



## **Researchstudie (Anno)**

### **M1 Kliniken AG**



**Kapazitätserweiterung sichert künftiges Unternehmenswachstum,  
Vielversprechende Positionierung als Kostenführer,  
Kursziel angehoben, Rating KAUFEN**

**Kursziel: 11,90 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

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

### Kaufen

**Kursziel: 11,90**

aktueller Kurs: 8,60  
10.05.17 / XETRA / 16:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0STSQ8  
WKN: A0STSQ  
Börsenkürzel: M12  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 15,000  
Marketcap<sup>3</sup>: 128,93  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 123,27  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 14,3 %

### Transparenzlevel:

Open Market  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Designated Sponsor:

Dero Bank AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Klinik und Dienstleistungen

Fokus: Medizinische Schönheitsbehandlungen

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske

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	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	35,96	43,69	52,86	63,96
EBITDA	4,65	6,42	7,92	10,77
EBIT	4,36	6,07	7,47	10,27
Jahresüberschuss	5,01	6,07	6,58	7,57

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,33	0,40	0,44	0,50
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,35

### Kennzahlen

EV/Umsatz	3,37	2,82	2,33	1,93
EV/EBITDA	23,51	19,20	15,56	11,45
EV/EBIT	24,87	20,31	16,50	12,00
KGV	23,63	21,25	19,61	17,02
KBV	4,26			

### Finanztermine

27.06.2017: Hauptversammlung  
31.08.2017: Halbjahresbericht 2017

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
31.03.2017: RS / 11,20 / KAUFEN  
02.11.2016: RS / 10,20 / 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 3,0 % auf 35,96 Mio. € (VJ: 34,94 Mio. €) hat die M1 Kliniken AG auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 den Wachstumskurs fortgesetzt. Die Grundlage für diese Entwicklung bildet eine erhebliche Ausweitung der Kapazitäten. So wurden die OP-Kapazitäten sowie darüber hinaus die unter dem Namen „M1“ firmierenden Fachzentren auf 12 (zuvor: 6 Fachzentren) erheblich erweitert. Dass trotz dieser signifikanten Kapazitätsausweitung ein nur vergleichsweise geringes Umsatzwachstum erzielt wurde, liegt an der Anlaufphase der neuen Fachzentren begründet, welche mit noch niedrigen Umsatz- und Ergebnisbeiträgen einhergeht.
- Die notwendigen Vorleistungen für die neu hinzugekommenen Fachzentren hatten höhere Kostenbelastungen nach sich gezogen. Dementsprechend reduzierte sich das EBIT, trotz des Umsatzanstiegs, auf 4,36 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €) und die dazugehörige EBIT-Marge auf 12,1 % (VJ: 20,1 %). Diese Entwicklung sehen wir als temporär an, da im abgelaufenen Geschäftsjahr besonders viele Kapazitäten mit den dazu notwendigen Vorleistungen geschaffen wurden.
- Auf Grundlage dieses Ausbaus dürften besonders im laufenden und in den kommenden Geschäftsjahren erhebliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen erzielt werden. Mit zunehmender Steigerung der Bekanntheit durch ein zielgerichtetes Marketing soll auch bei den neu angeschlossenen Fachzentren eine Steigerung der Anfragen sowie der Operations- und Auslastungsrate erreicht werden. Wir gehen davon aus, dass erst rund zwei Jahre nach einer Standorteröffnung das langfristige, standortspezifische Umsatzniveau erreicht wird.
- Hier dürfte die M1 Kliniken AG auch von der bereits erlangten Kostenführerschaft profitieren. Es werden dabei nur diejenigen Behandlungen angeboten, die von den Kunden am häufigsten nachgefragt werden, womit ein bereits hoher Standardisierungsgrad erreicht wurde. Damit werden Kostenvorteile generiert, die kleinere Wettbewerber - mithin ca. 95 % des Wettbewerbsumfelds - nicht generieren können. In Summe ist der M1-Konzern in der Lage, die Behandlungen teilweise zu erheblich niedrigeren Preisniveaus anzubieten als der Marktdurchschnitt.
- Wir rechnen für das laufende und die kommenden Geschäftsjahre mit einem jeweiligen Umsatzwachstum in Höhe ca. 20 %. Die hohe Umsatzdynamik basiert dabei auf dem sukzessiven Wegfall der Anlaufeffekte bei den neu eröffneten Fachzentren sowie auf die geplante Eröffnung weiterer Zentren in 2017. Die damit einhergehende Ausweitung der Umsätze resultiert sowohl aus einem Anstieg der Dienstleistungsumsätze (Umsätze, die direkt mit den Behandlungen in Verbindung stehen) als auch der Handelsumsätze über die Tochtergesellschaft M1 Aesthetics GmbH, die über eine Großhandelserlaubnis verfügt. Durch den geringeren Aufwand bei den Vorlaufinvestitionen erwarten wir eine sukzessive Verbesserung der EBIT-Marge auf bis zu 16,1 % (GJ 2019). Dass die Gesellschaft noch höhere Margenniveaus erzielen kann, wurde bereits in der Vergangenheit unter Beweis gestellt, als in den Geschäftsjahren 2014 und 2015 jeweils die 20,0%-Marke überschritten wurde.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein aktualisiertes Kursziel von 11,90 € (bisher: 11,20 €) je Aktie ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung resultiert aus einem Roll-Over-Effekt, da wir das aktuelle Kursziel auf Basis des Geschäftsjahres 2018 (bisher: 2017) ausformuliert haben. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 8,60 € ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 38,4 % und daher vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

