



Researchstudie (Anno)

M1 Kliniken AG



**„Erheblicher Anstieg der Klinikstandorte umgesetzt,
Geschäftsjahr über Erwartungen,
Expansionskurs wird fortgesetzt,
Neue Geschäftsbereiche werden erschlossen “**

Kursziel: 18,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16

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

M1 Kliniken AG^{*5a,11}

Kaufen

Kursziel: 18,50 €
(bisher: 16,15 €)

aktueller Kurs: 15,60
16.05.18 / XETRA / 10:35
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0STSQ8
WKN: A0STSQ
Börsenkürzel: M12
Aktienanzahl³: 16,500
Marketcap³: 176,36
EnterpriseValue³: 152,20
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Open Market

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

GJ-Ende: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Klinik und Dienstleistungen

Fokus: Medizinische Schönheitsbehandlungen

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Walter von Horstig

Volumen in Tsd. €



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

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

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,38	0,39	0,52	0,59
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,23	2,43	1,87	1,63
EV/EBITDA	24,63	19,00	14,01	12,07
EV/EBIT	26,65	20,00	14,62	12,57
KGV	30,51	28,68	21,80	19,00
KBV	3,73			

Finanztermine

10.07.2018: Hauptversammlung
27.08.2018: Halbjahresbericht 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.10.2017: RS / 16,15 / KAUFEN
11.05.2017: RS / 11,90 / KAUFEN
31.03.2017: RS / 11,20 / KAUFEN
02.11.2016: RS / 10,20 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die M1 Kliniken AG hat in 2017 die Standortanzahl in Deutschland erheblich von 13 auf 19 ausgebaut und hat damit die eigenen Wachstumspläne übererfüllt. Mit der Eröffnung weiterer sechs Standorte in Leipzig, Wiesbaden, Münster, Berlin II, Mannheim sowie Berlin III konnte die Basis für einen Anstieg der Schönheitsbehandlungen ausgebaut werden. Die in 2017 erfolgten 150.000 Schönheitsbehandlungen bedeuten gegenüber dem Vorjahr einen Anstieg in Höhe von 50 %.
- Auf dieser Basis kletterten die Umsatzerlöse um 31,3 % auf 47,19 Mio. € (VJ: 35,96 Mio. €). In unserer letztjährigen Jahresstudie-Studie (vom 11.05.2017) hatten wir für 2017 die Eröffnung fünf weiterer Zentren unterstellt sowie Umsatzerlöse in Höhe von 43,69 Mio. € prognostiziert. Somit wurde unsere damalige Prognose übererfüllt. Das EBIT kletterte um 31,0 % auf 5,72 Mio. € (VJ: 4,36 Mio. €) und damit proportional zum Umsatzanstieg. Die EBIT-Marge in Höhe von 12,1 % (VJ: 12,1 %) ist insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Expansionsphase zu sehen, die beispielsweise mit einem starken Anstieg des Personalbestandes einhergeht. Zudem befinden sich die neuen Standorte in der typischen Anlaufphase, die von einem geringeren Rentabilitätsniveau gekennzeichnet ist.
- In den kommenden Jahren soll der Standortausbau weiter fortgesetzt werden. Im laufenden Geschäftsjahr wurden in München und in Frankfurt bereits zwei weitere Praxen eröffnet. Unseren Prognosen zufolge dürften sich zum Geschäftsjahresende 2018 insgesamt 29 Kliniken im M1-Konzernverbund befinden. Dabei ist nicht nur eine „Nachverdichtung“ in Deutschland geplant, der internationale Roll-Out steht hier ebenso im Fokus der Unternehmensstrategie. Konkret könnten zunächst Neueröffnungen in Österreich erfolgen, um an den im Vergleich zu Deutschland ähnlich attraktiven Marktpotenzialen zu partizipieren.
- Weitere Umsatzströme wie der seit dem ersten Quartal 2018 abgedeckte Bereich der ästhetischen Zahnmedizin sollen für zusätzliche Impulse sorgen. Eine schnelle Integration dieser neuen Dienstleistung in das bestehende Kliniknetzwerk sollte eine schnelle Ausweitung dieser Behandlung ermöglichen. Darüber hinaus wird die Gesellschaft den Handelsbereich um die für das Handelssegment margenstärkeren Eigenmarken weiter forcieren. Diesbezüglich fand Anfang 2018 der Roll-Out des B2C-Geschäfts statt, im Rahmen dessen Pflegeprodukte unter dem Markennamen M1 Select (m1-select.de) online und in den Fachzentren vertrieben werden.
- Auf dieser Basis rechnen wir mit einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik sowie in den kommenden Geschäftsjahren mit einem Ausbau der Umsatzbasis. In der derzeitigen Wachstumsphase, die sich erwartungsgemäß über die kommenden Geschäftsjahre erstrecken wird, dürfte die M1 Kliniken AG von entsprechenden Vorlaufinvestitionen geprägt sein. Wir prognostizieren für die kommenden Geschäftsjahre daher eine nur konstante Entwicklung der EBIT-Marge, welche sich zwischen 12,2 % (2018e) und 13,0 % (2019e) einpendeln dürfte. Nach Abschluss der Wachstumsphase sind höhere EBIT-Margen möglich, was wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt haben.
- Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 18,50 € (bisher: 16,15 €). Die Kurszielanhebung ist eine Folge des erstmaligen Einbezugs der höheren 2020er Schätzungen als Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells sowie auf den so genannten Roll-Over-Effekt zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

