

MagForce AG ^{*5a,6a,11}

Kaufen

Kursziel: 15,80 €

aktueller Kurs: 6,75
05.03.2018 / XETRA-
Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
WKN: AOHGQF
Börsenkürzel: MF6
Aktienanzahl³: 26,34
Marketcap³: 177,82
EnterpriseValue³: 159,40
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Scale
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Fertigstellung/Veröffentlichung:
05.03.2018 / 06.03.2018

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

Fokus: Krebstherapie

Mitarbeiter: 28 Stand: 31.12.2016

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Ben J. Lipps, Prof. Dr. Hoda Tawfik,
Christian von Volkmann

Die MagForce AG mit Sitz in Berlin ist nach eigenen Angaben ein führendes Unternehmen auf dem Gebiet der Nanomedizin mit Fokus auf der Krebstherapie. Die von ihr entwickelte NanoTherm[®] Therapie wäre für die lokale Behandlung von nahezu allen soliden Tumoren geeignet. Die Behandlung erfolgt durch Wärme, die mittels Aktivierung von injizierten superparamagnetischen Nanopartikeln erzeugt wird. Die Bestandteile dieser Therapie, die Medizinprodukte NanoTherm[®], NanoPlan[®], Thermometrie-Katheter TK01, NanoActivator[®] mit der Thermometrie Einheit, haben die EU-weite Zertifizierung für die Behandlung von Gehirntumoren. Ziel der neuartigen Krebstherapie ist es, sich neben den konventionellen Therapieverfahren, wie beispielsweise Chirurgie, Strahlen- und Chemotherapie, als weitere Säule in der Krebstherapie zu etablieren. Laut verfügbaren Daten zeigt die NanoTherm Therapie vielversprechende Effektivität und ist darüber hinaus gut verträglich.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	0,47	0,98	2,71	8,58	52,44	104,20
EBITDA	-6,56	-5,38	-7,64	-7,67	-3,64	46,63
EBIT	-7,46	-5,54	-7,81	-7,84	-3,81	46,46
JÜ vor Minderheiten	-7,23	-6,01	-8,46	-8,71	-5,06	45,56

Kennzahlen in EUR

EPS vor Minderheiten	-0,28	-0,23	-0,32	-0,33	-0,19	1,73
----------------------	-------	-------	-------	-------	-------	------

Kennzahlen

EV/Umsatz	336,28	162,65	58,82	18,58	3,04	1,53
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,42
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,43
KGV (vor Minderheiten)	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3,90

Finanztermine

03.05.2018: Geschäftsbericht 2017

August 2018: Hauptversammlung

24.10.2018: Halbjahresbericht 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

24.08.2017: RS / 15,00 / KAUFEN

23.03.2017: RS / 13,90 / KAUFEN

21.10.2016: RS / 14,30 / KAUFEN

12.08.2016: RS / 14,30 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II für Research als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“:

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der fortlaufenden Erstellung von Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Die Research Reports werden weitreichend veröffentlicht bzw. öffentlich bereitgestellt sowie allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

Operative Entwicklung erstes Halbjahr 2017

in Mio. €	1.HJ 2014	1.HJ 2015	1.HJ 2016	1.HJ 2017
Umsatzerlöse	0,00	1,29	0,59	0,68
Gesamtleistung	7,08	3,69	0,75	1,29
EBIT	3,71	0,36	-3,38	-3,00
Periodenergebnis	3,84	0,53	-3,19	-3,02

