegründet und stetig Produktinnovationen entwickelt, die von industriellen Partnern (Straumann und Mathys) der Arbeitsgemeinschaft unter der Marke Synthes vertrieben wurden.

Seit 1984 konzentriert sich die nun umfirmierte Arbeitsgemeinschaft Osteosynthese Stiftung (AO Stiftung) auf die Grundlagenforschung, Entwicklung, Schulung und klinische Dokumentation. Seit ihrer Gründung, wurden durch die Arbeitsgemeinschaft neue Standards (z.B. die Klassifizierung von Knochenbrüchen) gesetzt, Produkte und Verfahren entwickelt sowie ein globales Netzwerk von Ärzten und Chirurgen aufgebaut. Durch die kontinuierlichen Schulungen an Produkten von Synthes, wird die Bekanntheit und Affinität der Marke unter den Operateuren gesteigert, woraus die heutige Marktstellung des Unternehmens DePuy Synthes resultiert.

Globale Marktanteile – 7 Player dominieren 88% des Marktes



Quelle: Warburg Research, ORTHOWORLD 2013

Neben DePuy Synthes sind Global Player wie Zimmer, Stryker, Smith & Nephew aber auch fokussierte Nischenanbieter wie Königsee Implantate oder die aap aktiv.

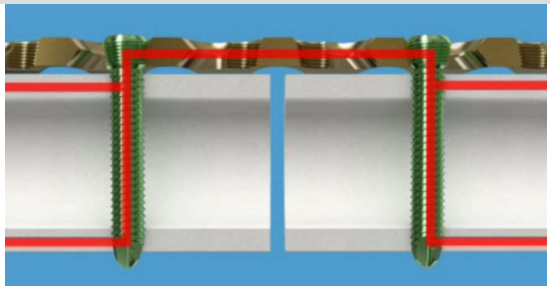
Wettbewerbsqualitäten

…aber die aap bietet Vorteile gegenüber DePuy Synthes

Die bedeutendste Errungenschaft der aap ist die erfolgreiche Weiterentwicklung und Patentierung der Produktserie LOQTEQ. Die Produktserie basiert auf dem LCP-Produkt des Marktführers DePuy Synthes. LCP ist die Locking Compression Plate zur

verriegelbaren Kompression, die seit rund 10 Jahren von Synthes vertrieben wird. Synthes wurde in 2011 von Johnson & Johnson für USD 21,3 Mrd. akquiriert. Der Umsatz von DePuy Synthes ist nicht bekannt. Der Marktanteil wird aber auf ca. 50% geschätzt.

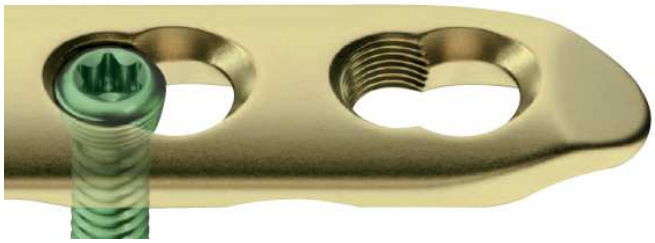
Wirkungsweise eines Traumaimplantats



Quelle: Warburg Research, DePuy Synthes

Das LCP-Produkt verbindet die Standardplattentechnik von winkelstabilen Schrauben mit der Möglichkeit eine Frakturkompression, bei der die Bruchstelle des Knochens gerichtet und zusammengeführt wird. Das Implantat trägt anhand der Schrauben die Belastung über die Bruchstelle hinweg, die somit in Ruhe genesen kann.

Marktführer Synthes: 2 Bohrlöcher für 2 unterschiedliche Schrauben

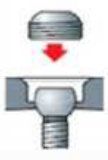


Quelle: Warburg Research, DePuy Synthes

LOQTEQ als deutlich Weiterentwicklung

Großer Nachteil des Synthes-Produkts ist, dass der Operateur 2 unterschiedliche Schrauben in 2 unterschiedlichen Bohrlöchern verwenden muss. Das linke Loch fixiert das Implantat und den Knochen winkelstabil, während das rechte Loch in der Grafik zur Kompression der Bruchstelle (max. 1,5mm) verwendet wird. Der Kompressionsgrad wird über die Senkung des Bohrlochs definiert und ist daher nicht variabel. Zudem ist die Fixierung durch das fehlende Gewinde im rechten Bohrloch nicht winkelstabil. Es kann zu einer losen Verbindung kommen, die eine Belastung der Bruchstelle nicht mehr abfängt. Auch wenn die LCP-Technik eine maßgebende Entwicklung war, wurde seit der Einführung des Produktes keine weitere Verbesserung der negativen Eigenschaften erzielt. All die genannten Nachteile werden durch die innovative Weiterentwicklung von LOQTEQ behoben.

Bohrlöcher und Verschlusstechniken im Vergleich

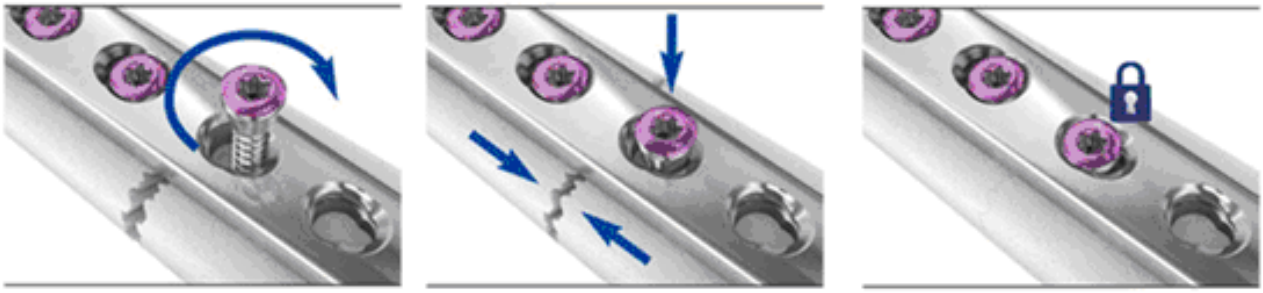
Synthes	Stryker	Zimmer	S&N	Königsee	aap
LCP	AxSOS	NCB	Peri-LOC		LOQTEQ®
					

Quelle: Warburg Research, aap

LOQTEQ ist eine klinische Verbesserung

Neben Synthes bieten weitere Hersteller (vgl. Stryker oder Zimmer) Lösungen an, die jedoch neben der eigentlichen Schraube weitere Komponenten (Hauben oder Klemmen) beinhalten, die zu implementieren sind. Dies erhöht den Aufwand der Operation teilweise erheblich. Andere Anbieter bieten wiederum keine Kompressionsfunktion an. Im Falle eines Knochenbruchs ist hier ein erster Eingriff notwendig, der dem Richten des Knochens dient. Keines der Systeme konnte für den Marktführer Synthes ein ernstzunehmendes Konkurrenzprodukt darstellen. LOQTEQ hingegen verbinden eine Vielzahl klinischer Vorteile, die eine breite Marktdurchdringung möglich machen sollten.

aap's LOQTEQ: 1 Bohrloch für 1 Schraube und variable Kompression von 0 mm bis zu 2,0mm



Hinweis: Das Bild zeigt einen Knochenbruch der in 3 Schritten mit einem Lochimplantat erst fixiert, zusammengeführt und dann verriegelt wird.

