



**Research Studie
(Anno)**



**Dynamisches Wachstum erwartet -
Gutes Q1 2011 - Kursziel erhöht**

Fairer Wert: 6,22 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13

Kaufen

Kursziel: 6,22

aktueller Kurs: 5,50
13.4.2011 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0Z23L6

WKN: A0Z23L

Börsenkürzel: MDQ

Aktienanzahl³: 1,901

Marketcap³: 10,46
EnterpriseValue³: 10,50
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 50,0 %

Transparenzlevel:
General Standard

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

MediNavi AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software

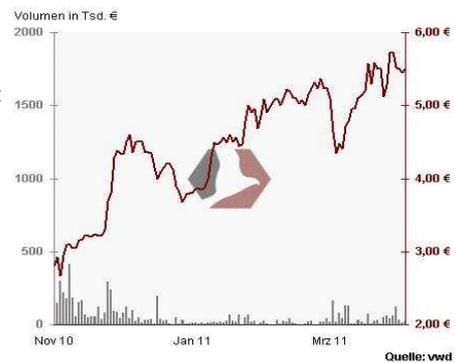
Fokus: Internetplattformen im Gesundheitsmarkt

Mitarbeiter: 10 Stand: 30.9.2010

Gründung: 2006

Firmensitz: Starnberg

Vorstand: Dr. Dr. Claudius Schikora, Alexander Sperber



Die MediNavi AG mit Sitz in Starnberg ist der führende Anbieter für umgekehrte Auktionen (sog. reverse auctions) im deutschen Gesundheitsmarkt. Die Gesellschaft betreibt dabei mit den diversen Webauftritten www.medikompass.de, www.arzt-preisvergleich.ch, www.schoenheitsgebot.de und www.zahngebot.de eine Reihe von virtuellen Marktplätzen. Der Schwerpunkt der Gesellschaft liegt auf den drei Bereichen Zahnmedizin, Schönheitschirurgie und Augenmedizin. Ein Großteil der Umsätze wird hierbei mit dem Bereich Zahnmedizin erzielt. Seit dem Start der Plattformen haben sich über 170.000 Patienten und mehr als 2.000 Ärzte auf den Plattformen angemeldet.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	0,30	0,20	1,40	2,80
EBITDA	-0,62	-0,31	0,24	1,01
EBIT	-0,66	-0,34	0,21	0,97
Jahresüberschuss	-0,66	-0,34	0,21	0,97

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,35	-0,18	0,11	0,51
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	35,00	52,50	7,50	3,75
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	43,75	10,40
EV/EBIT	Neg.	Neg.	50,00	10,82
KGV	Neg.	Neg.	49,81	10,78

KBV

Finanztermine:

Datum: Ereignis
5.5.2011: HV
11.5.2011: 11. MKK
28.7.2011: HJ-Bericht 2011
28.10.2011: Q3-Bericht 2011

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
7.12.2010: RG / 4,07 / KAUFEN
6.12.2010: RS / 4,07 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Markt und Marktumfeld

Markt.....	S. 1
------------	------

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	S. 3
Geschäftsentwicklung 2010 und 1. Quartal 2011.....	S. 4
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	S. 6
SWOT-Analyse.....	S. 7
Prognose und Modellannahmen.....	S. 8

Bewertung

DCF-Bewertung.....	S. 10
Modellannahmen.....	S. 10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	S. 10
Bewertungsfazit.....	S. 10
Fazit	S. 12

Anhang

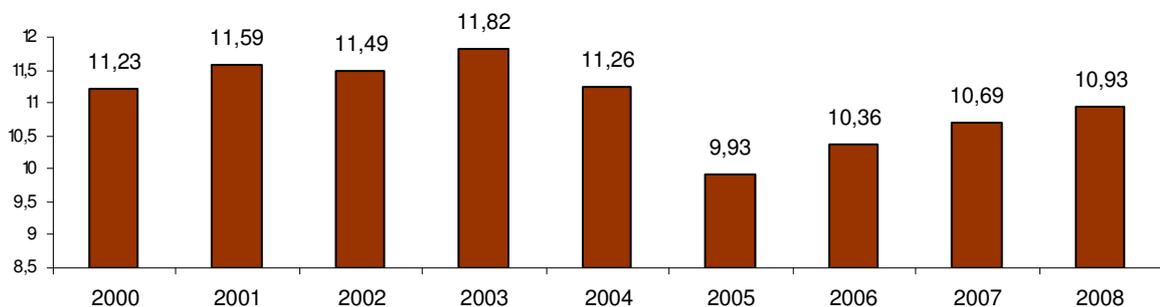
Disclaimer und Haftungsausschluss	S. 13
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	S. 15

Markt - Adressierte Märkte Zahnmedizin, Augenoperationen und Schönheitsoperationen bieten enormes Potential; aktuell nur ein Wettbewerber

Die für die Plattformen der MediNavi AG relevanten Märkte im Gesundheitsbereich sind bislang zahnärztliche Behandlungen, Schönheitsoperationen sowie Augenoperationen. Nachfolgend soll ein Überblick über die Marktvolumen der relevanten Bereiche gegeben werden.