Quelle: MagForce AG; GBC AG

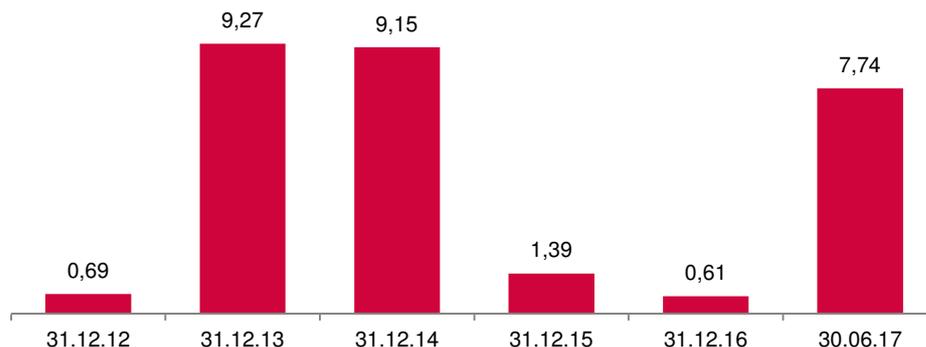
Im ersten Halbjahr 2017 lag der Fokus der MagForce AG, wie auch schon in den Vorperioden, auf dem Ausbau der kommerziellen Behandlungen von Glioblastom-Patienten in Europa, auf der Zulassung der NanoTherm-Therapie zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA sowie auf der Ausweitung der finanziellen Basis.

Bei der Glioblastom-Behandlung in Europa hat die Gesellschaft die lokalen Partnerschaften ausgebaut und somit die Anzahl der Anfragen deutlich gesteigert. Darüber hinaus erfolgten die ersten vorbereitenden Maßnahmen zum europäischen Roll-Out der zur Behandlung notwendigen NanoActivator®-Geräte. Bisher wird die europäische Nachfrage von den Behandlungszentren in Deutschland adressiert. Künftig ist es geplant, zusätzliche Behandlungszentren einzurichten, was, aufgrund von Kosten- und Zeitvorteilen für die Patienten mit einer entsprechend höheren Behandlungsanzahl einhergehen dürfte. Neben Deutschland hat die MagForce AG Polen, Italien, Spanien, Niederlande und die Schweiz als Zielländer identifiziert.

Beim zweiten Behandlungspfad, der Behandlung von Prostatakrebs in den USA, wurden zwischenzeitlich alle von der FDA geforderten Punkte abgearbeitet und erfüllt. Mittlerweile hat die MagForce AG die Genehmigung zur Durchführung der klinischen Studie („Investigational Device Exemption“, IDE) erhalten und hat damit einen bedeutenden Meilenstein für die Zulassung in den USA erreicht. (siehe Prognose und Modellannahmen).

Darüber hinaus hat die MagForce AG die finanzielle Basis zur Umsetzung der genannten strategischen Maßnahmen erheblich ausgeweitet. Im ersten Halbjahr 2017 wurde die Liquidität diesbezüglich im Rahmen einer Wandelanleiheemission (März 2017) sowie im Rahmen einer Kapitalerhöhung (Juni 2017) um insgesamt 10 Mio. € gesteigert. Darüber hinaus hat die Gesellschaft nach Ablauf des ersten Halbjahres 2017 eine Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB) unterschrieben, wonach in den kommenden drei Jahren Fremdkapital in Höhe von bis zu 35,0 Mio. € aufgenommen werden kann. Gemäß Unternehmensangaben ist dieses über mehrere Tranchen abzurufende Kreditvolumen ausreichend, um die Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie vollständig zu finanzieren. Gleichzeitig wird damit das Finanzierungsrisiko deutlich reduziert und die operative Flexibilität signifikant erhöht.

Liquiditätsentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Die damit deutlich flexiblere und ausgebauter Liquiditätsausstattung ist insbesondere vor dem Hintergrund, wonach die Gesellschaft noch nicht die operative Gewinnschwelle erreicht hat, von hoher Bedeutung. Der Kassenbestand zum 30.06.2017 in Höhe von 7,74 Mio. € (31.12.2016: 0,61 Mio. €) konnte dabei, trotz des negativen Periodenergebnisses in Höhe von -3,02 Mio. € deutlich ausgebaut werden. Die Mittel aus der im Juni erfolgten Kapitalerhöhung sowie des neuen EIB-Fremdkapitals sind hier noch nicht enthalten, so dass wir von einem weiteren Liquiditätsanstieg zum Stichtag 31.12.2017 ausgehen.