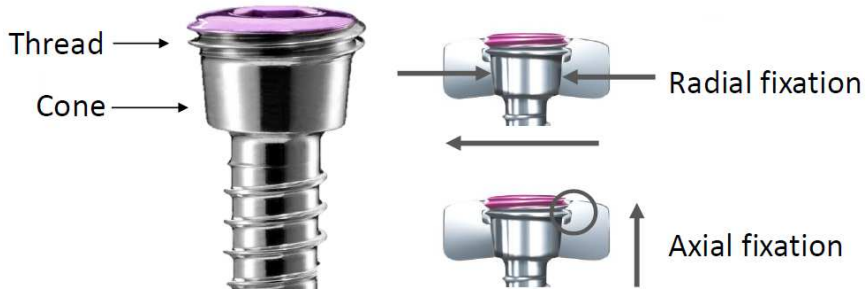
Quelle: Warburg Research, aap

USP: Innovative Schrauben und Bohrlochform

aap erzielt die vorteiligen Eigenschaften, indem das Unternehmen die Kompression nicht ausschließlich über die Platte und die entsprechende Senkung um das Bohrloch erzielt, sondern auch einen konisch geformten Schraubenkopf verwendet, der zur Kompression beiträgt. Durch die konische Form und eine geringere Gewindefläche am Schraubenkopf wird eine kleinere Kontaktfläche zwischen Schraube und Platte erreicht. Hierin wird der Grund für das Ausbleiben der kalten Verschweißung gesehen.

Funktionaler Schraubenkopf als USP

Kopfform macht den Unterschied



Quelle: Warburg Research, aap

- LOQTEQ arbeitet mit nur einer Schraube in einem Bohrloch. Dies verkürzt Operationszeiten und spart dadurch Kosten in Kliniken und Krankenhäusern.
- Die Kompression der Bruchstelle kann variabel gesteuert werden (0-2mm stufenlos).
- Der Operateur kann flexibel Entscheiden, welche Funktion des Lochs verwenden werden soll.
- aap hat das Kernprodukt LOQTEQ auf der Basis des Marktführers Synthes aufgebaut. Dadurch ist der Umgang mit dem Produkt bei der Mehrheit der Anwender bekannt. Langwierige und intensive Anlernphasen entfallen.
- Alle Weiterentwicklungen wurden durch die aap international mit Patenten geschützt.
- aap verfügt über internationale Vertriebskooperationen in allen medizintechnisch bedeutenden Märkten.
- aap produziert ausschließlich in Deutschland und erfüllt die qualitativen Anforderungen der Anwender und Zulassungsstellen – Standorte sind zertifiziert nach europäischer

Richtlinie für Medizinprodukte sowie den Quality System Regulations der FDA.

- Label „Made in Germany“ hat nach wie vor einen hohen Stellenwert für Anwender – besonders in den Schwellenländern Brasilien, Indien, Russland und China
- Die aap ist auf dem Weg zum One-Stop-Shop: 80% der Anwendungen werden bereits von der aap abgedeckt. Im Laufe des Geschäftsjahres werden weitere Plattensysteme zugelassen, sodass die 90%-Schwelle zur Anerkennung als vollwertiger Lieferant überschritten wird.
- Vor dem Hintergrund der Marktdurchdringung werden die Implantatsysteme derzeit 10-15% günstiger als die Produkte des Marktführers vertrieben.
- Durch den Verkauf der EMCM Tochter verfügt das Unternehmen über ausreichende finanzielle Mittel, um das Wachstum zu finanzieren.

Zusammenfassend birgt die aap mit LOQTEQ das Potenzial und die Wettbewerbsstärke, auf einem langfristigen Horizont die etablierte Technologie von Synthes abzulösen. Auf der anderen Seite zeigt das Beispiel aap auch, dass die Unternehmen in einem ausgeprägten Wettbewerb konkurrieren und daher kontinuierliche Investitionen in Forschung und Entwicklung notwendig sind. Die aap hat mit der selbst entwickelten Silberbeschichtung und den resorbierenden Magnesiumimplantaten eine vielversprechende Innovationspipeline, um diesen Anforderungen gerecht zu werden.

Wachstumstreiber

Weltweit über 50 Millionen Knochenfrakturen pro Jahr

Mehr Unfälle erwartet

Die Grundlage für den Bedarf von Osteosyntheseimplantaten sind vorwiegend Unfälle, die sich im Beruf, im Haushalt, im Verkehr oder durch Verletzungen bei Sport- und Freizeitaktivitäten ergeben. Darüber hinaus können verschneite und eisige Winter durch die erhöhte Unfallgefahr eine saisonale Nachfrage nach Implantaten auslösen. Dem gegenüber stehen zunehmender Kostendruck seitens der Abnehmer sowie die kontinuierliche Reduzierung von Erstattungen und Zuzahlungen seitens der Krankenversicherungen und des Staates.

Die Globalisierung und Industrialisierung sind weitere Treiber der Nachfrage, da mit zunehmendem technischem Fortschritt immer mehr Menschen länger und öfter am Verkehr (Berufspendler, Wanderarbeit) teilnehmen, aber auch durch den Wechsel der beruflichen Tätigkeiten (Verstädterung) in risikoreicheren Umgebungen (z.B. Hoch- und Tiefbau) arbeiten. Die aap partizipiert zudem an dem erwarteten Wachstum über die angestrebte Internationalisierung in den BRICS- und SMIT-Staaten.

Weiterhin starkes Wachstum erwartet -

Das Hamburger Weltwirtschaftsinstitut (HWWI) erwartet für die medizintechnische Branche in den Schwellenländer Wachstumsraten von jährlich 9-16% bis 2020. In den Industrieländern wird ein Wachstum von jährlich 3-4% erwartet. Im Durchschnitt liegen die Wachstumsraten des globalen Medizintechnikmarktes, insbesondere des Marktes für Traumaprodukte, bei einer Steigerungsrate von 6-7% p.a. Der Gesamtmarkt für orthopädische Implantate beläuft sich auf eine Größe von USD 6,1 Mrd. Der Nischenmarkt Trauma macht hiervon USD 3,0 Mrd. aus. (siehe Kapitel Markt und Wettbewerb) Jährlich werden weltweit über 50 Millionen Knochenfrakturen registriert.

Durch das klare Bestreben der aap stärker in den Schwellenländern zu wachsen, wird auch langfristig von zweistelligen Umsatzwachstumsraten ausgegangen, was deutlich über dem gesamten Marktwachstum liegt.

Das innovative Produkt steht erst vor der Erteilung der Zulassungsverfahren in zahlreichen Ländern wie Brasilien und Mexiko. Da eine Zulassung in den USA und Deutschland (FDA und CE sind weltweit die umfänglichsten Zertifizierungsverfahren) bereits erlangt wurde, ist es lediglich eine Frage der Zeit, bis neue Märkte nach der regionalen regulatorischen Zulassung erschlossen werden können.

Mit erfolgreicher regionaler Zulassung der LOQTEQ-Technologie sollte es dem Unternehmen möglich sein, weitere Vertriebskooperationen für die jeweiligen Märkte zu schließen. Für 2014 ist die Markteinführung in weiteren Märkten angestrebt LOQTEQ wurden und wird bereits bei neuen Vertriebspartnern in den folgenden Ländern vorgestellt:

- Europa: UK, Niederland, Dänemark, Schweden und Griechenland
- Afrika: Nigeria, Angola, Südafrika
- Südamerika: Argentinien

Das Unternehmen ist auf gutem Weg, das selbst gesetzte Ziel von einer Vertriebskooperation in allen 9 Staaten der BRICS und SMIT zu erreichen. In 2013 wurden China, Russland und Saudi Arabien erstmalig beliefert. Zudem bestanden zum Jahresende 2013 Vertriebsvereinbarungen in 5 der 9 Zielmärkte. In Brasilien und Mexiko wurden Vertriebspartner bereits benannt, jedoch wird noch auf die Zulassung der Produkte gewartet. Die Zertifizierung und Zulassung wird im Jahresverlauf 2014 erwartet.

Bereits in der Vergangenheit konnte ein ansehnliches Netzwerk internationaler und bekannter Distributoren etabliert werden. Dieser Track Record sollte sich in der Zukunft fortsetzen. Die folgende Übersicht ist eine Auswahl der kooperierenden medizintechnischen Vertriebsunternehmen im Bereich Biomaterialien.

Ausgewählte Vertriebspartner der aap im Bereich Biomaterials

Quelle: Warburg Research, aap

Die langjährigen Vertragsbeziehungen aus dem Bereich Biomaterialien bieten die Chance auf schnelleres Wachstum im Bereich Trauma. Die oben genannten Unternehmen werden alle mit Biomaterialien beliefert, aber auch zu Teilen bereits mit Traumaprodukten versorgt. Demnach unterhält die aap bereits Geschäftsbeziehungen zu starken globalen Vertriebsgesellschaften.