Gemäß des Jahrbuchs 2009 Bundeszahnärztekammer (BZÄK) und Kassenzahnärztliche Bundesvereinigung (KZBV) gab es in Deutschland im Jahr 2008 insgesamt 84.400 Zahnärzte. Laut BZÄK und KZBV beliefen sich die Ausgaben der gesetzlichen Krankenkassen in Deutschland im Jahr 2008 auf 10,93 Mrd. €. Damit sind die Zahnärzte hinsichtlich der Ausgaben der gesetzlichen Krankenversicherungen die größte Gruppe nach den Ärzten, Apotheken und Krankenhäusern in Deutschland. Die nachstehende Graphik zeigt die Ausgaben der gesetzlichen Krankenkassen für den Zeitraum 2000 bis einschließlich 2008.

Entwicklung der GKV-Ausgaben für zahnärztliche Behandlungen (in Mrd. €)



Quelle: KZBV, GBC

Des Weiteren wird gemäß BZÄK und KZBV die zahnärztliche Behandlung in die vier Kategorien Zahnerhaltung (6,12 Mrd. €), Parodontalbehandlung (0,34 Mrd. €), Kieferorthopädie (0,86 Mrd. €) und Zahnersatz (2,92 Mrd. €) unterteilt.

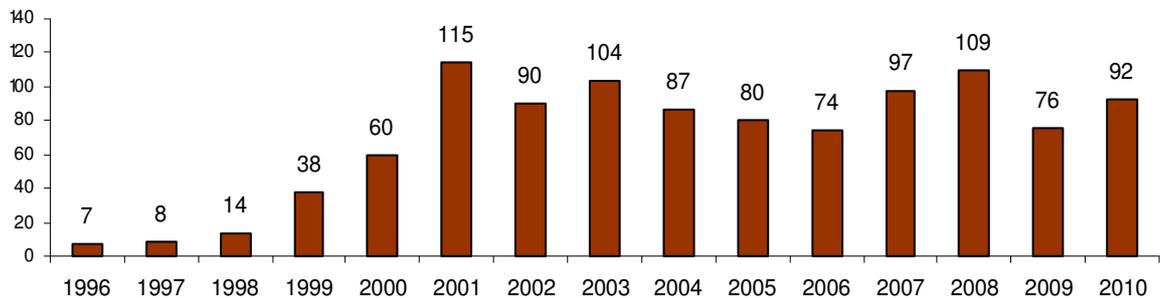
Aufgrund der demographischen Entwicklung in Deutschland sowie des sogenannten „doppelten Alterungsprozesses“, d. h. einerseits kommen aufgrund geringer Geburtenraten seit den 1970er Jahren immer weniger junge Jahrgänge nach und andererseits werden die vor 1970 geborenen alten Jahrgänge aufgrund der ansteigenden Lebenserwartung immer älter, wird das umlagefinanzierte Gesundheitssystem in Deutschland zukünftig unausweichlich vor erhebliche Finanzierungsprobleme gestellt. Diese übergeordneten Trends werden zwangsläufig zur Folge haben, dass sich die gesetzlichen Krankenversicherungen mit Kürzungen auf der Einnahmeseite konfrontiert sehen und die privaten Zuzahlungen der Versicherten zukünftig weiter zunehmen werden. Hieraus resultiert wiederum die logische Konsequenz für die Patienten sich bei ärztlichen Behandlungen möglichst kosteneffizient zu verhalten.

Laut einer Umfrage der International Society Of Aesthetic Plastic Surgery (ISAPS) aus dem Jahr 2010 belegt Deutschland hinsichtlich der Anzahl an Schönheitsoperationen weltweit den achten Platz. Laut ISAPS wurden in Deutschland im Jahr 2008 524.842 Schönheitsoperationen durchgeführt. Als Spitzenreiter sind hier die Länder USA, Brasilien und China zu nennen. Bezüglich der Schönheitsoperationen pro Kopf findet sich Deutschland mit 0,64 % auf dem elften Platz wieder. Das Ranking wird angeführt von Ungarn mit einem Wert von 2,33 %.