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatzerlöse	0,98	2,71	8,58	52,44	104,20	121,20	135,40	155,60
EBITDA	-5,38	-7,64	-7,67	-3,64	46,63	54,29	60,72	69,78
EBIT	-5,54	-7,81	-7,84	-3,81	46,46	54,12	60,55	69,61
JÜ vor Minderheiten	-6,01	-8,46	-8,71	-5,06	45,56	38,17	42,38	48,73

Quelle: GBC AG

Die MagForce AG hat am 10. Februar 2018 die Genehmigung zur Durchführung einer klinischen Studie („Investigational Device Exemption“, IDE) für die Behandlung zur fokalen Tumorablektion bei intermediärem Prostatakrebs durch die FDA bekannt gegeben. Vor allem die Tatsache, wonach die amerikanische Zulassungsbehörde die MagForce-Technologie damit als Medizinprodukt einstuft, ist als ein wichtiger Meilenstein in der Unternehmensentwicklung zu sehen. Die Zulassung für Medizinprodukte ist im Gegensatz bei der Arzneimittelzulassung deutlich günstiger und mit einem erheblich geringeren Zeitaufwand zu erreichen.

Im Rahmen der Registrierungsstudie sollen bis zu 120 männliche Patienten einbezogen werden. Aufgrund der vergleichsweise hohen Fallzahl in diesem Indikationsbereich (230.000 neue Prostataerkrankungen in den USA jährlich), dürfte die Gesellschaft schnell die notwendige Patientenzahl rekrutieren. Wir rechnen mit einem Abschluss der Behandlungsphase bis zum vierten Quartal des laufenden Geschäftsjahres. Nach der anschließenden Auswertungsphase dürfte die Zulassung durch die FDA im vierten Quartal 2019 erfolgen und damit rund ein Jahr später als bisher von uns erwartet. Wir gehen davon aus, dass die MagForce AG zusätzlich zu den bereits bestehenden Behandlungszentren San Antonio und Seattle mindestens noch ein weiteres Zentrum in die Studie einbindet. Während der anschließenden Auswertungsphase sollten weitere NanoActivator[®]-Geräte (NanoActivator[®] zur Prostatabehandlung sind deutlich kleiner und kostengünstiger als für die Behandlung von Glioblastom) installiert werden, um eine flächendeckende Behandlung zu ermöglichen. Bei einem Stückpreis von ca. 50.000 €/Gerät werden sich die hierfür notwendigen Investitionen in Grenzen halten, so dass ein schneller Roll-Out möglich ist. Unsere Prognosen beziehen die ersten nennenswerten Behandlungserlöse dieses Indikationsbereiches ab 2020 ein.

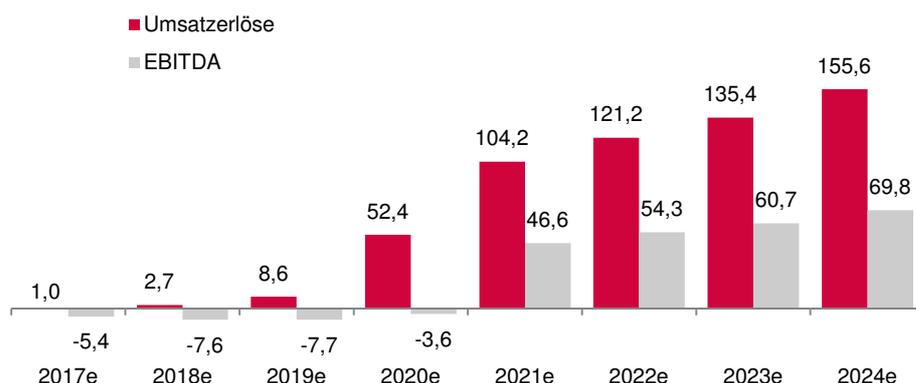
Parallel dazu befindet sich die Gesellschaft weiterhin in der Roll-Out-Phase in Europa, für die Behandlung von Gehirntumoren (Glioblastom). Die in Europa bereits zugelassene MagForce-Technologie soll über die Erschließung weiterer Behandlungszentren insbesondere in Polen, Italien und Spanien näher an die Patienten gebracht werden. Mit den Mitteln aus den in 2017 erfolgten Finanzierungsmaßnahmen verfügt die Gesellschaft über eine ausreichende Finanzierungskraft zur Erschließung neuer Behandlungszentren in Europa und dazugehöriger Installation neuer NanoActivator[®]-Geräte. Ein weiterer wichtiger Aspekt der künftigen Unternehmensentwicklung ist die Erlangung der Kostenerstattung durch die Versicherungen, da derzeit die vergleichsweise kostspielige Behandlung noch privat getragen wird. Die MagForce AG hat diesbezüglich mit Dr. Lutz Helmke einen erfahrenen Manager aus der Medizintechnikbranche gewinnen können. Er

