

## M1 Kliniken AG<sup>\*5a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 19,00 €**  
**(bisher: 18,50 €)**

aktueller Kurs: 15,50  
 24.09.18 / XETRA / 09:02 Uhr  
 Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0STSQ8  
 WKN: A0STSQ  
 Börsenkürzel: M1  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 17,500  
 Marketcap<sup>3</sup>: 271,25  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 245,06  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:  
 Open Market

Marktsegment:  
 Freiverkehr

Rechnungslegung:  
 IFRS

GJ-Ende: 31.12.

Designated Sponsor:  
 Oddo Seydler Bank  
 Kepler Cheuvreux

### Analysten:

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
 goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 24.09.18 (13:42 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 24.09.18 (14:15 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

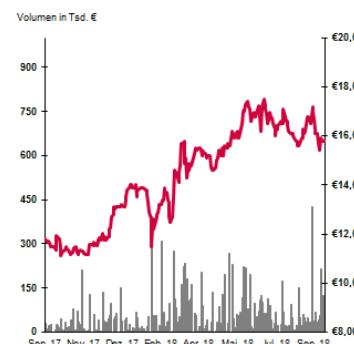
### Unternehmensprofil

Branche: Klinik und Dienstleistungen  
 Fokus: Medizinische Schönheitsbehandlungen

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Walter von Horstig



Die M1 Kliniken-Gruppe betreibt medizinische Fachzentren für ästhetische und plastische Chirurgie an Standorten in bevölkerungsreichen Gebieten innerhalb Deutschlands. In diesem Bereich deckt das Unternehmen ein hoch spezialisiertes Spektrum an schönheitsmedizinischen Behandlungen ab, die durch erfahrene Ärzte in höchster Qualität und zu sehr wettbewerbsfähigen Preisen durchgeführt werden. Die Tochtergesellschaft M1 Aesthetics GmbH ist auf den Einkauf und die Distribution pharmazeutischer, medizinischer und medizintechnischer Produkte für die ästhetische Medizin, plastische Chirurgie und kosmetische Dermatologie spezialisiert.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	47,19	62,62	81,20	93,45
EBITDA	6,18	8,01	10,86	12,61
EBIT	5,71	7,61	10,41	12,11
Jahresüberschuss	5,78	6,15	8,09	9,28

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,38	0,35*	0,46*	0,53*
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

\*auf Basis einer höheren Aktienzahl (Post-KE) iHv. 17,5 Mio.

### Kennzahlen

EV/Umsatz	5,19	3,91	3,02	2,62
EV/EBITDA	39,65	30,59	22,57	19,43
EV/EBIT	42,92	32,20	23,54	20,24
KGV	46,93	44,11	33,53	29,23
KBV	5,74			

### Finanztermine

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

17.05.2018: RS / 18,50 / KAUFEN

16.10.2017: RS / 16,15 / KAUFEN

11.05.2017: RS / 11,90 / KAUFEN

31.03.2017: RS / 11,20 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2018

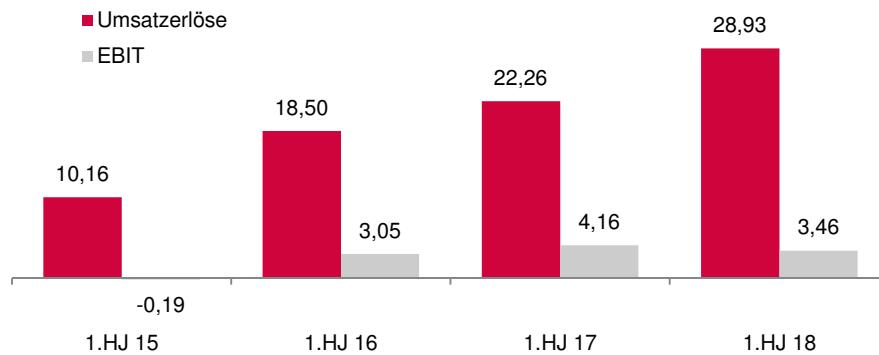
### Starkes Umsatzwachstum im ersten Halbjahr erreicht

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	18,50	22,26	28,93
EBIT	3,05	4,16	3,46
EBIT-Marge	16,5%	18,7%	12,0%
Nachsteuerergebnis	2,89	3,69	3,37
EPS in €	0,19	0,25	0,20