Internationalisierung

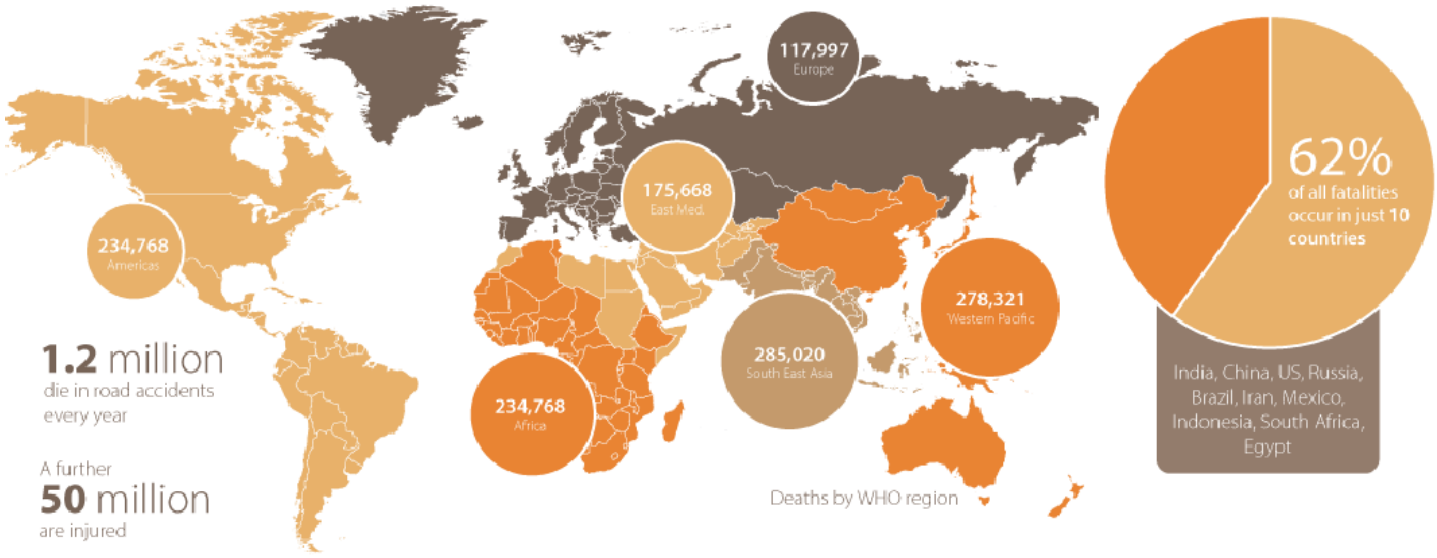
Die globalgültigen Wachstumstrends der medizintechnischen Branche gelten auch für die aap. Neben dem demografischen Wandel und dem Trend zur eigenfinanzierten Medikation, ist besonders der wachsende Zugang der Bevölkerung zur medizinischen Versorgung für das Unternehmen entscheidend. Die aap ist durch ihre frühe Internationalisierung bereits in den BRICS Staaten vertreten und treibt nun auch die Erschließung der SMIT voran.

Diese Staaten sind von Bedeutung, da durch das teilweise rasante Wirtschaftswachstum die Anzahl der städtischen Bevölkerung ebenso wie die Anzahl der Beschäftigten in industriellen Betrieben steigt. Sowohl die Industrialisierung als auch die Verstädterung führt zwangsläufig zu einer höheren Unfallrate im Straßenverkehr sowie zu mehr Arbeitsunfällen. Beides fördert die Nachfrage nach Implantaten zur Knochenregeneration.

Verkehrsunfälle treiben Nachfrage in den USA, BRIC und SMIT

Für die Ermittlung der Sicherheit im Straßenverkehr wird regelmäßig die Anzahl der Verkehrstoten als Indikator verwendet. Wie die folgende Grafik der WHO zeigt, werden jährlich mehr als 50 Millionen Menschen im Straßenverkehr verletzt. Dabei entfallen 62% der Verkehrstoten auf 10 Ländern: Indien, China, Russland, Brasilien, Iran, Mexiko, Indonesien, Südafrika, Ägypten und die USA. 6 der 10 Länder (China, Russland, Brasilien, Iran, Mexiko, Ägypten) sind bereits von aap erschlossen oder der Markteintritt seht kurz bevor. Insgesamt findet ein Drittel aller Trauma-Operationen in den USA statt. Der Rest verteilt sich global.

Jährlich 50 Mio. Verletzte bei Verkehrsunfällen – 62% der Verkehrstoten in den USA, BRICS- und SMIT-Staaten



Quelle: Warburg Research, WHO 2011

USA, BRICS und SMIT mit den meisten Unfällen

Die WHO geht davon aus, dass aufgrund der Zunahme des Individualverkehrs, Verkehrsunfälle bis 2030 zu den fünf häufigsten Todesursachen (vor ADIS, Lungenkrebs oder Diabetes) zählen. Dies veranschaulicht die Folgen von Verkehrsunfällen, die ebenso einen steigenden Bedarf an Knochenimplantaten herbeiführen sollten. Viele Länder unternehmen nur geringfügige oder gar keine Maßnahmen, um die häufigsten Ursachen für Unfälle oder die Folgen aus Verkehrsunfällen einzudämmen:

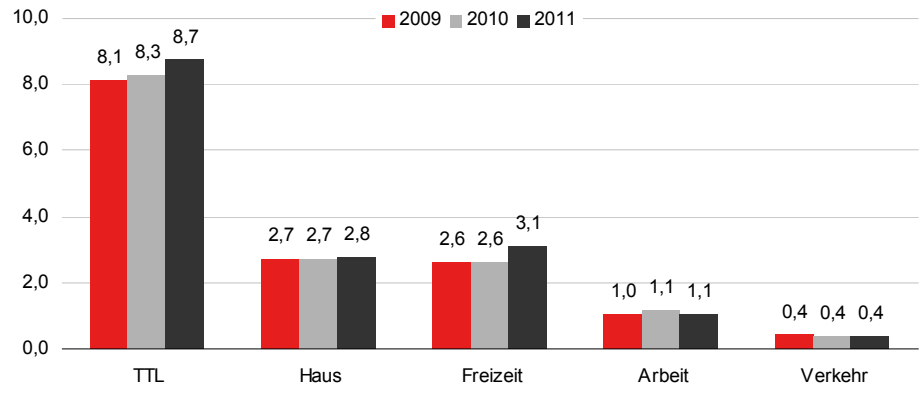
- Lediglich in 29% der Länder gibt es Kriterien zur Geschwindigkeitsbegrenzung in bewohnten Gebieten.
- In nur 57% der Länder herrscht eine Anschnallpflicht für alle Insassen.
- 60% der Länder gestatten das Fahren von Zweirädern ohne Schutzhelm.
- Über 90% der Länder haben Gesetze gegen Alkohol am Steuer. In nur 50% der Länder liegt die von der WHO empfohlene Alkoholgrenze von oder unter 0,5 ‰ vor.

In den kommenden Jahren wird mit keiner Veränderung der Situation gerechnet.

Industrieländer: Getrieben von Heimwerken und Freizeit

Während in den Schwellenländern der Verkehr oder Arbeitsplatz die Unfallursache Nummer 1 ist, hat der gewonnene Wohlstand in den Industriestaaten zu einer höheren Verletzungsgefahr beim Heimwerken oder durch risikoreiche Freizeitaktivitäten (z. B. Extremsportarten) geführt.