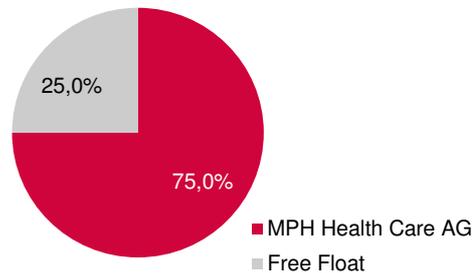
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Unternehmensstrategie.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2017	8
Umsatzentwicklung 2017	8
Ergebnisentwicklung 2017	9
Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2017	11
Prognose und Bewertung.....	12
Umsatzprognosen 2018-2020.....	12
Ergebnisprognosen 2018-2020.....	13
Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

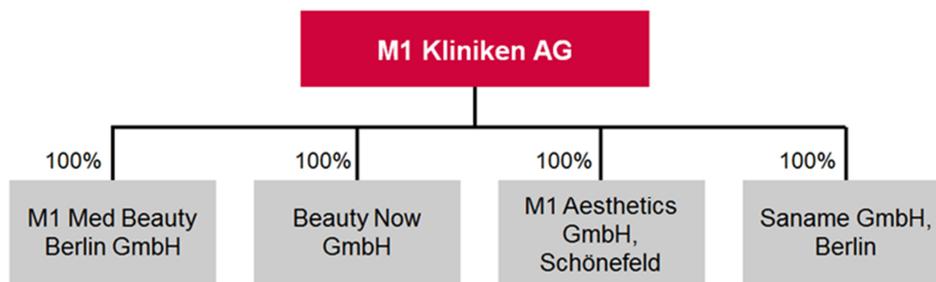
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	Mai 2017
MPH Health Care AG	75,0 %
Free Float	25,0 %

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 20 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 vorgelegerten 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

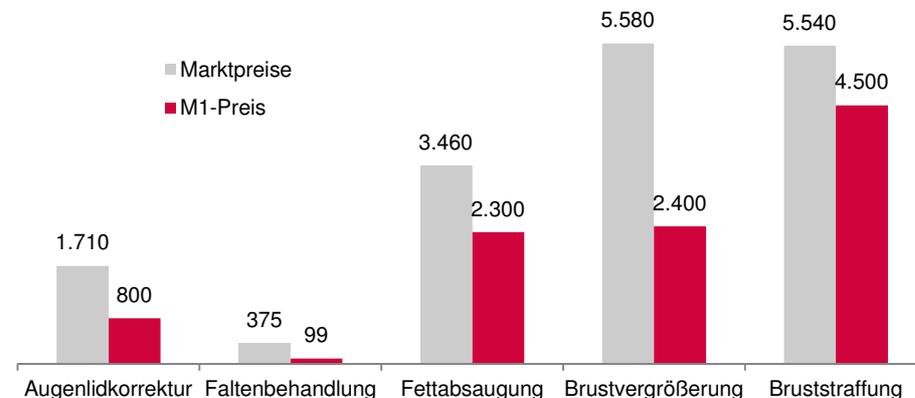
Die Kombination aus Dienstleistungsangebot für den Bereich der Schönheitsbehandlungen mit der Beschaffung von Arzneimitteln und Medizinprodukten ist ein wichtiger strategischer Eckpfeiler des M1-Konzerns. Besonders im Vordergrund stehen hier mögliche Synergieeffekte wie etwa die Nutzung von Größenvorteilen. 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 300.000 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 €)