Laut ISAPS zählen dabei Fettabsaugungen, Brustvergrößerungen, Lidstraffungen, Nasenkorrekturen sowie Bauchstraffungen zu den häufigsten Schönheitsoperationen. Bei einem unterstellten Durchschnittspreis von ca. 3.000 € pro Schönheitsoperation lässt sich hieraus ein Marktvolumen von rund 1,5 Mrd. € per Anno allein für den deutschen Markt ableiten. Aussagekräftige Marktdaten im Bereich der plastischen und ästhetischen Chirurgie sind jedoch Mangelware.

Laut Schätzungen des Verbands der Spezialkliniken für Augenlaser und refraktive Chirurgie e.V. (VSDAR) werden im Jahr 2010 rund 92.000 Augenoperationen in Deutschland durchgeführt. Das nachstehende Schaubild zeigt die Entwicklung der Eingriffe in der refraktiven Chirurgie.

Entwicklung der Augenoperationen in Deutschland (in Tsd.)



Quelle: VSDAR, GBC

Aus diesen Daten lässt sich bei einem angenommenen durchschnittlichen Preis von rund 2.500 € pro Augenoperation ein jährliches Marktvolumen für den deutschen Markt von rund 230 Mio. € folgern.

Das Marktvolumen der von den Plattformen der MediNavi adressierten Segmente ist folglich enorm. Der bislang einzige vergleichbare Wettbewerber von MediNavi in der DACH-Region ist das Unternehmen 2te-ZahnarztMeinung.de, welches hinsichtlich registrierter Patienten und abgewickelter Auktionen allerdings deutlich kleiner ist.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011e	in %	GJ 2012e	in %
Umsatzerlöse	0,302	100,00%	0,203	100,00%	1,400	100,00%	2,800	100,00%
Materialaufwand	-0,030	-9,85%	-0,014	-6,66%	-0,070	-5,00%	-0,112	-4,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,014	4,74%	0,199	97,68%	0,020	1,43%	0,020	0,71%
Rohertrag	0,286	94,90%	0,389	191,02%	1,350	96,43%	2,708	96,71%
Personalkosten	-0,447	-148,03%	-0,318	-156,39%	-0,510	-36,43%	-0,800	-28,57%
Abschreibungen	-0,037	-12,26%	-0,031	-15,10%	-0,030	-2,14%	-0,040	-1,43%
Sonst. betriebliche Aufwendungen	-0,460	-152,38%	-0,375	-184,33%	-0,600	-42,86%	-0,900	-32,14%
EBIT	-0,657	-217,77%	-0,335	-164,81%	0,210	15,00%	0,968	34,57%
Finanzergebnis	-0,007	-2,17%	-0,007	-3,32%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Bereinigtes Ergebnis vor Steuern	-0,664	-219,94%	-0,342	-168,12%	0,210	15,00%	0,968	34,57%
Außerordentliches Ergebnis	0,007	2,16%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Vorsteuerergebnis	-0,657	-217,78%	-0,342	-168,12%	0,210	15,00%	0,968	34,57%
Steuern	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Jahresüberschuss	-0,657	-217,78%	-0,342	-168,12%	0,210	15,00%	0,968	34,57%
EBITDA	-0,62		-0,31		0,24		1,01	
In %	Neg.		Neg.		17,1 %		36,0 %	
EBIT	-0,66		-0,34		0,21		0,97	
in %	Neg.		Neg.		15,0 %		34,6 %	
Ergebnis je Aktie in €	-0,42		-0,18		0,11		0,51	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,00		0,00	

Geschäftsentwicklung 2010 und 1. Quartal 2011

In Mio. €	2009*	2010*	Q1 2011**
Umsatzerlöse	0,30	0,20	0,21
EBITDA	-0,62	-0,31	0,01
EBITDA-Marge	Neg.	Neg.	4,8 %
EBIT	-0,66	-0,34	0,01
EBIT-Marge	Neg.	Neg.	4,8 %
Jahresüberschuss	-0,66	-0,34	0,01