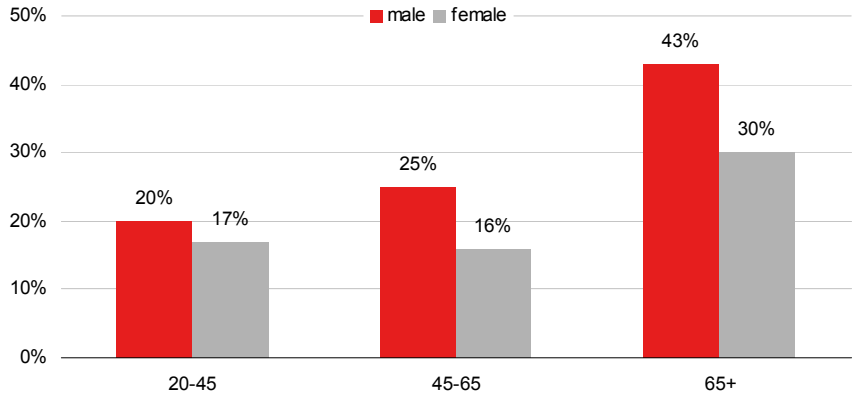
Unfallanzahl nach Unfallort in Deutschland von 2009-2011 (in Mio.)



Quelle: Warburg Research, Statista

Darüber hinaus birgt der Demografische Wandel ein zusätzliches Absatzpotenzial von Traumaprodukten. Höhere Lebenserwartungen gepaart mit höherem Wohlstand und einem besseren Gesundheitszustand führen zu mehr Unfällen. Ältere Menschen unterliegen einem höheren Sturzrisiko, unterschätzen jedoch die technische Entwicklung. Beispielsweise seien die zunehmenden Unfälle mit E-Bikes erwähnt, die bei der aap bereits zu einer positiven Umsatzentwicklung geführt haben.

Anteil der Personen mit einem Sturz in den letzten 2 Jahren



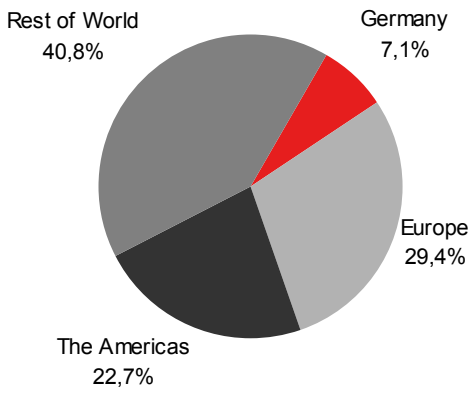
Quelle: Warburg Research, BKK Bundesverband; Statista

Ein weiterer wesentlicher Effekt des Demografischen Wandels, ist die überproportional steigende Anzahl von Osteoporoseerkrankungen. Allein in Europa wird ein Knochenbruch durch Osteoporose alle 30 Sekunden registriert. Weltweit sind über 200 Millionen Menschen von der Krankheit betroffen. In Europa, Japan und den USA wird die Anzahl der Erkrankungen auf 75 Millionen geschätzt.

International höhere Preispunkte für Medizinprodukte

Neben den generellen Wachstumstrends außerhalb Europas sind die Überseemärkte für die aap aufgrund höherer Preispunkte von großer Bedeutung. So werden in den USA, dem weltweit größten Markt für Traumaimplantationen (ein Drittel aller Operationen weltweit werden hier durchgeführt) 2-3x höhere Umsätze pro Traumaimplantat erzielt. In Japan werden sogar 3-4x höhere Preise gesetzt. In den Emerging Markets können Preise bis zum zweifachen des europäischen Marktes erzielt werden. Auch wenn die höheren Preise zu Teilen mit Vertriebsagenten geteilt werden, kann die aap im Vergleich zum Heimatmarkt höhere Margen erzielen. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch der Umsatzsplit der LOQTEQ-Implantate nach Regionen.

LOQTEQ Umsatz nach Regionen



Quelle: Warburg Research, aap

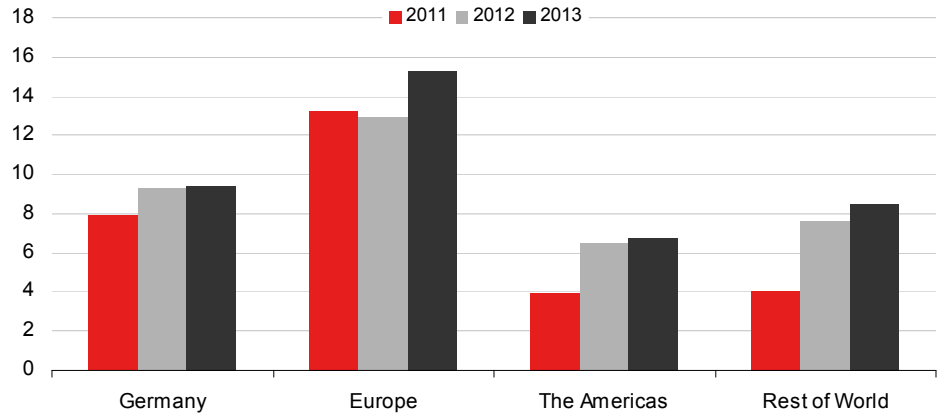
In Deutschland sind die Krankenhäuser durch Einkaufsverbände organisiert, die einen erheblichen Druck auf die Produzenten ausüben. Zudem werden One-Stop-Shops bevorzugt, zu denen die aap derzeit noch nicht zählt. Ab einer Produktabdeckung von

90% der Anwendungsbereiche, klassifizieren Einkaufsverbände die Anbieter als „vollwertig“ und nehmen Verhandlungen auf. Dieses Ziel sollte die aap im laufenden Geschäftsjahr mit LOQTEQ erreichen. Die Folge sollte eine deutliche Umsatzsteigerung auf dem Heimatmarkt Deutschland sein, wo bislang nur ein geringer Umsatzanteil mit LOQTEQ erzielt wird.

Ausblick 2020

Das Erschließen internationaler Märkte erklärt das starke Umsatzwachstum (CAGR 10-13: +12,0%) des Unternehmens in den letzten Jahren. In Nordamerika (80% Umsatzanteil der Region Americas) hat sich wie in Asien der Umsatz von 2011 auf 2012 durch Produktzulassungen nahezu verdoppelt. In 2013 verlangsamte sich das Wachstum in diesen Märkten, jedoch wurde für die gesamte Gruppe erneut ein Umsatzwachstum von 9,8% ausgewiesen. Das Wachstum wurde in 2013 im Wesentlichen durch den Umsatz in Europa getrieben.

Starkes Wachstum durch Nordamerika und Asien (Umsatz in EUR Mio.)



Quelle: Warburg Research, aap

Durch die ausgeglichene, internationale Präsenz erzielte das Unternehmen in der jüngsten Vergangenheit jährlich deutliche Wachstumsraten (CAGR 10-13: +12%), wodurch die aap stärker als der Orthopädiemarkt (ca. 6% p.a.) gewachsen ist. Durch die Potenziale des jungen Produktes LOQTEQ wird weiterhin von einem Wachstum auf vergleichbarem Niveau ausgegangen. Bis 2020 wird für die gesamte aap ein CAGR von 13,7% unterstellt, während darüber hinaus ein Wachstum von 8% p.a. (über Marktniveau) angenommen wird. Bis 2020 wird ein Umsatz von über EUR 40,0 Mio. allein durch LOQTEQ erwartet. Für die gesamte Gruppe sind Umsätze von EUR 60-70 Mio. möglich.