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Wie auch schon in den Vorperioden hat die M1 Kliniken AG auf Grundlage der ausgebauten Behandlungskapazitäten sowie der damit einhergehend gestiegenen Behandlungszahlen eine hohe Umsatzdynamik erreicht und den positiven Wachstumstrend fortgesetzt. Das zum Halbjahr 2018 erreichte Umsatzniveau in Höhe von 28,93 Mio. € (VJ: 22,26 Mio. €) liegt dabei um 30,0 % über dem Vorjahreswert. Im Vorjahr hatte die M1 Kliniken fünf Fachzentren für Unterspritzungsbehandlungen eröffnet, die im ersten Halbjahr, nach einer typischen Anlaufperiode, zum Umsatzwachstum beigetragen haben. Die im ersten Halbjahr 2018 eröffneten Standorte in München (München Stachus) sowie in Frankfurt befinden sich noch innerhalb der typischen Anlaufphase und demzufolge naturgemäß noch deutlich unterhalb des langfristig erreichbaren Umsatzniveaus.

### Umsatzerlöse und EBIT (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Die derzeitige Expansionsphase sowie die Erschließung neuer Behandlungsfelder wie die ästhetische Zahnmedizin, gehen zunächst mit einer überproportionalen Aufwandsentwicklung einher. Diese stehen einerseits mit den Initialinvestitionen (spezifische Mietereinbauten, Mietaufwendungen etc.) in den Aufbau eines neuen Standortes in Verbindung. Darüber hinaus erlangt ein neu gegründeter Standort erst mit einer zeitlichen Verzögerung sein standortspezifisches Umsatzniveau, was sich zunächst belastend auf die Rohertragsmarge auswirkt. Demzufolge lag das EBIT mit 3,46 Mio. € zwar unterhalb des außerordentlich starken Vorjahreswertes von 4,16 Mio. €, jedoch mit einer EBIT-Marge in Höhe von 12,0 % (VJ: 18,7 %) innerhalb unserer Erwartungen, die eine solch hohe Expansionsgeschwindigkeit unterstellt hatten.

Das Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,37 Mio. € (VJ: 3,69 Mio. €) weist im Vergleich zum EBIT einen nur unterproportionalen Rückgang auf. Besonders die Erträge aus Beteiligungen (Dividendenerträge aus börsennotierten Beteiligungen) in Höhe von 0,74 Mio. € hatten das Finanzergebnis gegenüber dem Vorjahr deutlich auf 0,82 Mio. € (VJ: 0,08 Mio. €) ansteigen lassen, was sich entsprechend positiv auf das Nachsteuerergebnis ausgewirkt hat.

## PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	47,19	62,62	81,20	93,45
EBITDA	6,18	8,01	10,86	12,61
EBIT-Marge	12,1%	12,1%	12,2%	13,0%
Nachsteuerergebnis	5,78	6,15	8,09	9,28
EPS in €	0,38	0,35*	0,46*	0,53*

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG; auf Basis einer höheren Aktienzahl (Post-KE) iHv. 17,5 Mio.

Die Halbjahreszahlen der M1 Kliniken AG liegen sehr gut im Rahmen unserer Erwartungen. Sowohl das 30 %ige Umsatzwachstum auf 28,93 Mio. € als auch die EBIT-Marge in Höhe von 12,0 % bilden eine hervorragende Basis für das Erreichen unserer 2018er Umsatz- und Ergebnisprognosen. Nach wie vor sehen wir als größten Wachstumsfaktor den bereits umgesetzten sowie noch erwarteten Standortausbau, was eine ausgeweitete Grundlage für einen Anstieg der Behandlungskapazitäten sowie der Handelsumsätze bedeutet. Mit den beiden im ersten Halbjahr 2018 neu hinzugekommenen Standorten verfügt die Gesellschaft über 20 ambulante Fachzentren sowie einer Klinik in Berlin. Im zweiten Halbjahr sollen weitere Fachzentren eröffnet sowie in Essen ein zweiter Fachklinikstandort errichtet werden. Darüber hinaus plant die Gesellschaft den internationalen Roll-Out mit der Eröffnung eines Fachzentrums in Österreich. Bis zum Geschäftsjahr 2020 sehen wir sogar eine Standortanzahl von 50 als realistisches Szenario. Neue Behandlungsfelder, wie etwa die Hinzunahme von Laserbehandlungen (Haarentfernung, Tattoo-Entfernung etc.) sind derzeit ebenfalls in der Vorbereitung und könnten künftig weitere Wachstumsimpulse beisteuern.