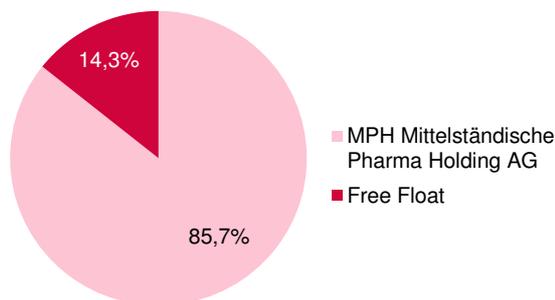
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Aktuelle Unternehmensstruktur .....	4
Unternehmensstrategie .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2016 .....	8
Umsatzentwicklung 2016 .....	8
Ergebnisentwicklung 2016 .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016 .....	11
SWOT-Analyse .....	12
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>13</b>
Umsatzprognose 2017 - 2019 .....	13
Ergebnisprognosen 2017 – 2019 .....	14
Bewertung .....	15
Modellannahmen .....	15
Bestimmung der Kapitalkosten .....	15
Bewertungsergebnis .....	15
DCF-Modell .....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

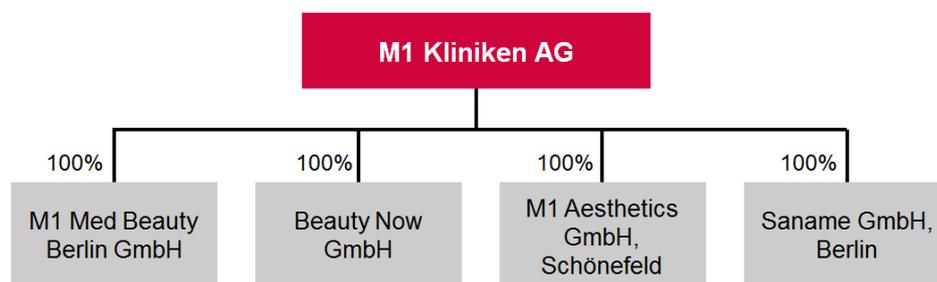
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2016
MPH Mittelständische Pharma Holding AG	85,7 %
Free Float	14,3 %

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG



### Aktuelle Unternehmensstruktur



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Der M1-Konzernkreis umfasst derzeit vier 100%ige Gesellschaften, wobei der Schwerpunkt der operativen Tätigkeit innerhalb der beiden Gesellschaften M1 Med Beauty Berlin GmbH und M1 Aesthetics GmbH gebündelt ist. Die Saname GmbH und Beauty Now GmbH üben derzeit kein operatives Geschäft aus.

Innerhalb der **M1 Med Beauty Berlin GmbH** werden medizinische Leistungen im Bereich des Schönheitswesens erbracht. Gemeint ist damit in erster Linie die Durchführung operativer und nicht-operativer Behandlungen, hauptsächlich Falten- und Lippenunterspritzungen aber auch Brustvergrößerungen, Fettabsaugungen oder Augenlidstraffungen. Diese Behandlungen werden aktuell in der M1 Schlossklinik in Berlin-Köpenick und weiteren 12 Fachberatungszentren angeboten. Für die Privatklinik wurde im Juni 2015 die Konzession zum Klinikbetrieb erteilt. Innerhalb des vierstöckigen Gebäudes verfügt die Gesellschaft über sechs Operationssäle sowie über mehrere Räume für nicht-invasive Behandlungen und 35 stationäre Betten. Die Klinik zählt bereits jetzt zu den größten und modernsten Fachkliniken für die Plastische und Ästhetische Chirurgie in Deutschland.

Der Einkauf und die Logistik von Arzneimitteln und Medizinprodukten aus dem Gesundheits- und Schönheitsbereich werden, als zweiter wichtiger Geschäftsbereich des M1-Konzerns, von der **M1 Aesthetics GmbH** abgedeckt. Für diese Tätigkeit verfügt die Gesellschaft über eine Großhandelserlaubnis nach §52a AMG. Dass auch dieser wichtige Geschäftsbereich adressiert wird, ist als eine insgesamt vertikale Integration der vorgelagerten Wertschöpfungsstufen zu betrachten. So werden etwa auch die Produktlieferungen an die M1-Schlossklinik bzw. die Fachberatungszentren mit abgedeckt und damit verbleiben die möglichen Größenvorteile innerhalb des M1-Konzerns.

## Unternehmensstrategie

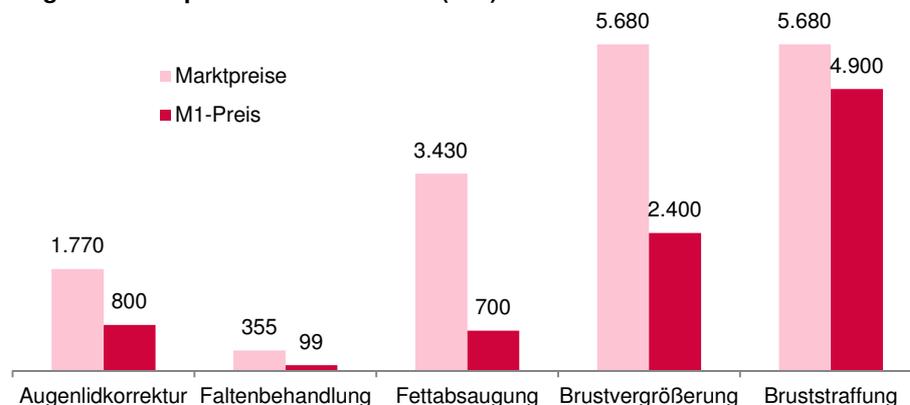
Die Kombination aus Dienstleistungsangebot für den Bereich der Schönheitsbehandlungen mit der Beschaffung von Arzneimitteln und Medizinprodukten ist ein wichtiger strategischer Eckpfeiler des M1-Konzerns. Besonders im Vordergrund stehen hier mögliche Synergieeffekte wie etwa die Nutzung von Größenvorteilen. Durch das standardisierte Angebot von Produkten und Dienstleistungen können günstige Einkaufspreise bei Lieferanten erzielt werden, um so auch den Kunden vergleichsweise günstige Preise für Produkte und Dienstleistungen anbieten zu können.