Gesund und liquide

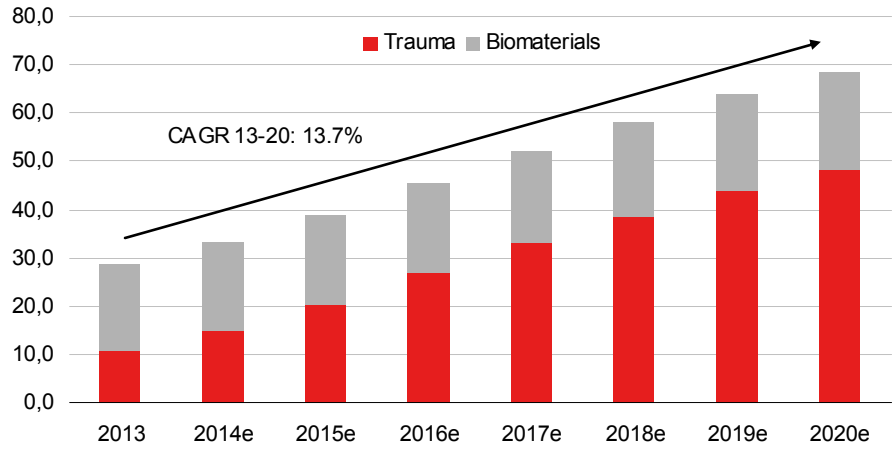
Finanzen

Strategie greift – Margenverbesserung erwartet

Die Fokussierungsstrategie auf den Bereich Trauma hat in den vergangenen Jahren zu einer wenig vergleichbaren Gewinn- und Verlustrechung geführt. Umsätze und operativen Margen sind durch die Veräußerung der Nicht-Kernbereiche sowie der teilweise starken Entwicklung der verbliebenen Geschäftsbereiche einem Mixeffekt unterlegen, der eine klare Bewertung der Historie erschwert. Mit zusätzlichen Verkaufsaktivitäten der aap wurde und wird die Transparenz weiter erhöht. Die Annahmen basieren nun auf den beiden Bereichen Biomaterialien wo ein leichtes Wachstum ungefähr auf Höhe der Inflationsrate erwartet wird, sowie Trauma, der als LOQTEQ und sonstiges Trauma differenziert betrachtet wird. Für LOQTEQ wird ein CAGR 14-20 von 26,5% erwartet, was einem Umsatz von ca. EUR 40,0 Mio. in 2020 entspricht. Das sonstige Traumageschäft wird mit einem CAGR von 5,7% im gleichen Zeitraum erwartet, was dem erwarteten Marktwachstum entspricht. Für den Gesamtumsatz wird ein CAGR 13-20 von 13.7% angenommen.

Zum Jahresbeginn 2014 wurde die niederländische Tochtergesellschaft EMCM (Umsatz EUR 12,5 Mio.) veräußert. Im fortgeführten Geschäftsbereich (EUR 28,6 Mio. in 2013) wird für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatz von rund EUR 34,6 Mio. gerechnet. Das EBITDA wird aufgrund des EMCM-Verkaufs mit EUR 5,3 Mio. ebenfalls mit einem leichten Rückgang erwartet. Das EBIT wurde nach Einmaleffekten und außerordentlichen Abschreibungen durch den Verkauf der EMCM in 2013 belastet. Für 2014 wird mit einer deutlich positiven Entwicklung des EBIT gerechnet.

Starkes Wachstum im Bereich Trauma erwartet (ohne EMCM)



Quelle: Warburg Research, aap

Entscheidend für den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres 2014 ist der erzielte Umsatz im Bereich Trauma, der mit ca. EUR 15,0 Mio. erwartet wird. LOQTEQ sollte mit einem Umsatz von ca. EUR 10,0 Mio. WRe den größeren Anteil ausmachen. Damit sollte der Bereich Trauma in 2014 eine schwarze Null auf Ebene des EBITDA erzielen, wodurch die EBITDA-Marge spürbar verbessert werden würde.

Geringere aktivierte Eigenleistungen

Aktivierte Eigenleistungen stark verringert

Die aap investiert durchschnittlich 10% des Umsatzes in F+E, was leicht über dem Brachenschnitt von 9% liegt. Die Folge hieraus war eine umfängliche Aktivposition an aktivierten Eigenleistungen. Diese wurden zu erheblichen Teilen mit der EMCM veräußert oder korrigiert. Damit sank diese Position im Jahresvergleich um EUR 24,9 Mio. auf EUR 14,5 Mio. zum Jahresende 2013. Hieraus ergibt sich ein deutlich geringeres Risiko für außerordentliche Abschreibungen, aber auch die planmäßigen Abschreibungen sollten zukünftig geringer ausfallen, wodurch die EBIT-Marge verbessert wird.

EUR 18,0 Mio. durch Verkauf der EMCM B.V.

Liquidität steigt nach Verkauf der EMCM B.V.

Im Rahmen der Fokussierungsstrategie hat das Unternehmen im zweiten Halbjahr 2013 angekündigt, sich von der niederländischen Tochtergesellschaft zu trennen. Das Auftragsgeschäft zur Herstellung von Knochenzement und –füllstoffen war hier angesiedelt. Die Veräußerung des Tochterunternehmens hat der aap zu einer soliden Liquiditätslage verholfen. Mit EUR 18,0 Mio. Verkaufserlös stehen ausreichend liquide Mittel in Höhe von EUR 17,1 Mio. (Q1 14) zur Verfügung, die das Unternehmen zur Finanzierung des organischen Wachstums verwenden kann. Darüber hinaus werden Akquisitionen im Bereich Trauma in Betracht gezogen. Alternativ könnte bei rechtlichen und finanziellen Voraussetzungen erstmalig eine Dividende ausgezahlt oder ein Aktienrückkaufprogramm aufgelegt werden.

Nettoverschuldung reduziert

Verschuldung weiter reduziert

Durch die positiven operativen Cashflows der Gesellschaft konnte die Verschuldung weiter reduziert werden. Im Geschäftsjahr 2013 sankt die Nettoverschuldung von EUR 4,4 Mio. auf EUR -14,6 Mio. (hierin ist der Verkaufserlös EUR 18,0 Mio. des aufgegebene Geschäftsbereich EMCM bereits berücksichtigt). Diese positive Entwicklung wurde zudem durch eine Rückzahlung von Fremdkapital erzielt, wodurch u.a. das Finanzergebnis verbessert wurde. Im Zuge der Investments in aktivierte Eigenleistungen sowie der Schuldentilgung sanken die liquiden Mittel um EUR 2,3 Mio. auf EUR 1,5 Mio. zum Bilanzstichtag. Durch zur Veräußerung gehaltene Wertpapiere und die bereits vereinnahmten Zahlungseingänge (drei Teilzahlungen a EUR 6,0 Mio.) nach der EMCM-Verkauf bis Ende April 2014 sitzt die aap nun auf einer komfortablen Cashposition von rund EUR 17,1 Mio. Q1 14: liquide Mittel EUR 11,1 Mio. + EUR 6,0 Mio. aus der letzten Kaufpreiszahlung EMCM; Zahlung im April bei aap eingegangen), die eine solide Grundlage für weiteres Wachstum bietet.

Eigenkapital gestärkt – fast unabhängig von Banken

Starke EK-Quote: 75%

Die aap verfügt mit dem Bereich Biomaterialien über eine wahre Cash Cow. Bei einem Umsatz von EUR 17,7 Mio. erzielt der Bereich eine EBITDA-Marge von rund 30% (WRe). Dieser Bereich sowie die im Q1 veräußerte Tochter EMCM haben der aap zu einer sehr gesunden Bilanz verholfen.

Zum Jahresende 2013 verfügte die aap über eine ansehnliche Eigenkapitalquote von ca. 74,4%. Neben der Stärkung des Eigenkapitals wurden die Finanzverbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten um EUR 1,8 Mio. auf EUR 4,7 Mio. abgebaut und ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 1,1 Mio. zurückgezahlt. Damit machen zinstragende Verbindlichkeiten einen Anteil von lediglich 9,8% der Bilanzsumme aus. Die Nettoverbindlichkeiten von EUR -14,6 Mio. wurden bereits im vorherigen Absatz dargestellt.