*Zahlen der MediKompass, **Zahlen der MediNavi

Quelle: GBC, MediNavi

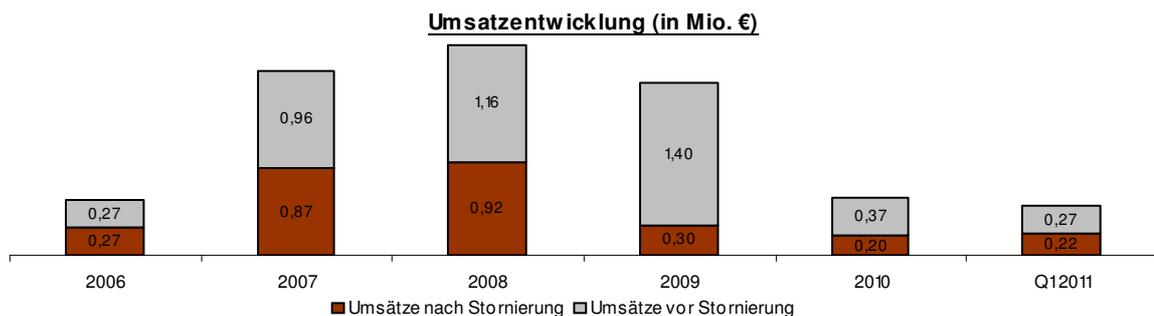
Bei dem Geschäftsjahr 2010 hat es sich noch um ein Übergangsjahr gehandelt und ist nach unserer Einschätzung wenig aussagekräftig. Nach dem Verkauf des Hauptgesellschafters Holtzbrinck im August 2010 und den damit einhergehenden Veränderungen in der Aktionärsstruktur, folgte auch ein Wechsel in der Geschäftsführung. Der neue Vorstand mit den beiden Mitgliedern Prof. Dr. Claudius Schikora und Alexander Sperber ist erst seit Mitte August 2010 operativ tätig.

Im Zuge des Wechsels in der Geschäftsführung erfolgte ab dem vierten Quartal 2010 wieder die Rückkehr zu dem alten Gebührenmodell, d. h. die Abrechnung erfolgt nur bei tatsächlich durchgeführten Behandlungen. Infolge der Umstellung auf ein anderes Abrechnungsmodell durch das alte Management gingen die Besucherzahlen sowie die Anzahl der Auktionen auf den Online-Plattformen von MediKompass im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 signifikant zurück, was vor allem die Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2010 spürbar belastet hat.

Die Umsätze betreffen die operativ tätige Tochtergesellschaft MediKompass GmbH. In der MediNavi AG selbst fallen derzeit noch keine Umsätze an. Die Tochtergesellschaft MediKompass erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 Umsätze in Höhe von 0,20 Mio. € gegenüber 0,30 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Wie schon im Vorjahr waren in 2010 umfangreiche Stornierungen vorzunehmen, die im engen Zusammenhang mit dem früheren Gebührenmodell zu sehen sind. Hier wurden die Rechnungen bereits bei Kontaktdatenaustausch zwischen Patient und Arzt gestellt.

Im Oktober 2010 gelang der Tochtergesellschaft MediKompass erstmalig seit über einem Jahr wieder die Rückkehr in die Gewinnzone und damit einhergehend der operative Turnaround. Außerdem erreichten die Umsatzerlöse im Oktober 2010 auf Monatsebene einen neuen Rekordwert. Das Wachstum bei den Preisvergleichen und dem Umsatz sowie die Rückkehr in die Gewinnzone bei der Tochtergesellschaft MediKompass dienen somit als Beleg, dass die seit Ende August 2010 eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen des neuen Managements Früchte getragen haben.

Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzentwicklung für die Geschäftsjahre 2006 bis 2010 sowie für das erste Quartal 2011.



Quelle: GBC, MediNavi

Dass sich die Gesellschaft wieder auf Wachstumskurs befindet, spiegelt sich insbesondere in den Zahlen für das erste Quartal 2011 eindrucksvoll wider. Hier konnten Umsätze in Höhe von 0,22 Mio. € erzielt werden und damit wurde bereits der Gesamtumsatz des Jahres 2010 übertroffen. Auch im Vergleich zum vierten Quartal 2010 entspricht dies einem dynamischen sequentiellen Umsatzzuwachs von über 40 %. Die Anzahl der Preisvergleiche im ersten Quartal 2011 sollte nach unserer Schätzung bei mehr als 6.000 gelegen haben, wovon es gemäß Erfahrungswerten bei rund 20 % bis 25 % der Auktionen zu einer tatsächlichen Behandlung kommt, die eine Gebührenpflicht auslöst und somit umsatzwirksam wird.

Während im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) der MediKompass GmbH, also noch vor Kosten der Holding, negativ ausfiel und sich auf -0,34 Mio. € (VJ: -0,09 Mio. €) belief, konnte die MediNavi AG bereits im ersten Quartal 2011 einen operativen Gewinn ausweisen. Die MediNavi AG erzielte in den ersten drei Monaten ein positives EBIT in Höhe von 0,01 Mio. €.

Das operative Ergebnis der Tochtergesellschaft MediKompass GmbH lag mit 0,05 Mio. € noch deutlicher im positiven Bereich. Damit lag die EBIT-Marge der MediKompass im ersten Quartal bei hervorragenden 23,8 %.

Da die MediNavi AG frei von Bankverbindlichkeiten ist und zudem noch über reichlich steuerlich nutzbare Verlustvorträge verfügt, betrug der Jahresüberschuss im ersten Quartal 2011 ebenfalls 0,01 Mio. €.