Die M1 Kliniken-Gruppe hat seit ihrer Tätigkeitsaufnahme über 100.000 Schönheitsbehandlungen durchgeführt. Es haben sich dabei effektive und effiziente Prozesse herausgebildet, deren kontinuierliche Verbesserung eines der wesentlichen Ziele des Managements ist. Durch den hohen Grad an Spezialisierung wird die Qualitätsführerschaft in wesentlichen Bereichen innerhalb der medizinischen Schönheitschirurgie angestrebt.

Auf der anderen Seite erlangt der Konzern mit der horizontalen Abdeckung der vorgelagerten Wertschöpfungsstufen bei Schönheitsbehandlungen ein besseres Verständnis zu den Abläufen und kann hier entsprechend ebenfalls Synergieeffekte heben. So können beispielsweise die Erfahrungen aus der großen Anzahl durchgeführter Schönheitsbehandlungen für den Handelsbereich gewinnbringend genutzt werden. Es ist geplant, ein auf die bestehenden Kundenwünsche optimiertes Produktportfolio an Arzneimitteln und Medizinprodukten aufzubauen, um damit weitere Kostenvorteile zu erreichen.

Grundsätzlich zielt die Unternehmensstrategie auf die Erlangung der Kostenführerschaft bei Schönheitsbehandlungen und –operationen. Es sollen diesbezüglich nur diejenigen Behandlungen angeboten werden, die von den Kunden am häufigsten nachgefragt werden, womit ein bereits hoher Standardisierungsgrad erreicht wurde. Ein weiterer Vorteil der hohen Standardisierung ist die Möglichkeit, die Prozesskette soweit zu optimieren, dass es zu einer hohen Auslastung und zu einem effektiven und effizienten Einsatz der Ressourcen (z.B. Operationssäle) und Mitarbeiter kommt. Damit werden Kostenvorteile generiert, die kleinere Wettbewerber - mithin ca. 95 % des Wettbewerbsumfelds - nicht generieren können. In Summe ist der M1-Konzern in der Lage, die Behandlungen teilweise zu erheblich niedrigeren Preisniveaus anzubieten als der Marktdurchschnitt. Ein Vergleich zu den durchschnittlichen Marktpreisen (Quelle: mybody.de) illustriert die bereits erreichte Kostenführerschaft des M1-Konzerns:

### Vergleich Marktpreise mit M1-Preisen (in €)



Quelle: mybody.de; M1 Kliniken AG; GBC AG

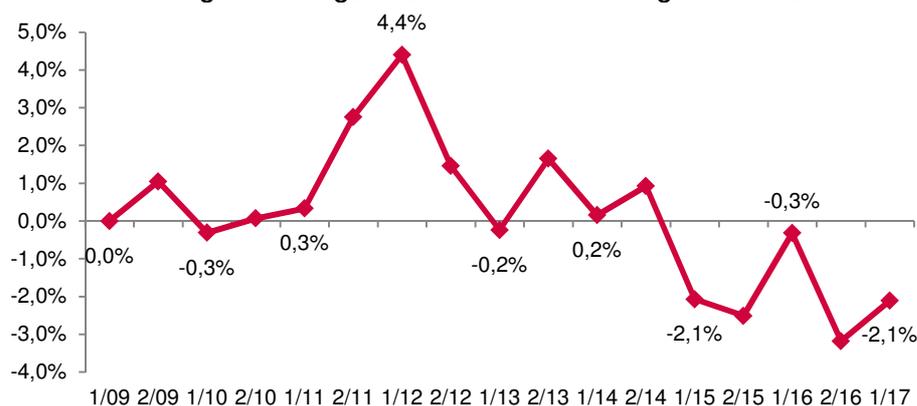
## MARKT UND MARKTUMFELD

Die M1 Kliniken AG ist mit dem Fokus auf Schönheitsbehandlungen sowie auf Produkte und Dienstleistungen aus dem Schönheitsbereich in einem wachsenden Marktumfeld tätig. Neben einer allgemein höheren Bereitschaft für Schönheitsbehandlungen profitiert das Marktumfeld zum einen von einem technologischen Fortschritt, wodurch Behandlungen kostengünstiger angeboten werden können, sowie zum anderen von einer zunehmenden Ausgabebereitschaft für medizinische Behandlungen.

Deutschland belegt dabei im internationalen Vergleich, gemessen an der Anzahl der Schönheitsbehandlungen, den sechsten Platz hinter den USA, Brasilien, Südkorea, Indien und Mexiko. Wird die vergleichsweise hohe Kaufkraft in Deutschland herangezogen, so lassen sich erhebliche Aufholpotenziale erkennen. Zumal der Anteil der Schönheitsbehandlungen an der Gesamtbevölkerung mit 0,8 % in Deutschland beispielsweise noch deutlich hinter den USA (1,3 %), Brasilien (1,2 %) oder Südkorea (2,3 %) liegt. Die ersten Aufholeffekte werden bereits anhand einer dynamischen Entwicklung bei den Schönheitsbehandlungen ersichtlich, welche in Deutschland alleine zwischen 2010 und 2015 um 72,2 % auf rund 620.000 zugelegt haben (Quelle: ISAPS: International Society of Aesthetic Plastic Surgery).