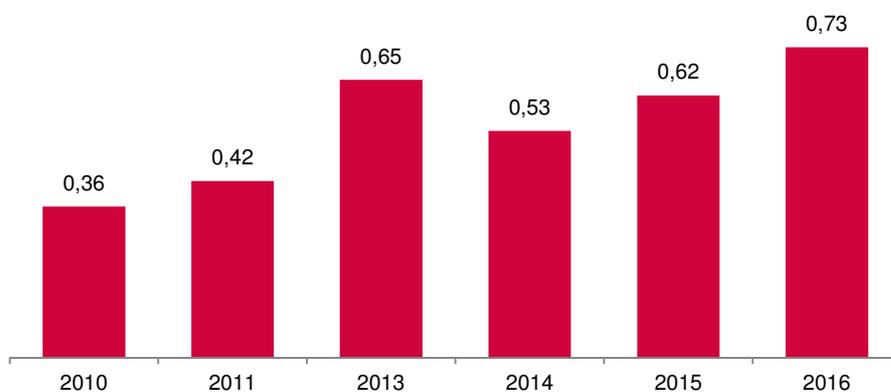
Quelle: mybody.de; M1 Kliniken AG; GBC AG; (Abruf am 02.05.2018)

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.

Gemäß Statistiken von ISAPS (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) wurden in 2016 in Deutschland insgesamt 730.437 Schönheitsbehandlungen durchgeführt, was einem neuen Rekordwert entspricht. Gegenüber 2010, als gerade einmal über 355 Tausend Schönheitsbehandlungen durchgeführt wurden, entspricht dies einem 73,7 %igen Anstieg.

Anzahl Schönheitsbehandlungen in Deutschland (in Mio.)



Quelle: ISAPS; GBC AG

Im internationalen Vergleich belegt Deutschland, gemessen an der Behandlungsanzahl, den neunten Platz, nachdem in 2015 noch der sechste Platz erreicht wurde. Daraus resultiert, dass im internationalen Vergleich ein niedrigerer Anstieg erreicht wurde. Nach wie vor gilt Deutschland hinsichtlich der Anzahl ästhetischer Eingriffe als vergleichsweise „unterentwickelt“, mit entsprechend hohen Aufholpotenzialen.

Daran partizipieren könnten insbesondere Unternehmen wie die M1 Kliniken AG, welche zugleich mit der auf einer Kostenführerschaft ausgerichteten Strategie von der zunehmenden Preissensitivität der Kunden zusätzlich profitieren dürfte. 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. Dem steht aber eine vergleichsweise solide Entwicklung bei den Kosten der wichtigsten Schönheitsbehandlungen gegenüber, so dass die M1 Kliniken AG, neben dem bereits ausgebauten Kliniknetzwerk und der dadurch bedingten hohen Erreichbarkeit, von den noch bestehenden Kostenvorteilen profitieren dürfte. Gegenüber 2009 reduzierten sich die Kosten der wichtigsten Schönheitsbehandlungen lediglich um 1,3 %.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	35,96	47,19	62,62	81,20	93,45
sonstige betriebliche Erträge	5,43	0,26	0,30	0,30	0,30
Materialaufwand	-27,94	-28,70	-38,01	-49,04	-56,35
Rohhertrag	13,44	18,76	24,91	32,46	37,40
Personalaufwand	-3,80	-7,17	-10,10	-13,40	-15,14
Abschreibungen	-0,29	-0,46	-0,40	-0,45	-0,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,99	-5,41	-6,80	-8,20	-9,65
EBIT	4,36	5,71	7,61	10,41	12,11
Zinserträge	1,14	1,66	1,20	1,20	1,20
Zinsaufwendungen	-0,01	-0,01	-0,03	-0,05	-0,05
EBT	5,49	7,36	8,78	11,56	13,26
Steuern	-0,48	-1,58	-2,63	-3,47	-3,98
sonstige Steuern	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00
JÜ	5,01	5,78	6,15	8,09	9,28
EBITDA	4,65	6,18	8,01	10,86	12,61
in % der Umsatzerlöse	12,9%	13,1%	12,8%	13,4%	13,5%
EBIT	4,36	5,71	7,61	10,41	12,11
in % der Umsatzerlöse	12,1%	12,1%	12,2%	12,8%	13,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,33	0,38	0,37	0,49	0,56
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	22,07	34,94	35,96	47,19
EBITDA	5,13	7,23	4,65	6,18
EBITDA-Marge	23,2%	20,7%	12,9%	13,1%
EBIT	5,02	7,02	4,36	5,71
EBIT-Marge	22,7%	20,1%	12,1%	12,1%
Nachsteuerergebnis	4,59	6,63	5,01	5,78
EPS in €	0,31	0,44	0,33	0,38