Bilanzielle Lage - Sehr hohe Eigenkapitalquote in der AG

Die Analyse der bilanziellen Lage der **MediNavi AG** bezieht sich auf den Stichtag 31. Dezember 2010.

Zum 31.12.2010 lag das bilanzielle Eigenkapital der MediNavi AG bei 1,78 Mio. €, was einer sehr komfortablen Eigenkapitalquote von rund 99 % entspricht. Auf der Passivseite der Bilanz summierten sich die Rückstellungen und sonstigen Verbindlichkeiten auf lediglich 0,01 Mio. €.

Auf der Aktivseite der Bilanz stellt der Posten Finanzanlagen mit 1,52 Mio. € die mit Abstand größte Position dar. Hierbei handelt es sich um den Wertansatz der 100%igen Beteiligung MediKompass GmbH. Zudem verfügte die MediNavi AG über einen komfortablen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 0,26 Mio. €.

Eine Bilanzanalyse der Tochtergesellschaft **MediKompass GmbH** zeigt folgendes Bild:

Bei einer Bilanzsumme von 0,57 Mio. € betrug das Eigenkapital der MediKompass GmbH zum 31.12.2010 0,09 Mio. €.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen bildeten den größten Posten auf der Aktivseite und beliefen sich gegen Ende Dezember 2010 auf 0,24 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €). Des Weiteren wurde die Beteiligung an der niederländischen Tochtergesellschaft MediKompass N.V. mit einem Wertansatz von 0,20 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) als Anteile an verbundenen Unternehmen bilanziert. Die liquiden Mittel lagen bei 0,06 Mio. €.

Auf der Passivseite der Bilanz bestanden zum 31.12.2010 Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen in Höhe von 0,09 Mio. € sowie sonstige Verbindlichkeiten in Höhe von 0,35 Mio. €. Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen betreffen hauptsächlich ein Darlehen an die niederländische Tochtergesellschaft. Bei den sonstigen Verbindlichkeiten handelt es sich überwiegend um von Gesellschaftern gewährte Darlehen.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- „Proof of Concept“ wurde in der Vergangenheit bereits erbracht
- Marktführer für umgekehrte Auktionen (sog. reverse auctions) im deutschen Gesundheitsmarkt
- Transaktionsbasiertes Geschäftsmodell
- Bestehende Kooperationen mit einer Vielzahl von Krankenversicherungen
- Über 170.000 registrierte Patienten und mehr als 2.000 angemeldete Ärzte
- Hoher Bekanntheitsgrad der bestehenden Internetportale
- Rückkehr in Gewinnzone auf Konzernebene im ersten Quartal 2011
- Sehr hohe Rohertragsmarge von mehr als 90 %

Schwächen

- Änderung des Gebührenmodells hat zu Verzögerungen beim Wachstumspfad geführt
- Hohe Abhängigkeit vom derzeitigen Management

Chancen

- Hohe Skalierungseffekte bei zukünftig steigenden Umsätzen
- Internationalisierung des Geschäftsmodells
- Ausweitung der Plattformen auf weitere Dienstleistungen im Tier- oder Pflegebereich
- Budgetkürzungen bei Krankenversicherungen und höhere Selbstbehalte bei Patienten stärken Bewusstsein für auktionsbasierte Plattformen
- BGH-Entscheid wirkt sich positiv auf den Bekanntheitsgrad der Plattformen aus und fördert den Ausbau der Kooperationen mit den gesetzlichen Krankenkassen

Risiken

- Eintritt neuer Wettbewerber aufgrund des positiven BGH-Entscheids
- Kooperationen mit den gesetzlichen Krankenkassen bringen nicht den erwarteten Erfolg

Prognose und Modellannahmen - Schätzungen für 2011 und 2012 erhöht

In Mio. €	2011e (neu)	2011e (alt)	2012e (neu)	2012e (alt)
Umsatz	1,40	1,20	2,80	2,50
EBITDA	0,24	0,14	1,01	0,87
EBITDA-Marge	17,1 %	11,7 %	36,0 %	34,8 %
EBIT	0,21	0,11	0,97	0,83
EBIT-Marge	15,0 %	9,2 %	34,6 %	33,2 %
Konzernergebnis	0,21	0,11	0,97	0,83

Quelle: GBC

Umsatz- und Ergebnisprognosen - Rückkehr in die Gewinnzone im Q1 2011

Infolge des guten ersten Quartals 2011 haben wir unsere Umsatzschätzung für das laufende Geschäftsjahr 2011 nach oben angepasst. Nunmehr erwarten wir für 2011 einen signifikanten Umsatzanstieg auf 1,40 Mio. €. Bislang sind wir von einem Umsatzvolumen in Höhe von 1,20 Mio. € für 2011 ausgegangen. Sowohl die Anzahl der Neuanmeldungen bei Ärzten als auch die Anzahl der Auktionen hat sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres deutlich belebt und lag über unseren Erwartungen.