Ein wichtiger Aspekt bei der weiteren Marktentwicklung in Deutschland ist die tendenziell rückläufige Kostenentwicklung bei Schönheitsbehandlungen, vor allem vor dem Hintergrund das dem Kostenfaktor eine hohe Relevanz zugesprochen wird. Gemäß einer von der DGÄPC (Deutsche Gesellschaft für Ästhetisch-Plastische Chirurgie) durchgeführten Befragung haben 56,6 % der Frauen und 53,3 % der Männer angegeben, dass die Kosten ein wichtiger Entscheidungsfaktor für eine ästhetische Behandlung sind. Insgesamt haben sich aber die Kosten für Schönheitsbehandlungen vergleichsweise solide entwickelt. Gemäß Statistiken von mybody.de sind die Kosten der beliebtesten Eingriffe zwischen 2009 und 2017 im Durchschnitt nur um 2,1 % gefallen:

### Kostenentwicklung der wichtigsten Schönheitsbehandlungen in Deutschland



Quelle: mybody.de; GBC AG

Insofern ist die M1-Strategie mit der bereits erreichten Preisführerschaft vielversprechend, da hier davon auszugehen ist, neue Kundengruppen zu erreichen. Die aktuellen Angebotspreise des M1-Konzerns (zu finden unter [m1-beauty.de](http://m1-beauty.de)) liegen dabei bei allen Behandlungen zum Teil deutlich unterhalb der Marktpreise. Demnach liegt der Preis für eine Brustvergrößerung, eines der am häufigsten durchgeführten ästhetischen Eingriffe, bei der M1 Kliniken AG bei 2.400 €. Gegenüber dem Marktmittelwert in Höhe von 5.680 € (Quelle: mybody.de) ist die M1 Kliniken AG erheblich günstiger und positioniert sich damit in einem sehr attraktiven Segment, um an den hohen Wachstumspotenzialen der Schönheitsbranche zu partizipieren.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	34,93	35,96	43,69	52,86	63,96
Bestandsveränderungen	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	0,45	5,43	1,75	1,50	1,50
<b>Gesamtleistung</b>	<b>35,39</b>	<b>41,38</b>	<b>45,44</b>	<b>54,36</b>	<b>65,46</b>
Materialaufwand	-24,60	-27,94	-31,02	-37,22	-44,77
<b>Rohertrag</b>	<b>10,78</b>	<b>13,44</b>	<b>14,42</b>	<b>17,14</b>	<b>20,69</b>
Personalaufwand	-1,57	-3,80	-4,80	-5,90	-6,60
Abschreibungen	-0,22	-0,29	-0,35	-0,45	-0,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,98	-4,99	-3,20	-3,32	-3,32
<b>EBIT</b>	<b>7,02</b>	<b>4,36</b>	<b>6,07</b>	<b>7,47</b>	<b>10,27</b>
Zinserträge	0,02	1,14	1,10	0,80	0,60
Zinsaufwendungen	-0,27	-0,01	-0,03	-0,05	-0,05
<b>EBT</b>	<b>6,77</b>	<b>5,49</b>	<b>7,14</b>	<b>8,22</b>	<b>10,82</b>
Steuern	-0,14	-0,48	-1,07	-1,64	-3,25
<b>JÜ</b>	<b>6,63</b>	<b>5,01</b>	<b>6,07</b>	<b>6,58</b>	<b>7,57</b>
EBITDA	7,23	4,65	6,42	7,92	10,77
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>20,7%</i>	<i>12,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>16,8%</i>
EBIT	7,02	4,36	6,07	7,47	10,27
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>20,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,1%</i>	<i>16,1%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,44	0,33	0,40	0,44	0,50
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,30	0,35
Aktienzahl in Mio. Stück	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	6,08	22,07	34,94	35,96
EBITDA	0,05	5,13	7,23	4,65
EBITDA-Marge	0,8%	23,2%	20,7%	12,9%
EBIT	0,01	5,02	7,02	4,36
EBIT-Marge	0,1%	22,7%	20,1%	12,1%
Nachsteuerergebnis	0,11	4,59	6,63	5,01
EPS in €	0,01	0,31	0,44	0,33

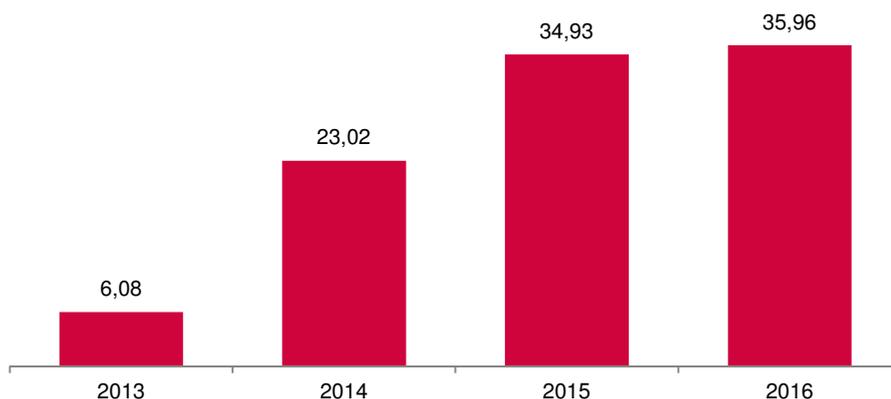
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2016

Die M1-Gruppe konnte erwartungsgemäß auch in 2016 den Wachstumskurs fortsetzen, mit einem Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 3,0 % auf 35,96 Mio. € (VJ: 34,94 Mio. €). Die Grundlage für das Umsatzwachstum ist einerseits der Ausbau der OP-Kapazitäten auf derzeit sechs OP-Säle (zuvor: 1 OP-Saal) sowie darüber hinaus die Erweiterung der unter dem Namen „M1“ firmierenden Fachzentren auf 12 (zuvor: 6 Fachzentren). Das Umsatzwachstum in Höhe von 3,0 % erscheint im Vergleich zum starken Kapazitätsausbau zunächst niedrig, dies ist jedoch auf Anlaufeffekte bei den neuen Fachzentren zurückzuführen. Gemäß Unternehmensangaben weisen neue Standorte in der Anfangsphase noch niedrige Umsatzbeiträge sowie, infolge notwendiger Vorleistungen, niedrige Ergebnisbeiträge auf. Daher sind signifikante Effekte aus der im vergangenen Geschäftsjahr umgesetzten Standorterweiterung erst im laufenden Geschäftsjahr 2017 zu erwarten.