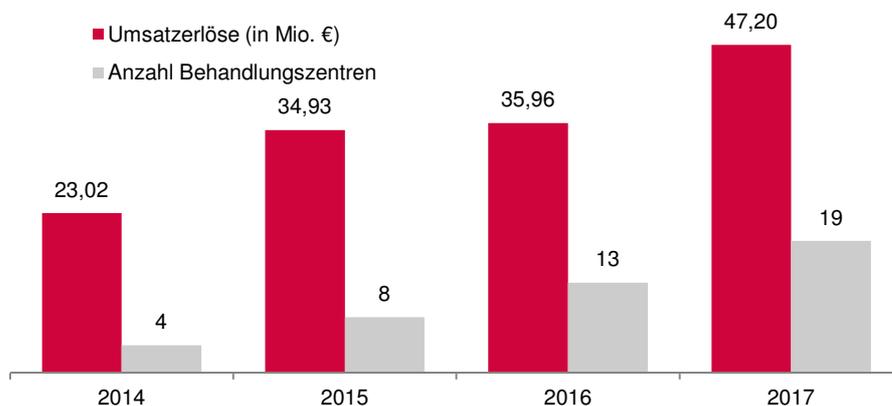
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2017

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 hat die M1 Kliniken AG den Ankündigungen Taten folgen lassen und die Anzahl der Fachzentren in Deutschland deutlich ausgebaut. Mit der Eröffnung weiterer sechs Standorte (Leipzig, Wiesbaden, Münster, Berlin II, Mannheim, Berlin III) werden Dienstleistungen der M1 Kliniken AG an mittlerweile 19 Fachzentren angeboten. Analog dazu kletterte die Anzahl der Schönheitsbehandlungen auf rund 150.000, was gegenüber dem Vorjahr einer Steigerung von 50 % gleichkommt. Der in 2017 erreichte Umsatzanstieg in Höhe von 31,3 % auf 47,19 Mio. € (VJ: 35,96 Mio. €) liegt zwar unterhalb des Anstiegs bei der Behandlungsanzahl, dies ist eine Folge einer höheren Anzahl ambulanter und damit etwas kostengünstigeren Behandlungen.

Im Rahmen der letztjährigen Anno-Studie (siehe Researchstudie vom 11.05.2017) hatten wir für 2017 die Eröffnung fünf weiterer Zentren unterstellt sowie Umsatzerlöse in Höhe von 43,69 Mio. € prognostiziert. Beide Annahmen wurden von der Gesellschaft übererfüllt.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Anzahl Behandlungszentren



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Da bei neu hinzugekommenen Behandlungszentren in der Regel eine Anlaufphase (Steigerung Bekanntheit, Prozessoptimierung etc.) von ca. neun Monaten vorweisen, ist die Umsatzdynamik noch unterhalb des Wachstumstempos bei den Behandlungszentren geblieben. Im laufenden Geschäftsjahr ist daher mit Nachlaufeffekten aus dem Ausbau der Behandlungszentren zu rechnen.

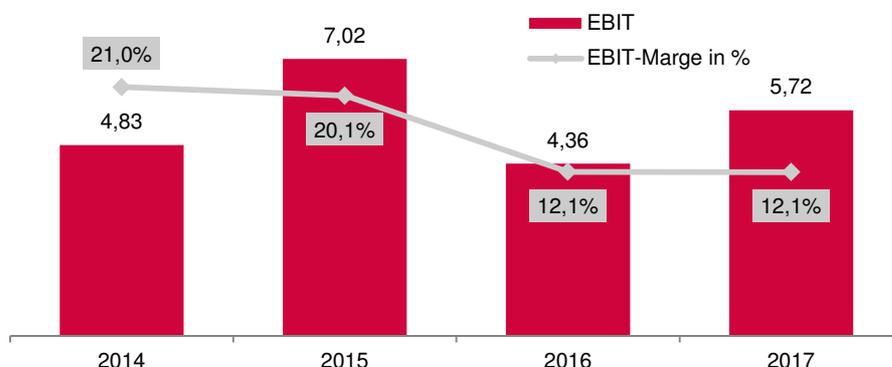
Bei den Umsatzerlösen handelt es sich in erster Linie um Umsätze aus Schönheitsbehandlungen sowie um Dienstleistungsumsätze im Rahmen der Kooperationen mit den Schönheitskliniken. Darüber hinaus hat die Gesellschaft das Handelsgeschäft forciert, im Rahmen dessen der Handel mit pharmazeutischen, medizinischen und medizintechni-

schen Produkten abgebildet wird. Nicht nur der B2B-Bereich (Ärzte, Apotheken, Großhandel) wird hier adressiert, neuerdings werden über Eigenmarken auch das B2C-Segment (m1-select.de) abgedeckt. Grundsätzlich geht das Handelsgeschäft mit Eigenmarken mit höheren Ergebnismargen, als das reine Handelsgeschäft, einher.