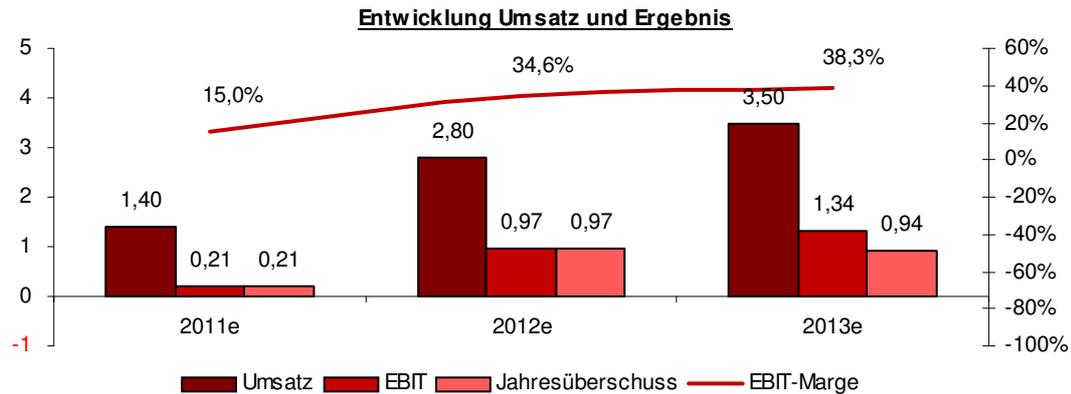
Als wesentlichen Treiber für das weitere erwartete Wachstum bei den Auktionen sehen wir den Ausbau der Kooperationen mit den gesetzlichen Krankenkassen. Hierauf hat die Gesellschaft momentan den klaren Fokus im Vertrieb gelegt. Mit der AOK Baden-Württemberg konnte bereits eine sehr renommierte Krankenkasse als Partner gewonnen werden. Die AOK Baden-Württemberg zählt derzeit rund 4 Mio. Mitglieder. Im Rahmen der Zusammenarbeit empfiehlt die AOK Baden-Württemberg ihren Mitgliedern seit März 2011 aktiv das Online-Portal Zahngelb.de. Darüber hinaus befindet sich die Gesellschaft in Gesprächen mit einer Reihe von anderen Krankenkassen über eine mögliche Kooperation. Solche Kooperationen sind nach unserer Einschätzung besonders wertvoll für die Anzahl der Auktionen, wenn die Versicherten von ihren Krankenkassen in Form von Beilageblättern auf die relevanten Gesundheitsportale hingewiesen werden.

Des Weiteren sollte auch die Erhöhung des Werbebudgets sowie eine effizientere Nutzung des Budgets für das Online-Marketing (SEM) sowie für TV-, Print- und Radio-Werbung einen Anstieg der Preisvergleiche zur Folge haben. Hier steht vor allem eine Verbesserung der sog. „**Conversion Rate**“ (Relation von Auktionen aufgrund von SEM zu Kosten für SEM), welche sich in 2009 und 2010 durch die Vergabe des SEM an eine externe Agentur deutlich verschlechtert hatte.

Einen weiteren Umsatzbeitrag sollte in 2011 zudem die geplante Ausdehnung des Geschäftsmodells auf neue Bereiche liefern. In den kommenden Wochen ist hier der Launch eines Tiermedizin-Portals vorgesehen. Das erreichbare Umsatzvolumen könnte im laufenden Geschäftsjahr 2011 bereits bei 0,1 Mio. € liegen. Im Gegensatz zu den bestehenden Portalen sollte das durchschnittliche Umsatzvolumen pro vermittelter Behandlung im Tiermedizinbereich mit rund 30 € deutlich niedriger ausfallen.

Neben den bereits erzielten Umsätzen in der Schweiz haben wir mögliche Umsatzerlöse aus der geplanten Internationalisierung des Geschäftsmodells bislang allerdings noch nicht im Rahmen unserer Umsatzprognosen berücksichtigt. In der Schweiz wurden im laufenden Geschäftsjahr 2011 bereits die ersten Auktionen durchgeführt. Als potentielle Zielmärkte sehen wir hier insbesondere die Regionen Benelux und United Kingdom.

Dem nachfolgenden Schaubild können unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für den Zeitraum 2011 bis 2013 entnommen werden. Diese Schätzungen beziehen sich dabei auf den Konzern.