In unseren bisherigen Prognosen hatten wir Umsatzerlöse in Höhe von 37,02 Mio. € prognostiziert und damit lag das von der Gesellschaft erreichte Umsatzniveau etwas unterhalb unseren Erwartungen.

## Umsatzerlöse (in Mio. €)



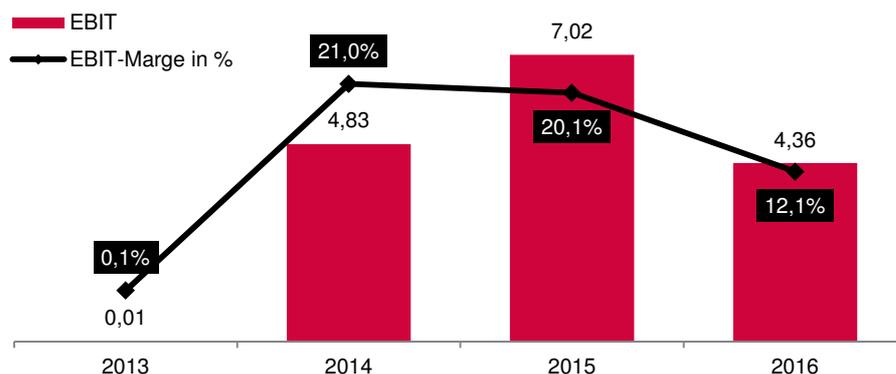
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Gemäß der Unternehmensstrategie weist der M1-Konzern drei Umsatzströme auf. Neben den Umsätzen aus Schönheitsbehandlungen sowie den Dienstleistungsumsätzen im Rahmen der Kooperationen mit den Fachzentren erzielt die M1 Kliniken AG umfangreiche Umsätze aus dem Handelsgeschäft mit pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkten für die ästhetische Medizin, plastische Chirurgie und kosmetische Dermatologie. Das innerhalb der M1 Aesthetics GmbH gebündelte Einkaufsvolumen sieht dabei die Vermarktung von Markenprodukten an Ärzte, Apotheken und Großhändler vor, und es gibt Überlegungen, exklusive Medizinprodukte gemeinsam mit Her-

stellern weiter zu entwickeln und zu vermarkten. Die Dienstleistungsumsätze innerhalb der Klinikkooperationen lassen sich unter dem Begriff „Administrations- und Verwaltungsdienstleistungen“ zusammenfassen und hängen sowohl vom Dienstleistungsaufwand als auch von der Anzahl der vereinbarten Kooperationen ab.

### Ergebnisentwicklung 2016

#### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Entgegen der Fortsetzung beim Umsatzwachstum reduzierte sich das EBIT von 7,02 Mio. € auf 4,36 Mio. € und folglich auch die EBIT-Marge auf 12,1 % (VJ: 20,1 %). Hierfür haben wir zwei Ursachen identifiziert. Einerseits legten die Materialaufwendungen um 16,3 % auf 28,62 Mio. € (VJ: 24,60 Mio. €) und damit erheblich stärker als das Umsatzwachstum zu. Der Anstieg der Materialaufwandsquote auf 78,3 % (VJ: 70,4 %) müsste auf den Umsatzmix zurückzuführen sein, welcher einen höheren Anteil der etwas margschwächeren Handelsumsätze aufweist.

Als zweite Ursache für den EBIT-Rückgang ist der Personalaufwand zu nennen, welcher sich auf 3,80 Mio. € (VJ: 1,57 Mio. €) mehr als verdoppelt hatte. Insgesamt finden sich im überproportionalen Kostenanstieg auch der infrastrukturelle Aufbau der neuen Standorte sowie der Ausbau der bestehenden Standorte wieder, welche mit entsprechenden Kostensteigerungen einhergingen.

#### EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Der Anstieg des sonstigen betrieblichen Ergebnisses um 1,97 Mio. € konnte dementsprechend nicht den allgemeinen Kostenanstieg auffangen. Für das deutlich höhere sonstige betriebliche Ergebnis zeichneten die sonstigen Erträge verantwortlich, welche hauptsächlich im Zusammenhang mit Marktwertveränderung der Finanzanlagen stehen.

Aus der Zuschreibung (Fair Value Bewertung von Aktien börsennotierter Gesellschaften) der Finanzanlagen ergibt sich ein Ergebnisbeitrag in Höhe von 4,59 Mio. €.