Ergebnisentwicklung 2017

Proportional zum 31,3 %igen Umsatzanstieg kletterte das EBIT um 31,0 % und damit weist die Gesellschaft eine konstante Entwicklung der EBIT-Marge auf. Auf den zweiten Blick wird jedoch ein Anstieg der Rentabilität ersichtlich. Denn in 2016 hatte die M1 Kliniken AG signifikante sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 5,43 Mio. € erzielt, welche mit der Bewertung von börsennotierten Finanzinstrumenten in Verbindung stehen. In 2017 hingegen, wurden keine derartigen Erträge erwirtschaftet und damit lagen die sonstigen betrieblichen Erträge mit 0,26 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus.

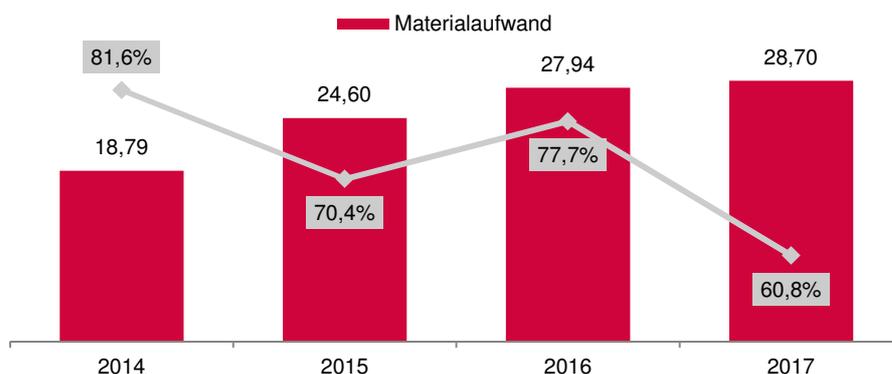
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Dass die Gesellschaft bei der EBIT-Marge dennoch unterhalb der hohen Werte der Geschäftsjahre 2014 und 2015 geblieben war, liegt in erster Linie an der aktuellen Expansionsphase und damit im deutlichen Ausbau des Personalbestandes begründet. Lag der durchschnittliche Personalbestand in 2014 bei lediglich 17 Mitarbeitern, kletterte dieser in 2017 auf 149 Mitarbeiter. Folglich stiegen die Personalaufwendungen von 0,87 Mio. € (2014) signifikant auf 7,17 Mio. € an. Im eingeschwungenen Zustand, also bei Erreichen der vollen Auslastung der neuen Kliniken, dürften bei diesem Aufwandsposten Skaleneffekte erzielt werden. Darüber hinaus ist im Zusammenhang mit der starken Standortexpansion sowie der erfolgten Umsatzausweitung ein deutlicher Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge erfolgt.

Materialaufwand (in Mio. €) und Aufwandsquote (in %)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Dem steht jedoch eine signifikante Reduktion der Materialaufwandsquote auf 60,8 % (VJ: 77,7 %) entgegen. Hier dürfte die Gesellschaft in 2017 beim Umsatzmix Verbesserungen erzielt haben (höherer Anteil an Behandlungsumsätzen vs. Handelsumsätzen).

Es ist erwähnenswert, dass die M1 Kliniken AG nahezu ausschließlich durch Eigenmittel finanziert ist und daher keine nennenswerten Finanzaufwendungen aufweist. Vielmehr erzielt die Gesellschaft in einem hohen Umfang liquiditätswirksame Finanzerträge (Dividendenerträge aus den Beteiligungen), welche sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 1,66 Mio. € (VJ: 1,14 Mio. €) belaufen.

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses weist die Gesellschaft dennoch einen vergleichsweise unterproportionalen Anstieg auf 5,78 Mio. € (VJ: 5,01 Mio. €) auf. Dies liegt an der „Normalisierung“ beim Steueraufwand und damit einem Anstieg der Steuerquote auf 21,4 % (VJ: 8,7 %) begründet.

Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2017

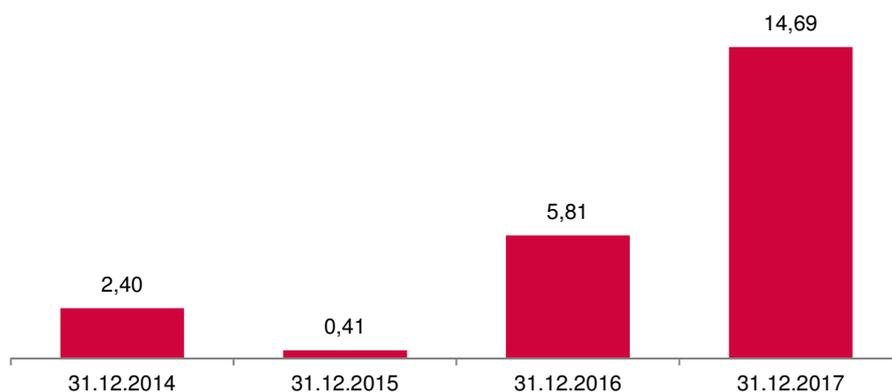
in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	29,75	30,26	47,28
EK-Quote	89,6%	94,0%	93,5%
Working Capital	15,93	6,58	10,83
Goodwill	8,03	8,03	8,03
Anlagevermögen	0,49	1,28	4,26
Langfr. Finanzanlagen	1,31	5,88	8,76
Liquide Mittel	0,41	5,81	14,69
Cashflow (operativ)	0,07	7,94	2,09
Cashflow (Investition)	0,63	1,98	-4,65
Cashflow (Finanzierung)	-2,28	-4,52	11,44

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Die Bilanzrelationen der M1 Kliniken AG sind passivseitig in erster Linie vom Eigenkapital geprägt. Bei einer EK-Quote in Höhe von 93,5 % liegt nahezu eine vollständige Eigenfinanzierung vor, wodurch für das künftige Wachstum eine hohe Flexibilität vorhanden ist. Durch das positive Nachsteuerergebnis sowie aufgrund der in 2017 erfolgten Kapitalerhöhung (Nettoemissionserlös: 15,74 Mio. €) verbesserte sich das Eigenkapital signifikant auf 47,28 Mio. € (31.12.16: 30,26 Mio. €).

Analog dazu weitete sich die Liquidität erheblich auf 14,69 Mio. € (31.12.16: 5,81 Mio. €) aus. Der Liquiditätszufluss aus der Kapitalerhöhung sowie aus dem operativen Geschäft (2,09 Mio. €) haben hierzu beigetragen. Ein Teil der Liquidität wurde bereits für den Erwerb einer Immobilie in Essen eingesetzt, welche in eine weitere Fachklinik umgewandelt werden soll, um den chirurgischen Bereich auszuweiten. Dies hatte einen Investitions-Cashflow in Höhe von -4,65 Mio. € (VJ: 1,98 Mio. €) zur Folge, welcher jedoch durch die dargestellten Liquiditätszuflüsse gut aufgefangen wurde.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	47,19	62,62	81,20	93,45
EBITDA	6,18	8,01	10,86	12,61
EBITDA-Marge	13,1%	12,8%	13,4%	13,5%
EBIT	5,71	7,61	10,41	12,11
EBIT-Marge	12,1%	12,1%	12,2%	13,0%
Nachsteuerergebnis	5,78	6,15	8,09	9,28
EPS in €	0,38	0,37	0,49	0,56

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2018-2020

Der größte Wachstumsfaktor für die M1 Kliniken AG war in den vergangenen Geschäftsjahren der deutliche **Standortausbau** und damit zusammenhängend ein signifikanter Anstieg der Behandlungskapazitäten. Alleine in 2017 wurde die Anzahl der Klinik- bzw. Fachzentrenstandorte von zuvor 13 auf 19 deutlich ausgeweitet und damit hat die Gesellschaft den Beweis geliefert, dass sich auch eine starke Standortausweitung schnell in den Konzernverbund integriert lässt. Im laufenden Geschäftsjahr 2018 wurden in München und in Frankfurt bereits zwei weitere Praxen eröffnet. Mit der Errichtung eines weiteren Klinikstandortes in Essen sollen die OP-Kapazitäten zudem erweitert werden.

Unseren Prognosen zufolge dürften sich zum Geschäftsjahresende 2018 insgesamt 29 Kliniken im M1-Konzernverbund befinden. Dabei ist nicht nur eine „Nachverdichtung“ in Deutschland geplant, der internationale Roll-Out steht hier ebenso im Fokus der Unternehmensstrategie. Konkret könnten zunächst Neueröffnungen in Österreich erfolgen, um an den im Vergleich zu Deutschland ähnlichen attraktiven Marktpotenzialen zu partizipieren. Bis zum Geschäftsjahr 2020 sehen wir sogar eine Standortanzahl von 50 als realistisches Szenario. Dann würde die M1 Kliniken AG den bereits erreichten hohen Marktanteil (ca. 20 %) noch weiter ausbauen.