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	**2014e**	**2015e**	**2016e**	**2017e**	**2018e**	**2019e**	**2020e**	**2021e**	**2022e**	**2023e**	**2024e**	**2025e**	**2026e**	
Umsatz	34,6	40,3	47,1	53,9	59,7	65,3	70,0	74,8	79,6	84,4	89,6	94,8	100,0	
Umsatzwachstum	*-13,6 %*	*16,8 %*	*16,9 %*	*14,4 %*	*10,6 %*	*9,5 %*	*7,1 %*	*6,8 %*	*6,4 %*	*6,1 %*	*6,1 %*	*5,8 %*	*5,5 %*	*3,5 %*
EBIT	2,7	3,8	4,6	5,6	6,5	7,5	8,7	10,5	12,4	14,4	17,0	19,4	20,5	
EBIT-Marge	*7,9 %*	*9,4 %*	*9,8 %*	*10,4 %*	*10,9 %*	*11,5 %*	*12,5 %*	*14,1 %*	*15,6 %*	*17,1 %*	*19,0 %*	*20,5 %*	*20,5 %*	
Steuerquote (EBT)	*6,9 %*	*5,1 %*	*12,7 %*	*17,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	*25,0 %*	
NOPAT	2,5	3,6	4,0	4,6	4,9	5,6	6,5	7,9	9,3	10,8	12,8	14,6	15,4	
Abschreibungen	2,6	2,9	3,3	3,5	3,9	4,2	4,5	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	6,5	
Abschreibungsquote	*7,5 %*	*7,3 %*	*7,0 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-3,7	0,8	1,0	1,3	1,4	1,4	0,8	1,1	1,1	1,1	1,2	0,7	1,2	
- Investitionen	3,2	3,3	3,4	3,5	3,9	4,2	4,5	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2	6,5	
Investitionsquote	*9,3 %*	*8,2 %*	*7,2 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,6	2,4	2,9	3,4	3,5	4,3	5,8	6,8	8,2	9,7	11,6	13,8	14,2	16
Barwert FCF	5,6	2,2	2,4	2,5	2,4	2,6	3,2	3,5	3,8	4,1	4,4	4,8	4,5	75
Anteil der Barwerte	**8,51 %**			**29,67 %**										**61,83 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:	
Fremdkapitalquote	0,00 %
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %
Marktrendite	8,00 %
Risikofreie Rendite	2,50 %
WACC	**10,06 %**

Herleitung Beta:	
Finanzielle Stabilität	1,20
Liquidität (Aktie)	1,50
Zyklizität	1,40
Transparenz	1,40
Sonstiges	1,38
Beta	**1,38**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	46
Terminal Value	75
Zinstr. Verbindlichkeiten	5
Pensionsrückstellungen	0
Hybridkapital	0
Minderheiten	0
Marktwert v. Beteiligungen	0
Liquide Mittel	20
Eigenkapitalwert	**136**

Aktienzahl (Mio.)	30,7
Wert je Aktie (EUR)	**4,42**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	2,75 %	3,00 %	3,25 %	**3,50 %**	3,75 %	4,00 %	4,25 %
1,56	11,1 %	3,62	3,68	3,73	3,80	3,86	3,93	4,00
1,47	10,6 %	3,88	3,94	4,01	4,08	4,16	4,25	4,34
1,42	10,3 %	4,02	4,09	4,16	4,25	4,33	4,43	4,53
1,38	10,1 %	4,17	4,25	4,33	**4,42**	4,52	4,62	4,73
1,33	9,8 %	4,33	4,42	4,51	4,61	4,72	4,83	4,96
1,28	9,6 %	4,51	4,60	4,70	4,81	4,93	5,07	5,21
1,19	9,1 %	4,90	5,02	5,15	5,28	5,43	5,60	5,78

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	**+0,0 pp**	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,56	11,1 %	3,48	3,58	3,69	3,80	3,90	4,01	4,12
1,47	10,6 %	3,74	3,86	3,97	4,08	4,20	4,31	4,43
1,42	10,3 %	3,89	4,01	4,13	4,25	4,36	4,48	4,60
1,38	10,1 %	4,05	4,17	4,30	**4,42**	4,54	4,67	4,79
1,33	9,8 %	4,22	4,35	4,48	4,61	4,74	4,87	4,99
1,28	9,6 %	4,41	4,55	4,68	4,81	4,95	5,08	5,22
1,19	9,1 %	4,85	4,99	5,14	5,28	5,43	5,58	5,72

- In 2013 wurde der Umsatz zu einem Drittel im Bereich Trauma und zu zwei Dritteln im Bereich Biomaterials erzielt.
- Dieses Verhältnis dreht sich mittelfristig um. Ab 2020e wird Trauma mit knapp 70% Umsatzanteil antizipiert.
- Das EBIT war 2013 durch Einmaleffekte belastet. In 2014e wird der Break-Even im Bereich Trauma erwartet.
- EBIT-Marge der ewigen Rente wird mit 21% angenommen. Nach erfolgreicher Marktdurchdringung sind höhere Margen möglich.
- Beta wegen der guten finanziellen Lage und der zyklischen Widerstandsfähigkeit der Branche vergleichsweise niedrig.

Sum of the parts

M&A Transaktionen

Datum	Käufer	Zielunternehmen	EV/ (LTM) Umsatz	Transaktionsart
2014	Wright Medical	OrthoPro	5,50	M&A
2014	Wright Medical	Solana Surgical	5,50	M&A
2013	Wright Medical	Biotech International	5,33	M&A
2013	LDR Holding		2,97	IPO
2013	Wright Medical	WG Healtcare	n.a	M&A
2012	Globus Medical		2,60	IPO
2012	Tornier	OrthoHelix	5,78	M&A
2011	Tonier		3,38	IPO
2011	Stryker	Memometal	5,40	M&A
2010	China Kanghui		5,55	IPO
		Durchschnitt	**4,67**	

SotP Analyse der aap Implantate

	Umsatz 2014e	Umsatz 2015e	EV/ Umsatz 2014	EV/ Umsatz 2015	Trauma M&A Multiplikatoren	Wertansatz 14	Wertansatz 15	Wertansatz 14 M&A
Operatives Vermögen								
Trauma	15,00	20,4	4,02	3,53	4,67	60,3	72,1	70,0
Biomaterials	19,55	19,9	2,99	2,64	2,99	58,5	52,6	58,5
Sonstiges Vermögen								
Nettoverschuldung (nach Verkauf EMCM)						-14,7	-14,7	-14,7
Joint Venture aap Joints (at equity)						1,5	1,5	1,5
Fairer Wert						**135,0**	**140,9**	**144,6**
Anzahl Aktien						30,7	30,7	30,7
Fairer Wert pro Aktie						**4,40**	**4,59**	**4,72**

Quelle: Warburg Research, Bloomberg

Wertermittlung

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	0,8 x	0,6 x	0,6 x	0,9 x	1,9 x	1,7 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,28	0,34	0,37	1,11	1,19	1,35	1,53
EV / Umsatz	1,5 x	1,2 x	0,9 x	1,2 x	2,2 x	1,8 x	1,5 x
EV / EBITDA	12,8 x	8,7 x	4,8 x	6,6 x	14,6 x	11,0 x	8,8 x
EV / EBIT	61,3 x	30,8 x	10,7 x	n.a.	28,5 x	19,5 x	15,1 x
EV / EBIT adj.*	61,3 x	30,8 x	10,7 x	n.a.	28,5 x	19,5 x	15,1 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	9,6 x	n.a.	17,0 x	38,7 x	32,5 x
KGV	n.a.	96,9 x	12,5 x	n.a.	35,5 x	26,7 x	24,6 x
KGV ber.*	n.a.	96,9 x	12,5 x	n.a.	35,5 x	26,7 x	24,6 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	7,5 %	2,6 %	11,0 %	8,6 %	3,3 %	4,9 %	5,8 %