Das Nachsteuerergebnis lag als Folge des rückläufigen operativen Ergebnisses mit 5,01 Mio. € (VJ: 6,63 Mio. €) unterhalb des Vorjahresniveaus. Hier sind auch die im Vorjahresvergleich höheren Steueraufwendungen in Höhe von 0,48 Mio. € (VJ: 0,14 Mio. €) zu erwähnen. Gemäß Unternehmensangaben verfügt der M1-Konzern noch über Verlustvorträge, welche jedoch im kommenden Geschäftsjahr 2018 aufgebraucht sein dürften. Wir rechnen bereits ab dem laufenden Geschäftsjahr 2017 mit einem Anstieg der Steueraufwandsquote, die noch in 2016 bei 8,7 % und damit auf einem niedrigen Niveau lag.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

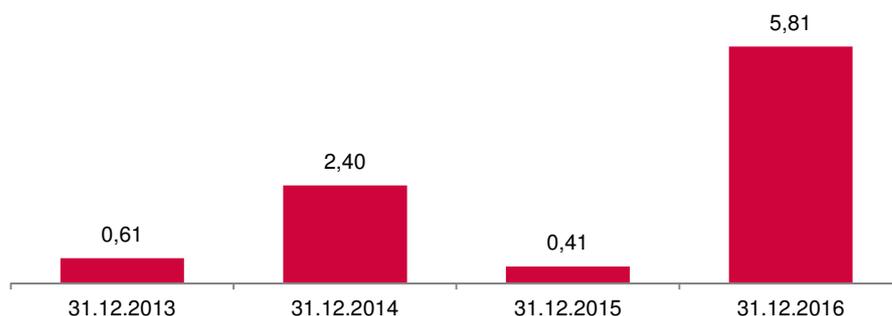
in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	25,39	29,75	30,26
EK-Quote	65,6%	89,6%	94,0%
Working Capital	0,47	15,93	6,58
Goodwill	14,00	8,03	8,03
Anlagevermögen	13,84	0,49	1,28
Langfr. Finanzanlagen	3,33	1,31	5,88
Net Debt	5,92	-0,24	-5,66
Cashflow (operativ)	0,90	0,07	7,94
Cashflow (Investition)	-7,00	0,63	1,98
Cashflow (Finanzierung)	7,71	-2,28	-4,52

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Grundsätzlich geht das Geschäftsmodell der M1 Kliniken AG, mit dem Schwerpunkt auf Klinikkooperationen, mit einem vergleichsweise geringen Investitionsaufwand einher. Die Investitionsbedürfnisse beschränken sich gemäß Unternehmensangaben auf die Einrichtung der Schönheitskliniken und werden in der Regel von den Einnahmen aus dem laufenden Geschäft gedeckt. Dementsprechend muss die Gesellschaft nicht auf Bankfinanzierungen zurückgreifen, weswegen die Bilanzsituation als sehr solide eingestuft werden kann. Bei einem Eigenkapital in Höhe von 30,26 Mio. € (31.12.15: 29,75 Mio. €) verfügt der M1-Konzern über eine weiterhin hohe EK-Quote in Höhe von 94,0 % (31.12.15: 89,6 %).

Der Rückgang des Working Capitals auf 6,58 Mio. € (31.12.15: 15,93 Mio. €) stellt die wesentliche Veränderung des vergangenen Geschäftsjahres dar. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen haben sich von 15,66 Mio. € (31.12.2015) auf 6,84 Mio. € (31.12.2016) reduziert. Die Reduzierung hatte einen Anstieg des operativen Cashflows auf 7,94 Mio. € (VJ: 0,07 Mio. €) in 2016 zur Folge und führte zu einem deutlichen Anstieg der liquiden Mittel auf 5,81 Mio. € (31.12.2015: 0,41 Mio. €).

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kostenführerschaft bei Schönheitsbehandlungen erreicht. Im Marktvergleich weist die M1 Kliniken AG die wettbewerbsfähigsten Preise auf.</li> <li>• Durch die Abdeckung des Handelssegments können Skaleneffekte und Größenvorteile gehoben werden.</li> <li>• Hoher Standardisierungsgrad ermöglicht einen Kostenvorteil bei den Schönheitsbehandlungen.</li> <li>• Mit den 12 Fachberatungszentren sowie der selbst betriebenen Klinik in Berlin verfügt der M1-Konzern über eine breite regionale Abdeckung in Deutschland.</li> <li>• Überdurchschnittliche Partizipation am Unternehmenserfolg durch ausschüttungsfreundliche Dividendenpolitik.</li> <li>• Es liegen sehr solide Bilanzrelationen mit einer hohen EK-Quote (94,0 %), vor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die M1-Aktie ist mit einem Freefloat von 14,3 % vergleichsweise markteng.</li> <li>• Der immaterielle Goodwill dominiert mit 8,03 Mio. € das Anlagevermögen.</li> <li>• Neue Standorte benötigen Vorlaufinvestitionen (Marketing, Infrastruktur etc.) bis zur Erreichung des Break-Even.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Für das geplante anorganische Wachstum (Vereinbarung neuer Kooperationen) sind keine hohen Investitionen notwendig.</li> <li>• Die Nachfrage nach Schönheitsbehandlungen nimmt immer stärker zu. Behandlungen in Deutschland sind besonders nachgefragt.</li> <li>• Der Kostenfaktor wird von den Patienten als sehr wichtig wahrgenommen. Der M1-Konzern dürfte als Kostenführer besonders davon profitieren. Neue Kundengruppen könnten gewonnen werden.</li> <li>• Mit der Entwicklung eigener Produkte würde das Handelssegment die Wertschöpfung steigern.</li> <li>• Im eingeschwungenen Zustand ist unseres Erachtens eine EBIT-Marge in Höhe von über 20,0 % möglich.</li> <li>• Expansion des Geschäftsmodells auf weitere Länder (DACH; EU) ist aufgrund der wettbewerbsfähigen Preise möglich.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verschärfte Regulierungsmaßnahmen im Gesundheits- und Schönheitssektor könnten sich direkt negativ auswirken.</li> <li>• Eintritt neuer Konkurrenten, insbesondere bei nicht-invasiven Behandlungen, ist vor dem Hintergrund niedriger Eintrittsbarrieren möglich.</li> <li>• Eine negative Kursentwicklung bei den Finanzanlagen (Aktien börsennotierter Unternehmen) würde mit Ergebnisbelastungen einhergehen.</li> </ul>