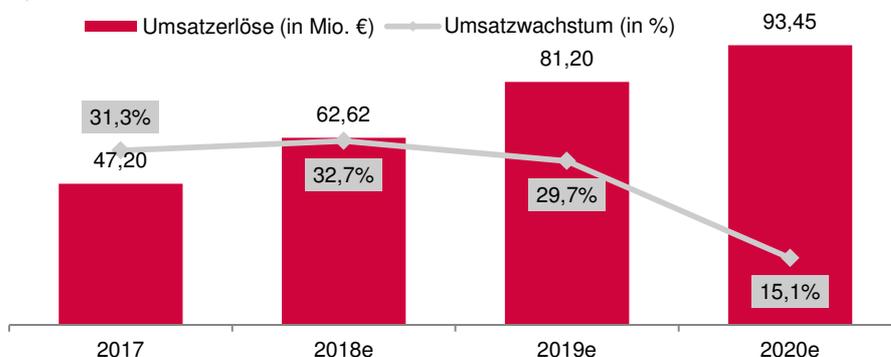
Die Erschließung weiterer Umsatzströme befindet sich gemäß Unternehmensangaben derzeit in der Realisierung. So wurde im ersten Quartal 2018 der Bereich **ästhetische Zahnmedizin** neu in das Dienstleistungsportfolio aufgenommen. Dieser Bereich ist interessant, da hier eine deutlich höhere Nachfrage vorherrscht, bei einer ähnlich hohen Preissensitivität der Kunden. Krankenkassen kommen oftmals bei kosmetischen Zahnbehandlungen für die Kosten nicht auf, was in den vergangenen Jahren zu einem zunehmenden „Dentaltourismus“ geführt hatte. Durch das Angebot standardisierter Verfahren könnte sich die M1 Kliniken AG als Preisführer in diesem, auch durch die demografische Entwicklung getriebenen Bereich etablieren. Zudem sollte die Integration dieser neuen Dienstleistung in das bestehende Kliniknetzwerk schnell und kostengünstig umgesetzt sein.

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

Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer Fortsetzung der Umsatzdynamik, zumal die in 2017 neu hinzugekommenen Klinikstandorte sukzessive eine Steigerung der Auslastungsquote vorweisen dürften und sich damit noch entsprechend nachlaufende Effekte in 2018 bemerkbar machen dürften. Wir unterstellen für das laufende Geschäftsjahr

eine Fortsetzung der Wachstumsdynamik und einen Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 32,7 % auf 62,62 Mio. €. Auf Basis des von uns erwarteten Ausbaus der Klinikstandorte rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einem weiteren Ausbau der Umsatzbasis:

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

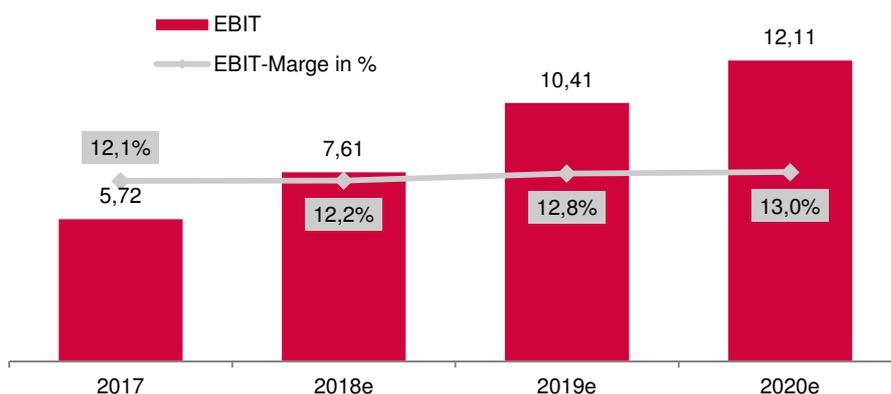


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2018-2020

In der derzeitigen Wachstumsphase, die sich erwartungsgemäß über die kommenden Geschäftsjahre erstrecken wird, dürfte die M1 Kliniken AG von entsprechenden Vorlaufinvestitionen geprägt sein. Zugleich wird bei den neu hinzugekommenen Standorten innerhalb der typischen Anlaufphase von etwa neun Monaten mit einer vergleichsweise niedrigen Umsatzbasis und dadurch niedrigen Ergebnisbeiträgen gerechnet. Wir prognostizieren für die kommenden Geschäftsjahre daher eine nur konstante Entwicklung der EBIT-Marge, welche sich zwischen 12,2 % (2018e) und 13,0 % (2019e) einpendeln dürfte. Nach Abschluss der Wachstumsphase sind höhere EBIT-Margen möglich, was wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt haben.