*Adjustiert um: -

GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	**28,4**	**29,2**	**36,4**	**40,0**	**34,6**	**40,3**	**47,1**
Veränd. Umsatz yoy	-14,1 %	2,7 %	24,7 %	9,8 %	-13,6 %	16,8 %	16,9 %
Bestandsveränderungen	0,8	0,8	0,2	-1,0	-0,3	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	3,3	3,0	2,7	2,0	2,1	2,0	2,4
Gesamterlöse	**32,6**	**33,0**	**39,3**	**41,0**	**36,3**	**42,4**	**49,5**
Materialaufwand	9,5	8,1	10,8	12,0	10,6	12,1	13,9
Rohertrag	**23,0**	**24,9**	**28,6**	**29,1**	**25,7**	**30,3**	**35,6**
Rohertragsmarge	*81,0 %*	*85,3 %*	*78,4 %*	*72,7 %*	*74,4 %*	*75,0 %*	*75,5 %*
Personalaufwendungen	12,1	11,9	13,5	14,6	13,4	15,7	18,4
Sonstige betriebliche Erträge	2,6	1,9	3,3	4,3	4,0	4,1	4,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,1	10,8	11,2	11,4	11,0	11,9	13,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**3,4**	**4,1**	**7,1**	**7,4**	**5,3**	**6,7**	**7,9**
Marge	*12,1 %*	*14,1 %*	*19,6 %*	*18,4 %*	*15,4 %*	*16,7 %*	*16,8 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0	1,1	1,1	2,2	0,9	0,9	0,9
EBITA	**2,4**	**3,1**	**6,0**	**5,2**	**4,5**	**5,8**	**7,0**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7	1,9	2,8	7,3	1,7	2,0	2,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**0,7**	**1,2**	**3,2**	**-2,1**	**2,7**	**3,8**	**4,6**
Marge	*2,5 %*	*4,0 %*	*8,8 %*	*-5,3 %*	*7,9 %*	*9,4 %*	*9,8 %*
EBIT adj.	**0,7**	**1,2**	**3,2**	**-2,1**	**2,7**	**3,8**	**4,6**
Zinserträge	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,6	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**0,2**	**0,6**	**2,7**	**-2,3**	**2,9**	**3,9**	**4,7**
Marge	*0,7 %*	*2,1 %*	*7,5 %*	*-5,7 %*	*8,3 %*	*9,6 %*	*10,0 %*
Steuern gesamt	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**0,1**	**0,4**	**2,4**	**-2,5**	**2,7**	**3,7**	**4,1**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**0,0**	**0,4**	**2,4**	**-2,5**	**2,7**	**3,7**	**4,1**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**0,0**	**0,4**	**2,4**	**-2,5**	**2,7**	**3,7**	**4,1**
Marge	*0,2 %*	*1,3 %*	*6,6 %*	*-6,1 %*	*7,8 %*	*9,2 %*	*8,7 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	27,8	29,6	30,7	30,7	30,7	30,7	30,7
EPS	**0,00**	**0,01**	**0,08**	**-0,08**	**0,09**	**0,12**	**0,13**
EPS adj.	0,00	0,01	0,08	-0,08	0,09	0,12	0,13

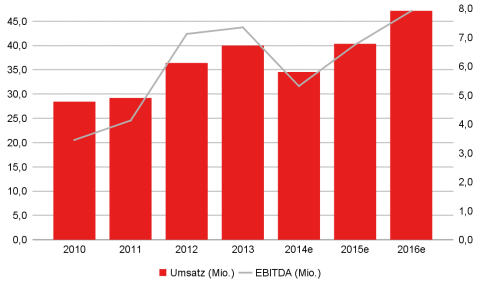
*Adjustiert um:

Guidance: Guidance 2014: Umsatz EUR 35.0 Mio. (+22% yoy) - EBITDA EUR 5.0-6.0 Mio.

Kennzahlen

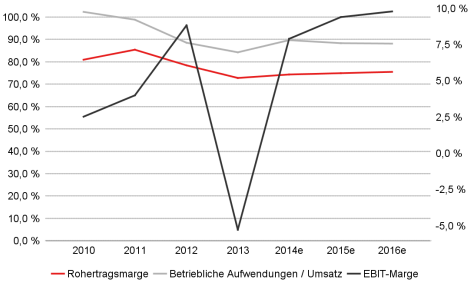
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	102,4 %	98,9 %	88,5 %	84,2 %	89,6 %	88,3 %	88,2 %
Operating Leverage	5,7 x	23,1 x	7,1 x	n.a.	n.a.	2,3 x	1,3 x
EBITDA / Interest expenses	6,1 x	6,8 x	13,7 x	40,6 x	35,5 x	33,7 x	39,6 x
Steuerquote (EBT)	72,6 %	36,1 %	11,5 %	-7,9 %	6,9 %	5,1 %	12,7 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	33,2 %	29,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	109.793	137.932	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



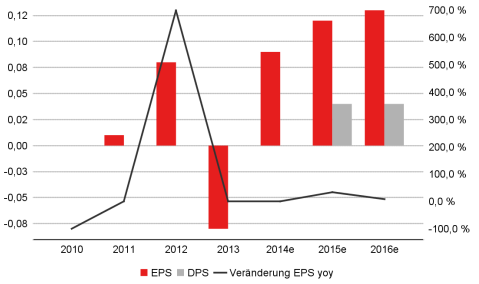
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

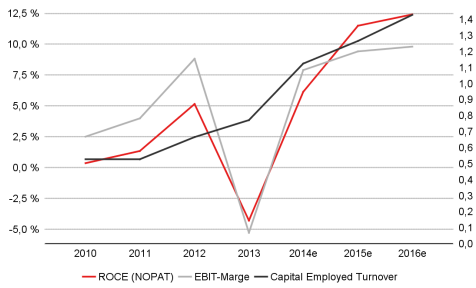
Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	37,0	38,2	39,4	14,5	14,8	14,8	14,4
davon übrige imm. VG	6,1	5,5	5,1	0,9	1,1	1,1	0,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,5	12,5	12,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Sachanlagen	5,2	5,1	5,1	5,9	6,2	6,6	7,1
Finanzanlagen	0,4	0,4	0,4	1,8	1,8	1,8	1,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**42,6**	**43,7**	**44,9**	**22,2**	**22,8**	**23,2**	**23,3**
Vorräte	12,7	14,0	13,9	9,4	7,7	8,1	8,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,2	5,5	4,2	7,0	4,7	5,5	6,5
Liquide Mittel	0,9	2,2	3,7	1,6	25,4	29,1	33,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,3	0,8	1,8	25,0	2,0	2,0	2,0
Umlaufvermögen	**21,1**	**22,5**	**23,7**	**43,0**	**39,8**	**44,8**	**50,5**
Bilanzsumme (Aktiva)	**63,6**	**66,2**	**68,6**	**65,2**	**62,6**	**67,9**	**73,8**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	27,9	30,7	30,7	30,7	30,7	30,7	30,7
Kapitalrücklage	40,0	40,4	18,6	18,8	18,8	18,8	18,8
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,2	0,8	3,5	8,4	13,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-23,4	-23,0	1,4	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Buchwert	44,7	48,4	50,9	48,5	51,2	56,1	61,5
Anteile Dritter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**44,9**	**48,4**	**50,9**	**48,5**	**51,2**	**56,1**	**61,5**
Rückstellungen gesamt	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	10,0	9,2	7,6	4,9	4,9	4,9	4,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,5	5,5	4,5	2,6	2,6	2,6	2,6
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,0	3,1	3,3	2,9	2,5	2,9	3,4
Sonstige Verbindlichkeiten	5,6	5,2	6,7	8,7	3,7	3,7	3,7
Verbindlichkeiten	**18,8**	**17,8**	**17,7**	**16,7**	**11,4**	**11,8**	**12,3**
Bilanzsumme (Passiva)	**63,6**	**66,2**	**68,6**	**65,2**	**62,6**	**67,9**	**73,8**