soll als „Executive Vice President und Managing Director Europe“ insbesondere die Kostenrückerstattung in Europa voranbringen. Seine Expertise in diesem Gebiet stammt insbesondere aus seinen langjährigen Managementpositionen, wo er für die Implementierung von Abrechnungssystemen und Kostenerstattungen zuständig war.

Für die kommenden Geschäftsjahre wird die MagForce AG noch niedrige Umsatzniveaus aufweisen. Während wir mit der Zulassung in den USA Ende 2019 und damit erst ab 2020 mit ersten nennenswerten Umsätzen aus der Behandlung von Prostatapatienten rechnen, dürfte die Glioblastom-Behandlung in Europa noch vom geplanten Roll-Out in Polen, Spanien und Italien geprägt sein. Neben der Installation von NanoActivator®-Geräten in diesen Ländern wird die Gesellschaft jeweils Erstattungsstudien an bis zu 20 Patienten durchführen. Zugleich werden die Marketingaktivitäten forciert, womit die Bekanntheit der MagForce-Technologie und damit die Grundlage für steigende Anfragen gesteigert werden soll.

Wir haben unsere bisherigen Umsatzprognosen, zumindest bis zum Jahr 2020, deutlich niedriger angesetzt. Ab 2020, also nach dem europäischen Roll-Out und mit der erwarteten USA-Zulassung zur Prostata-Behandlung, rechnen wir mit einem deutlichen Umsatzanstieg:

Prognose Umsatzerlöse und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Analog zum niedrigen Umsatzniveau prognostizieren wir bei der MagForce AG ein noch niedriges Ergebnisniveau, welches erst ab 2021 nennenswert ansteigen sollte. Bis zum Geschäftsjahr 2021 sollte die Kostensituation der Gesellschaft noch von Aufwendungen im Zusammenhang mit der FDA-Zulassung, der Erstattungsstudien in Europa sowie vor allem von der Installation der für eine hohe Behandlungsanzahl notwendigen Geräte geprägt sein. Auch wird die MagForce AG im nennenswerten Umfang Marketingaufwendungen vorweisen.

Die Finanzierung bis zum geplanten Break-Even in 2021 dürfte durch die im vergangenen Geschäftsjahr erweiterte Finanzierungsbasis (siehe EIB-Finanzierung) gut zu bewerkstelligen sein.

Bewertung

Modellannahmen

Die MagForce AG wurde von uns mittels eines DCF-Modells bewertet. Dabei haben wir auf Grundlage des Kommerzialisierungsplans der Gesellschaft für die Jahre 2017 - 2024 konkrete Umsatz- und Ergebnisschätzungen erstellt. Aufgrund der aufgelaufenen Verlustvorträge haben wir eine Steuerquote in Höhe von 30 % erst ab dem Geschäftsjahr 2022e berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Umsatzwachstumsrate von 3,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MagForce 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: 1,25 %).

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 1,77 (bisher: 2,04).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,97 % (bisher: 12,45 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,76 % (bisher: 11,01 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 15,80 € (bisher: 15,00 €). Zwar haben wir für die kommenden drei Geschäftsjahre eine Prognosereduktion vorgenommen, dennoch sehen wir das Zulassungsrisiko in den USA durch die erfolgte FDA-Genehmigung zur Durchführung der klinischen Studie deutlich niedriger als zuvor. Um diesem Umstand gerecht zu werden, haben wir eine Reduktion des Beta auf 1,77 (zuvor: 2,04) und damit des Diskontierungssatzes auf 9,76 % (zuvor: 11,01 %) vorgenommen. Dies hatte unsere Prognosereduktion bis 2020 überkompensiert.