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	35,96	43,69	52,86	63,96
EBITDA	4,65	6,42	7,92	10,77
EBITDA-Marge	12,9%	14,7%	15,0%	16,8%
EBIT	4,36	6,07	7,47	10,27
EBIT-Marge	12,1%	13,9%	14,1%	16,1%
Nachsteuerergebnis	5,01	6,07	6,58	7,57
EPS in €	0,33	0,41	0,44	0,50

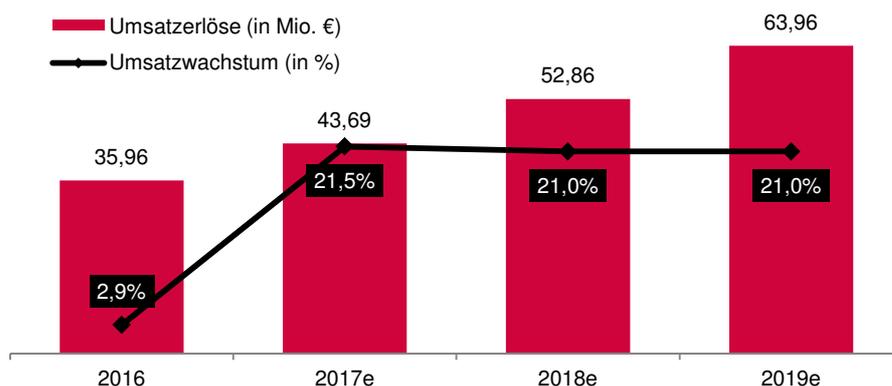
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

### Umsatzprognose 2017 - 2019

Nachdem die M1 Kliniken AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 erwartungsgemäß einen deutlichen Ausbau der OP-Kapazitäten sowie der angeschlossenen Fachzentren umgesetzt hat, dürften im laufenden Geschäftsjahr 2017 erstmals signifikante Effekte aus diesem Ausbau ersichtlich werden. Gemäß Unternehmensangaben ist bei neuen Standorten noch zunächst mit einer niedrigen Umsatzbasis und dadurch mit niedrigen Ergebnisbeiträgen zu rechnen. Mit zunehmender Steigerung der Bekanntheit durch ein zielgerichtetes Marketing sollen auch bei den neu angeschlossenen Fachzentren eine Steigerung der Anfragen sowie der Operations- und Auslastungsrate erreicht werden. Wir gehen davon aus, dass erst rund zwei Jahre nach einer Standortöffnung das langfristige, standortspezifische Umsatzniveau erreicht wird. Folglich dürfte im laufenden Geschäftsjahr 2017 alleine aus der im vergangenen Geschäftsjahr 2016 umgesetzten Kapazitätsausweitung deutlich höhere Umsatzniveaus erreicht werden. Mit den in 2016 neu hinzugekommenen sechs Fachzentren wurde die Anzahl der Fachzentren innerhalb nur eines Geschäftsjahres verdoppelt.

Darüber hinaus plant die Gesellschaft, als Basis für das weitere Wachstum, in den darauffolgenden Geschäftsjahren die Eröffnung von fünf weiteren Fachzentren in 2017. In diesem Zusammenhang wurde am 08.05.2017 der Erwerb eines Gebäudes für die Errichtung eines Operationszentrums in Essen bekannt gegeben. Der aus der Ausweitung der Standorte insgesamt resultierende Anstieg der Umsätze ist dabei sowohl eine Folge höherer Dienstleistungsumsätze (Umsätze, die direkt mit den Behandlungen in Verbindung stehen) als auch höherer Handelsumsätze über die Tochtergesellschaft M1 Aesthetics GmbH, die über eine Großhandelserlaubnis verfügt. Abnahmeverträge sind dabei ein Bestandteil einer Kooperationsvereinbarung mit jedem Fachzentrum und ermöglichen damit den direkten Zugang zu den Herstellern, womit letztendlich erhebliche Preisvorteile erzielt werden und damit die günstige Kostenstruktur aufrechterhalten wird.

### Umsatzprognosen 2017 – 2019 (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

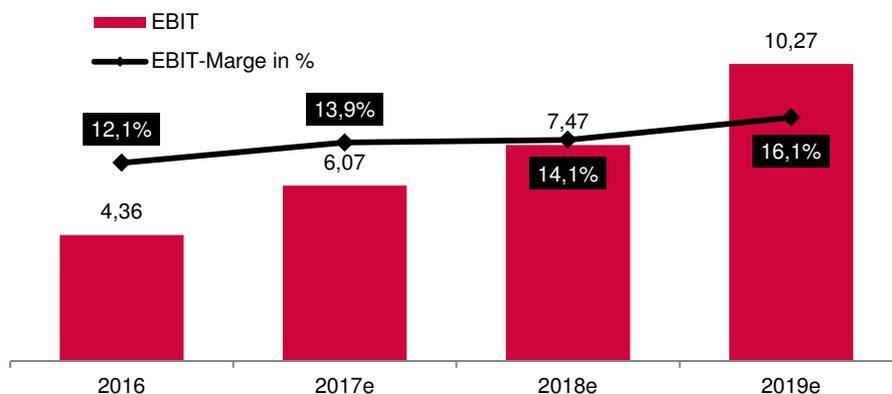
Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2017 mit einer deutlichen Beschleunigung der Wachstumsdynamik, welche in den darauffolgenden Geschäftsjahren nochmals leicht ausgebaut werden dürfte. Der ganzjährige Einbezug der Fachzentren im laufenden und in den kommenden Geschäftsjahren bildet hierfür die Grundlage. Damit bestätigen wir weitestgehend unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 11.02.2016) und nehmen zudem erstmalig das Geschäftsjahr 2019 in den konkreten Prognosezeitraum auf.