Quelle: GBC

Die Rohertragsmarge sehen wir in 2011 mit über 95 % auf einem anhaltend hohen Niveau. Die wesentlichen Kostenblöcke bilden die Personalaufwendungen sowie die Aufwendungen für das Marketing. Die erwarteten Abschreibungen sehen wir im laufenden Geschäftsjahr 2011 bei -0,03 Mio. € und liegen somit weiterhin auf einem überschaubaren Niveau.

Der im ersten Quartal 2011 vollzogene Turnaround auf Konzernebene sollte sich nach unserer Einschätzung als nachhaltig herausstellen. Für das laufende Gesamtjahr 2011 erwarten wir nunmehr ein EBIT in Höhe von 0,21 Mio. €, was oberhalb unserer bisherigen Prognose (bisher: 0,11 Mio. €) liegt. Aufgrund des Fehlens zinsbarer Verbindlichkeiten sowie noch vorhandener Verlustvorträge sollte der Jahresüberschuss dem EBIT entsprechen, was auf Basis der ausstehenden Aktienanzahl einen Gewinn je Aktie für 2011 in Höhe von 0,11 € bedeutet.

Gleichzeitig haben wir unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr nach oben angepasst. Den Konzernumsatz sehen wir für 2012 jetzt bei 2,80 Mio. € (bisher: 2,50 Mio. €). Nach dem erfolgten operativen Turnaround im ersten Quartal 2011 sowie dem verzeichneten Anstieg bei den Preisvergleichen sollte sich die Dynamik in den kommenden Quartalen zunehmend beschleunigen. Des Weiteren sollten sich die Umsätze aus dem Segment Tiermedizin in 2012 gegenüber dem Jahr 2011 erwartungsgemäß auf rund 0,2 Mio. € verdoppeln.

Das deutliche Umsatzwachstum sowie die damit einhergehenden hohen Skalierungseffekte werden dann nach unserer Einschätzung in 2012 auch die Ergebnisseite entsprechend positiv beeinflussen. Da sich die Personalkosten sowie die Marketingaufwendungen unterproportional erhöhen sollten, erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 34,6 %. Das EBIT sollte dann bei 0,97 Mio. € (bisher: 0,83 Mio. €) liegen. Da die Verlustvorträge noch für das Jahr 2012 ausreichen sollten, beläuft sich der Jahresüberschuss auf 0,97 Mio. €. Dies entspricht einem Gewinn je Aktie von 0,51. Folglich errechnet sich ein erwartetes 2012er KGV von knapp 11.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die MediNavi AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 bis 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche jährliche Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 39,4 % (bisher: 34,8 %) angenommen.

Die Steuerquote haben wir aufgrund der bestehenden Verlustvträge mit 0,0 % bis zum Jahr 2012 berücksichtigt. Danach haben wir eine Steuerquote von 30,0 % unterstellt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,25 % (bisher: 2,50 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,50.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,5 % (Bisher: 10,8 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0 % annehmen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,5 % (bisher: 10,8 %).

Bewertungsfazit

Der daraus resultierende faire Wert des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht damit 6,22 € (bisher: 4,07 €), bei einer zu Grunde gelegten Aktienanzahl von 1,90 Mio. Stück.

MediNavi AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	39,4%	ewige EBITA - Marge	38,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	16,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	28,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	1,40	2,80	3,50	3,85	4,24	4,66	5,12	5,64	
US Veränderung	588,0%	100,0%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,67	18,67	14,00	13,39	12,81	12,25	11,72	11,21	
EBITDA	0,24	1,01	1,38	1,52	1,67	1,84	2,02	2,22	
EBITDA-Marge	17,1%	36,0%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	39,4%	
EBITA	0,21	0,97	1,34	1,48	1,62	1,78	1,96	2,15	
EBITA-Marge	15,0%	34,6%	38,3%	38,4%	38,3%	38,3%	38,2%	38,2%	38,2%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,40	-0,44	-0,49	-0,54	-0,59	-0,65	
zu EBITA	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,21	0,97	0,94	1,03	1,14	1,25	1,37	1,51	
Kapitalrendite	1439,2%	302,5%	144,3%	82,8%	81,9%	81,1%	80,2%	79,3%	72,7%
Working Capital (WC)	0,20	0,50	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	
WC zu Umsatz	14,3%	17,9%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	
Investitionen in WC	-0,19	-0,30	-0,50	-0,10	-0,11	-0,12	-0,13	-0,15	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,12	0,15	0,25	0,29	0,33	0,38	0,44	0,50	
AFA auf OAV	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	-0,05	-0,06	-0,07	
AFA zu OAV	25,0%	26,7%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,07	-0,14	-0,08	-0,09	-0,10	-0,12	-0,14	
Investiertes Kapital	0,32	0,65	1,25	1,39	1,54	1,71	1,90	2,11	
EBITDA	0,24	1,01	1,38	1,52	1,67	1,84	2,02	2,22	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,40	-0,44	-0,49	-0,54	-0,59	-0,65	
Investitionen gesamt	-0,34	-0,37	-0,64	-0,18	-0,20	-0,22	-0,25	-0,28	
Investitionen in OAV	-0,15	-0,07	-0,14	-0,08	-0,09	-0,10	-0,12	-0,14	
Investitionen in WC	-0,19	-0,30	-0,50	-0,10	-0,11	-0,12	-0,13	-0,15	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,10	0,64	0,34	0,90	0,98	1,08	1,18	1,29	15,73