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



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

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

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der M1 Kliniken AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire 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 1,46. Dieses Beta haben wir um einen marktorientierten Ansatz erweitert. Im Rahmen einer Regressionsanalyse des M1-Aktienkurses zum SDAX und CDAX haben wir ein nach *Blume* geglättetes marktorientiertes Beta in Höhe von 0,46 (bisher: 0,41) ermittelt. Als Grundlage für die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten haben wir das bisherige fundamentale Beta (Gewichtung 2/3) um den marktorientierten Ansatz (Gewichtung 1/3) ergänzt und als Resultat ein Beta in Höhe von 1,13 (bisher: 1,11) ermittelt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,47 % (bisher: 7,36 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,47 % (bisher: 7,36 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 18,50 € (bisher: 16,15 €). Die Kurszielanhebung ist eine Folge des erstmaligen Einbezugs der höheren 2020er Schätzungen als Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells sowie auf den so genannten Roll-Over-Effekt zurückzuführen.

DCF-Modell

M1 Kliniken AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	8,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	17,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	15,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	62,62	81,20	93,45	100,93	109,00	117,72	127,14	137,31	
<i>US Veränderung</i>	32,7%	29,7%	15,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	13,92	16,24	16,99	16,99	16,99	16,99	16,99	16,99	
EBITDA	8,01	10,86	12,61	16,15	17,44	18,84	20,34	21,97	
<i>EBITDA-Marge</i>	12,8%	13,4%	13,5%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	7,61	10,41	12,11	15,65	16,91	18,26	19,72	21,30	
<i>EBITA-Marge</i>	12,2%	12,8%	13,0%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	17,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,28	-3,12	-3,63	-4,70	-5,07	-5,48	-5,92	-6,39	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,33	7,29	8,48	10,96	11,83	12,78	13,80	14,91	
Kapitalrendite	35,3%	50,9%	47,1%	53,4%	54,0%	54,0%	54,0%	54,0%	56,6%
Working Capital (WC)	9,80	13,00	15,00	15,98	17,25	18,64	20,13	21,74	
<i>WC zu Umsatz</i>	15,6%	16,0%	16,1%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	1,03	-3,20	-2,00	-0,98	-1,28	-1,38	-1,49	-1,61	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,50	5,00	5,50	5,94	6,42	6,93	7,48	8,08	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,40	-0,45	-0,50	-0,50	-0,53	-0,58	-0,62	-0,67	
<i>AFA zu OAV</i>	8,9%	9,0%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,64	-0,95	-1,00	-0,94	-1,01	-1,09	-1,18	-1,27	
Investiertes Kapital	14,30	18,00	20,50	21,92	23,67	25,56	27,61	29,82	
EBITDA	8,01	10,86	12,61	16,15	17,44	18,84	20,34	21,97	
Steuern auf EBITA	-2,28	-3,12	-3,63	-4,70	-5,07	-5,48	-5,92	-6,39	
Investitionen gesamt	0,39	-4,15	-3,00	-1,91	-2,29	-2,47	-2,67	-2,88	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,64	-0,95	-1,00	-0,94	-1,01	-1,09	-1,18	-1,27	
<i>Investitionen in WC</i>	1,03	-3,20	-2,00	-0,98	-1,28	-1,38	-1,49	-1,61	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,12	3,59	5,98	9,54	10,08	10,89	11,76	12,70	358,00

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	262,94	278,98
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	46,66	46,56
<i>Barwert des Continuing Value</i>	216,28	232,43
Nettoschulden (Net debt)	-26,50	-26,28
Wert des Eigenkapitals	289,44	305,27
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	289,44	305,27
Ausstehende Aktien in Mio.	16,50	16,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,54	18,50

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,13
Eigenkapitalkosten	7,5%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	7,5%

Kapitalrendite	WACC				
	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%
54,6%	22,90	20,12	17,98	16,27	14,90
55,6%	23,26	20,42	18,24	16,50	15,10
56,6%	23,61	20,73	18,50	16,73	15,30
57,6%	23,97	21,03	18,76	16,96	15,50
58,6%	24,33	21,34	19,03	17,19	15,71

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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



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