## Ergebnisprognosen 2017 – 2019

In unseren Ergebnisprognosen beziehen wir zunächst noch die notwendigen Vorlaufinvestitionen bzw. die noch geringen Skaleneffekte bei den Fachzentren ein, wodurch sich die Ergebnismarge zunächst noch seitwärts entwickeln dürfte. Ab dem Geschäftsjahr 2019 rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg der EBIT-Marge auf 16,1 %. Dass die Gesellschaft noch höhere Margenniveaus erzielen kann, wurde bereits in der Vergangenheit unter Beweis gestellt, als in den Geschäftsjahren 2014 und 2015 jeweils die 20,0%-Marke überschritten wurde.

Die Entwicklung der Ergebnismarge hängt zudem stark vom Umsatzmix ab, welcher sich aus den margenstärkeren Dienstleistungsumsätzen und den margenschwächeren Handelsumsätzen zusammensetzt. Wir erwarten für die kommenden Geschäftsjahre ein weitestgehend konstantes Verhältnis, da beide Erlösströme sich im Gleichschritt positiv entwickeln dürften.

### EBIT-Prognose 2017 – 2019 (in Mio. €) und Prognose der EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Gemäß Unternehmensangaben verfügt der M1-Konzern noch über Verlustvorräte, welche jedoch im kommenden Geschäftsjahr 2018 aufgebraucht sein dürften. Wir rechnen bereits ab dem laufenden Geschäftsjahr 2017 mit einem Anstieg der Steueraufwandsquote auf 15,0 %, welche gemäß unseren Erwartungen bis zum Geschäftsjahr 2019 auf 30,0 % zulegen sollte.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die M1 Kliniken AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017, 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase von 2020 bis 2024 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 22,0 % 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 Marktprämie, 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: 1,00 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,26 % (bisher: 9,01 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,26 % (bisher: 9,01 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 11,90 € (bisher: 11,20 €). Die leichte Kurszielanhebung gegenüber dem bisherigen, auf den vorläufigen Zahlen basierenden Kursziels, ergibt sich alleine aus einem Roll-Over-Effekt, da wir das aktuelle Kursziel auf Basis des Geschäftsjahres 2018 (bisher: 2017) ausformuliert haben.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	22,0%	ewige EBITA - Marge	22,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	13,5%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	43,69	52,86	63,96	67,16	70,52	74,04	77,74	81,63	
US Veränderung	21,5%	21,0%	21,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	29,12	33,04	33,04	33,04	33,04	33,04	33,04	33,04	
EBITDA	6,42	7,92	10,77	14,77	15,51	16,29	17,10	17,96	
EBITDA-Marge	14,7%	15,0%	16,8%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
EBITA	6,07	7,47	10,27	14,39	15,11	15,86	16,66	17,49	
EBITA-Marge	13,9%	14,1%	16,1%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	22,3%
Steuern auf EBITA	-0,91	-1,49	-3,08	-4,32	-4,53	-4,76	-5,00	-5,25	
zu EBITA	15,0%	20,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,16	5,98	7,19	10,07	10,57	11,10	11,66	12,24	
Kapitalrendite	65,6%	72,9%	74,9%	84,4%	95,3%	95,3%	95,3%	95,3%	97,3%
Working Capital (WC)	6,70	8,00	10,00	9,07	9,52	10,00	10,50	11,02	
WC zu Umsatz	15,3%	15,1%	15,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
Investitionen in WC	-0,12	-1,30	-2,00	0,93	-0,45	-0,48	-0,50	-0,52	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,50	1,60	1,94	2,03	2,13	2,24	2,35	2,47	
AFA auf OAV	-0,35	-0,45	-0,50	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	-0,47	
AFA zu OAV	23,3%	28,1%	25,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-0,57	-0,55	-0,84	-0,48	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	
Investiertes Kapital	8,20	9,60	11,94	11,10	11,65	12,24	12,85	13,49	
EBITDA	6,42	7,92	10,77	14,77	15,51	16,29	17,10	17,96	
Steuern auf EBITA	-0,91	-1,49	-3,08	-4,32	-4,53	-4,76	-5,00	-5,25	
Investitionen gesamt	-0,69	-1,85	-2,84	0,45	-0,96	-1,01	-1,06	-1,11	
Investitionen in OAV	-0,57	-0,55	-0,84	-0,48	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	
Investitionen in WC	-0,12	-1,30	-2,00	0,93	-0,45	-0,48	-0,50	-0,52	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,82	4,58	4,85	10,91	10,02	10,52	11,05	11,60	203,06

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	152,34	161,88
Barwert expliziter FCFs	43,13	42,55
Barwert des Continuing Value	109,21	119,33
Nettoschulden (Net debt)	-15,76	-16,58
Wert des Eigenkapitals	168,10	178,46
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	168,10	178,46
Ausstehende Aktien in Mio.	15,00	15,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	11,21	<b>11,90</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
95,3%	13,73	12,64	11,73	10,96	10,30
96,3%	13,84	12,73	11,81	11,03	10,37
97,3%	13,95	12,83	<b>11,90</b>	11,11	10,44
98,3%	14,05	12,92	11,98	11,19	10,51
99,3%	14,16	13,02	12,07	11,26	10,58

## 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 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 §34b Abs. 1 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 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 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 §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: (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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung 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.)

**§ 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), Lurgiallee 12, 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**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)