Kennzahlen

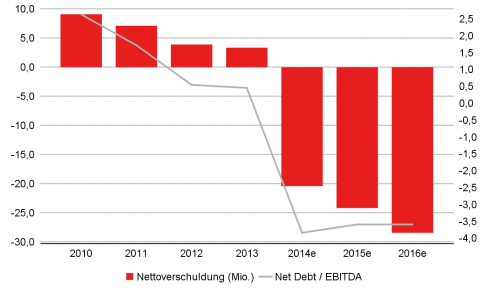
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,4 x	1,4 x	1,9 x	2,1 x	2,1 x	2,3 x	2,5 x
Capital Employed Turnover	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,8 x	1,1 x	1,3 x	1,4 x
ROA	0,1 %	0,9 %	5,4 %	-11,0 %	11,7 %	15,9 %	17,7 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	0,4 %	1,4 %	5,2 %	-4,3 %	6,1 %	11,5 %	12,4 %
ROE	0,1 %	0,8 %	4,9 %	-4,9 %	5,4 %	6,9 %	7,0 %
Adj. ROE	0,1 %	0,8 %	4,9 %	-4,9 %	5,4 %	6,9 %	7,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	9,1	7,1	3,9	3,3	-20,4	-24,2	-28,4
Nettofinanzverschuldung	9,1	7,1	3,9	3,3	-20,5	-24,2	-28,5
Net Gearing	20,3 %	14,7 %	7,7 %	6,9 %	-39,9 %	-43,1 %	-46,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	262,8 %	171,4 %	54,4 %	45,2 %	-384,5 %	-359,6 %	-359,5 %
Buchwert je Aktie	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,3	0,3	0,4	1,1	1,2	1,3	1,5

Entwicklung ROCE



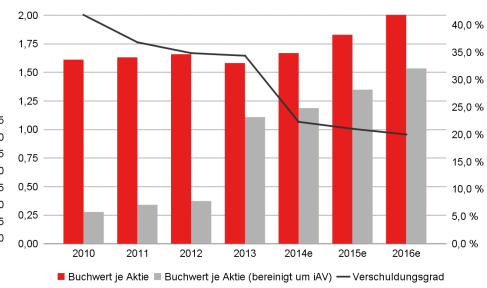
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

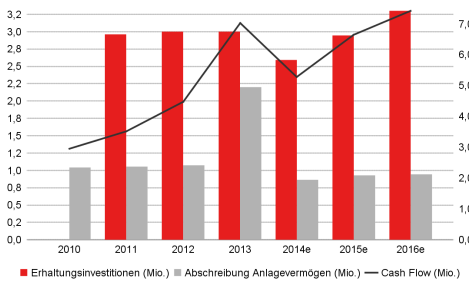
Cash flow

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,0	0,4	2,4	-2,5	2,7	3,7	4,1
Abschreibung Anlagevermögen	1,0	1,1	1,1	2,2	0,9	0,9	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,7	1,9	2,8	7,3	1,7	2,0	2,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	0,2	-1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	**3,0**	**3,5**	**4,5**	**7,0**	**5,3**	**6,6**	**7,4**
Veränderung Vorräte	-0,6	-0,5	1,4	-4,3	1,7	-0,4	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	-0,8	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,3	0,2	1,3	0,8	-0,4	0,4	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,3	-0,3	2,6	-3,5	3,7	-0,8	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**2,7**	**3,2**	**7,1**	**3,5**	**9,0**	**5,8**	**6,4**
Investitionen in iAV	-3,3	-3,1	-2,8	-5,7	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-1,1	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,3	0,0	3,5	18,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**-4,4**	**-3,7**	**-3,9**	**-3,3**	**14,8**	**-3,3**	**-3,4**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,3	-1,1	-1,4	-2,5	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	1,2
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**0,3**	**1,8**	**-1,6**	**-2,5**	**0,0**	**1,2**	**1,2**
Veränderung liquide Mittel	-1,5	1,2	1,5	-2,3	23,8	3,8	4,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**0,9**	**2,2**	**3,7**	**1,4**	**25,4**	**29,1**	**33,4**

Kennzahlen

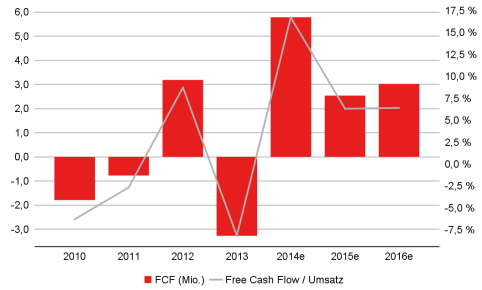
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	-1,8	-0,8	3,2	-3,3	5,8	2,5	3,0
Free Cash Flow / Umsatz	-6,3 %	-2,6 %	8,7 %	-8,2 %	16,7 %	6,3 %	6,4 %
Free Cash Flow Potential	3,3	0,9	3,8	4,2	2,5	3,6	4,0
Free Cash Flow / Umsatz	-6,3 %	-2,6 %	8,7 %	-8,2 %	16,7 %	6,3 %	6,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-3812,8 %	-197,2 %	132,3 %	133,6 %	215,8 %	68,7 %	73,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,1 %	3,8 %	1,0 %	0,0 %	2,2 %	1,1 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,7 %	6,3 %	6,2 %	2,9 %	3,1 %	4,1 %	4,1 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	15,6 %	13,6 %	10,7 %	17,1 %	9,3 %	8,2 %	7,2 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	10,1 %	8,2 %	7,5 %	7,5 %	7,3 %	7,0 %
CAPEX / Abschreibungen	162,9 %	134,6 %	99,8 %	72,0 %	123,5 %	112,0 %	103,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	54,0 %	54,4 %	41,0 %	34,2 %	33,9 %	25,5 %	23,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	209,1 %	176,5 %	129,7 %	246,6 %	188,0 %	189,7 %	191,2 %
Vorratsumschlag	0,8 x	0,6 x	0,8 x	1,3 x	1,4 x	1,5 x	1,6 x
Receivables collection period (Tage)	80	69	42	64	50	50	50
Payables payment period (Tage)	114	141	110	87	86	87	89
Cash conversion cycle (Tage)	470	595	379	251	215	189	167

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



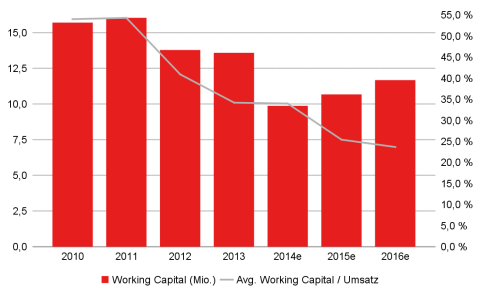
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen …

-1-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
-2-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
-3-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
-4-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
-5-	… mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
-6-	… oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
-7-	… oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
aap Implantate	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005066609.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	**Kaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	**Halten:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	**Verkaufen:**	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
"-"	**Empfehlung ausgesetzt:**	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

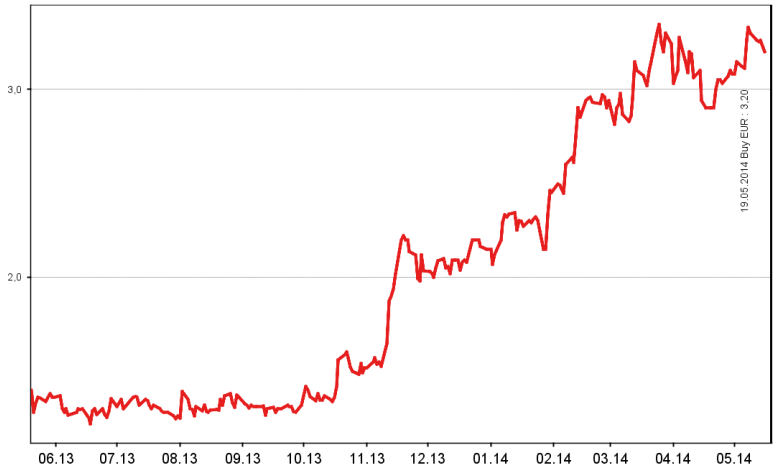
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	53
Halten	78	39
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	**198**	**100**

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

… unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	80	57
Halten	51	36
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	**140**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [AAP IMPLANTATE] AM [19.05.2014]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

RESEARCH

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	**Andreas Pläsier** Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Henner Rüschmeier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier @warburg-research.com	**Malte Räther** Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	**Jochen Reichert** Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	**Christopher Rodler** Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	**Malte Schaumann** Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com	**Susanne Schwartze** Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	**Oliver Schwarz** Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	**Marc-René Tonn** Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	**Björn Voss** Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	**Andreas Wolf** Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	**Stephan Wulf** Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Jan Walter Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
Katharina Merckel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com
Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com