Die Erschließung weiterer Umsatzströme befindet sich gemäß Unternehmensangaben derzeit in der Realisierung. So wurde im ersten Quartal 2018 der Bereich ästhetische Zahnmedizin neu in das Dienstleistungsportfolio aufgenommen. Dieser Bereich ist interessant, da hier eine deutlich höhere Nachfrage vorherrscht, bei einer ähnlich hohen Preissensitivität der Kunden. Über die kommenden Geschäftsjahre sollen in Deutschland bis zu 10-15 Dental-Standorte aufgebaut werden.

Für die rasche Umsetzung der Standortexpansion hat die M1 Kliniken AG kürzlich eine Kapitalerhöhung erfolgreich durchgeführt. Mit der Ausgabe von insgesamt 1,0 Mio. Aktien zu einem Kurs von 15,30 € beläuft sich der Bruttoemissionserlös auf 15,30 Mio. €. Das neu eingeworbene Kapital soll den geplanten Standortausbau der kommenden Geschäftsjahre unterstützen. Die Investitionssumme pro Fachzentrum liegt unseren Erkenntnissen zufolge jeweils im niedrigen sechsstelligen Bereich. Zahnkliniken gehen zwar im Vergleich zu den Fachzentren mit höheren Investitionsbedürfnissen einher, das neu eingeworbene Kapital reicht unseres Erachtens aber aus, um die anvisierte Klinikanzahl zu erreichen.

Darüber hinaus wird die Gesellschaft den Handelsbereich um die für das Handelssegment marginäreren Eigenmarken weiter forcieren. Diesbezüglich fand Anfang 2018 der Roll-Out des B2C-Geschäfts statt, im Rahmen dessen Pflegeprodukte unter dem Markennamen M1 Select (m1-select.de) online und in den Fachzentren vertrieben werden. Die Platzierung in den stationären Handel ist mittelfristig angedacht und soll hieraus neue Umsatzpotenziale erschließen.

Im Zusammenspiel dieser Wachstumsfaktoren unterstellen wir für die kommenden Geschäftsjahre unverändert eine zweistellige Umsatzdynamik. In der derzeitigen Wachstumsphase, die sich erwartungsgemäß über die kommenden Geschäftsjahre erstrecken wird, dürfte die M1 Kliniken AG von entsprechenden Vorlaufinvestitionen geprägt sein. Zugleich wird bei den neu hinzugekommenen Standorten innerhalb der typischen An-

laufphase von etwa neun Monaten mit einer vergleichsweise niedrigen Umsatzbasis und dadurch niedrigen Ergebnisbeiträgen gerechnet. Wir prognostizieren für die kommenden Geschäftsjahre daher eine nur konstante Entwicklung der EBIT-Marge, welche sich zwischen 12,2 % (2018e) und 13,0 % (2019e) einpendeln dürfte. Nach Abschluss der Wachstumsphase sind höhere EBIT-Margen möglich, was wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt haben.

Ebenfalls berücksichtigt haben wir in unserem aktualisierten DCF-Modell die durchgeführte Kapitalerhöhung mit dem dazugehörigen leichten Verwässerungseffekt. Aufgrund der damit weitestgehend sichergestellten Finanzierung der Standortexpansion haben wir demgegenüber die Umsatzdynamik in der Stetigkeitsphase unseres Bewertungsmodells leicht auf 9,0 % (bisher: 8,0 %) angehoben, was einen leicht kurszielerhöhenden Effekt auf 19,00 € (bisher: 18,50 €) hatte. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 15,80 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

## Bewertung

### Modellannahmen

Die M1 Kliniken AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018, 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase von 2021 bis 2025 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 9,0 % (bisher: 8,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der M1 Kliniken AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktpremie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktpremie setzen wir die historische Marktpremie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktpremie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46. Dieses Beta haben wir um einen marktorientierten Ansatz erweitert. Im Rahmen einer Regressionsanalyse des M1-Aktienkurses zum SDAX und CDAX haben wir ein nach Blume geglättetes marktorientiertes Beta in Höhe von 0,46 (bisher: 0,46) ermittelt. Als Grundlage für die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten haben wir das bisherige fundamentale Beta (Gewichtung 2/3) um den marktorientierten Ansatz (Gewichtung 1/3) ergänzt und als Resultat ein Beta in Höhe von 1,13 (bisher: 1,13) ermittelt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämisen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,47 % (bisher: 7,47 %) (Beta multipliziert mit Risikopremie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,47 % (bisher: 7,47 %).

### Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 19,00 € (bisher: 18,50 €). Die Kurszielanhebung reflektiert die nach der erfolgreichen Kapitalerhöhung (15,30 Mio. €) sichergestellte Finanzierung der Standortexpansion sowie die mittelfristig erhöhten Wachstumspotenziale.

## DCF-Modell

### M1 Kliniken AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	final - Phase
Umsatzwachstum	9,0%
EBITDA-Marge	16,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,0%
Working Capital zu Umsatz	15,3%
ewiges Umsatzwachstum	3,0%
ewige EBITA - Marge	17,1%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	62,62	81,20	93,45	101,86	111,03	121,02	131,91	143,78	
US Veränderung	32,7%	29,7%	15,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	13,92	16,24	16,99	16,99	16,99	16,99	16,99	16,99	
EBITDA	8,01	10,86	12,61	16,30	17,76	19,36	21,11	23,01	
EBITDA-Marge	12,8%	13,4%	13,5%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	7,61	10,41	12,11	15,80	17,22	18,78	20,46	22,31	
EBITA-Marge	12,2%	12,8%	13,0%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	17,1%
Steuern auf EBITA	-2,28	-3,12	-3,63	-4,74	-5,17	-5,63	-6,14	-6,69	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,33	7,29	8,48	11,06	12,06	13,14	14,33	15,61	
Kapitalrendite	35,3%	50,9%	47,1%	54,0%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%	58,0%
Working Capital (WC)	9,80	13,00	15,00	15,58	16,99	18,52	20,18	22,00	
WC zu Umsatz	15,6%	16,0%	16,1%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	
Investitionen in WC	1,03	-3,20	-2,00	-0,58	-1,40	-1,53	-1,67	-1,82	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,50	5,00	5,50	6,00	6,53	7,12	7,76	8,46	
AFA auf OAV	-0,40	-0,45	-0,50	-0,50	-0,54	-0,59	-0,64	-0,70	
AFA zu OAV	8,9%	9,0%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in OAV	-0,64	-0,95	-1,00	-0,99	-1,08	-1,18	-1,28	-1,40	
Investiertes Kapital	14,30	18,00	20,50	21,58	23,52	25,64	27,95	30,46	
EBITDA	8,01	10,86	12,61	16,30	17,76	19,36	21,11	23,01	
Steuern auf EBITA	-2,28	-3,12	-3,63	-4,74	-5,17	-5,63	-6,14	-6,69	
Investitionen gesamt	0,39	-4,15	-3,00	-1,57	-2,48	-2,71	-2,95	-3,21	
Investitionen in OAV	-0,64	-0,95	-1,00	-0,99	-1,08	-1,18	-1,28	-1,40	
Investitionen in WC	1,03	-3,20	-2,00	-0,58	-1,40	-1,53	-1,67	-1,82	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,12	3,59	5,98	9,98	10,12	11,03	12,02	13,10	375,40

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	274,34	291,23
Barwert expliziter FCFs	47,55	47,51
Barwert des Continuing Value	226,79	243,72
Nettoschulden (Net debt)	-41,80	-41,28
Wert des Eigenkapitals	316,14	332,52
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	316,14	332,52
Ausstehende Aktien in Mio.	17,50	17,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,07	19,00

### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,13
Eigenkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%

WACC 7,5%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%
56,0%	23,37	20,62	18,49	16,81	15,45
57,0%	23,71	20,91	18,75	17,03	15,64
58,0%	24,06	21,20	19,00	17,25	15,84
59,0%	24,40	21,50	19,25	17,48	16,03
60,0%	24,75	21,79	19,51	17,70	16,23

## ANHANG

### I.

#### Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospektien oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

#### Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatischen zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt >= + 10 %.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei > - 10 % und < + 10 %.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt <= - 10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

#### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

#### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Marcel Goldmann, M.Sc, Finanzanalyst**

#### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)