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Valuation

Value driver of DCF-model after the estimate phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-margin	44,8%	Perpetual growth rate	3,5%
Working Capital to sales	35,0%	Perpetual EBITA margin	43,7%
		Tax rate terminal value	30,0%

Three phases DCF - Model:

Phase in €m	estimate								Terminal value
	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY22e	FY23e	FY24e	
Sales	0,97	2,71	8,58	52,44	104,20	121,20	135,40	155,60	
<i>Sales change</i>	105,7%	177,8%	217,1%	510,9%	98,7%	16,3%	11,7%	14,9%	3,5%
EBITDA	-5,38	-7,39	-7,67	-3,64	46,63	54,29	60,72	69,78	
<i>EBITDA-margin</i>	neg.	neg.	-89,4%	-6,9%	44,8%	44,8%	44,8%	44,8%	
EBITA	-5,54	-7,56	-7,84	-3,81	46,46	54,12	60,55	69,61	
<i>EBITA-margin</i>	neg.	neg.	-91,4%	-7,3%	44,6%	44,7%	44,7%	44,7%	43,7%
Taxes on EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-16,24	-18,16	-20,88	
<i>Taxes to EBITA</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-5,54	-7,56	-7,84	-3,81	46,46	37,89	42,38	48,73	
Return on capital	-447%	-378%	-174%	-47,6%	335,1%	73,6%	70,8%	72,9%	64,1%
Working Capital (WC)	-1,50	0,00	2,50	7,87	36,47	42,42	47,39	54,46	
<i>WC to sales</i>	neg.	0,0%	29,1%	15,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
<i>Investment in WC</i>	-0,97	-1,50	-2,50	-5,37	-28,60	-5,95	-4,97	-7,07	
Operating fixed assets (OFA)	3,50	4,50	5,50	6,00	15,00	17,45	19,49	22,40	
<i>Depreciation on OFA</i>	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
<i>Depreciation to OFA</i>	4,6%	3,8%	3,1%	2,8%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	
<i>Investment in OFA</i>	0,05	-1,17	-1,17	-0,67	-9,17	-2,62	-2,21	-3,08	
Capital employed	2,00	4,50	8,00	13,87	51,47	59,87	66,88	76,86	
EBITDA	-5,38	-7,39	-7,67	-3,64	46,63	54,29	60,72	69,78	
Taxes on EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-16,24	-18,16	-20,88	
Total investment	-0,92	-2,67	-3,67	-6,04	-37,77	-8,57	-7,18	-10,15	
<i>Investment in OFA</i>	0,05	-1,17	-1,17	-0,67	-9,17	-2,62	-2,21	-3,08	
<i>Investment in WC</i>	-0,97	-1,50	-2,50	-5,37	-28,60	-5,95	-4,97	-7,07	
<i>Investment in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Free Cashflow	-6,30	-10,06	-11,34	-9,67	8,86	29,49	35,37	38,75	744,53

Value operating business (due date)	427,22	478,96
<i>Net present value explicit free CF</i>	39,15	53,04
<i>Net present value of terminal value</i>	388,07	425,92
Net debt	-12,57	-1,86
Value of equity	439,79	480,82
Minority interests	-59,18	-64,70
Value of share capital	380,61	416,12
Outstanding shares in m	26,34	26,34
Fair value per share in €	14,45	15,80

Cost of capital:

Risk free rate	1,3%
Market risk premium	5,5%
Beta	1,77
Cost of equity	11,0%
Target weight	85,0%
Cost of debt	4,0%
Target weight	15,0%
Taxshield	28,7%

WACC **9,8%**

Return on capital	WACC				
	7,8%	8,8%	9,8%	10,8%	11,8%
62,1%	24,01	18,82	15,33	12,85	11,00
63,1%	24,39	19,11	15,57	13,04	11,16
64,1%	24,77	19,40	15,80	13,23	11,32
65,1%	25,15	19,69	16,03	13,42	11,47
66,1%	25,53	19,98	16,26	13,61	11,63

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 § 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 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 § 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,6a,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), 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), stellvertr. Chefanalyst

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