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	11,32	11,98
Barwert expliziter FCFs	3,97	3,79
Barwert des Continuing Value	7,34	8,19
Nettoschulden (Net debt)	-0,51	-1,15
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	11,83	13,13
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,83	13,13
Ausstehende Aktien in Mio.	1,901	1,901
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,22	6,90

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,50
Eigenkapitalkosten	11,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	11,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC								
	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%
64,7%	7,28	6,83	6,44	6,09	5,78	5,51	5,27	5,05	4,86
66,7%	7,44	6,97	6,57	6,21	5,89	5,61	5,36	5,14	4,94
68,7%	7,60	7,12	6,70	6,33	6,00	5,71	5,46	5,22	5,02
70,7%	7,75	7,26	6,83	6,45	6,11	5,81	5,55	5,31	5,10
72,7%	7,91	7,40	6,96	6,57	6,22	5,91	5,64	5,40	5,18
74,7%	8,07	7,54	7,09	6,68	6,33	6,01	5,73	5,48	5,25
76,7%	8,23	7,69	7,22	6,80	6,44	6,12	5,83	5,57	5,33
78,7%	8,38	7,83	7,35	6,92	6,55	6,22	5,92	5,65	5,41
80,7%	8,54	7,97	7,48	7,04	6,66	6,32	6,01	5,74	5,49

Fazit - Rückkehr in die Gewinnzone im ersten Quartal 2011; Deutliches Wachstum für 2011 und 2012 erwartet; Kursziel erhöht

Die seit dem Managementwechsel im August 2010 eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen haben bereits erste Früchte getragen. So gelang der Tochtergesellschaft MediKompass im Oktober 2010 erstmalig seit über einem Jahr auf Monatsbasis die Rückkehr in die Gewinnzone. Der positive Trend hat sich seitdem fortgesetzt und sogar beschleunigt, so dass die MediNavi AG im ersten Quartal 2011 bereits wieder ein positives operatives Ergebnis erzielte. Dies wurde begleitet von einem deutlichen Anstieg bei den Preisvergleichen sowie den Umsatzerlösen. Die Umsätze lagen im ersten Quartal 2011 mehr als 40 % über den Umsatzerlösen des Vorquartals.

Unsere Schätzungen für die beiden Geschäftsjahre 2011 sowie 2012 haben wir infolge des guten ersten Quartals sowie der erfreulichen Perspektiven nach oben angepasst. Für 2011 und 2012 erwarten wir nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 1,40 Mio. € (bisher: 1,20 Mio. €) respektive von 2,80 Mio. € (bisher: 2,50 Mio. €). Als einen wichtigen Wachstumstreiber bei MediNavi sehen wir hier den geplanten Ausbau der Kooperationen mit den gesetzlichen Krankenkassen. Mit der AOK Baden-Württemberg konnte bereits eine große Krankenversicherung als Kooperationspartner gewonnen werden. Zudem gehen wir davon aus, dass die Erweiterung des Geschäftsmodells auf neue Bereiche, vornehmlich die Tiermedizin, und die Internationalisierung im laufenden Geschäftsjahr 2011 bereits erste Umsatzbeiträge liefern werden.

Auch auf der Ergebnisseite sollten nach unserer Einschätzung in 2011 deutliche Fortschritte erzielt werden sowie das nachhaltige Erreichen der Profitabilität. Das EBIT für das Gesamtjahr 2011 sehen wir bei 0,21 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 15,0 % entspricht. Aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge sollte in 2011 noch keine Steuerzahlung anfallen. Die Skaleneffekte werden dann bei weiterem Wachstum verstärkt im kommenden Geschäftsjahr 2012 zum Tragen kommen. Die EBIT-Marge in 2012 sehen wir dann bereits bei über 30 %.

Aufgrund der Anhebung unserer Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 haben wir ein neues Kursziel für die Aktie der MediNavi AG in Höhe von 6,22 € (bisher: 4,07 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs entspricht dies einem Potential von knapp 15 %. Damit vergeben wir für die Aktie von MediNavi das Rating Kaufen.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben 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 andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert 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, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist, Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de