



## **Researchstudie (Anno)**

### **MPH Health Care AG**



**HAEMATO-Anteil wurde an die Beteiligung M1 Kliniken AG verkauft  
CR Capital liefert positive Impulse  
Kursziel leicht reduziert, Rating bestätigt**

**Kursziel: 81,85 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 14

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“

## MPH Health Care AG <sup>\*5a,6a,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 81,85 EUR  
(zuvor: 8,92 EUR\*)

\*vor der Aktienzusammenlegung im Verhältnis 10:1

aktueller Kurs: 22,60  
13.11.2020 / XETRA / 12:45  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A289V03  
WKN/ST: A289V0  
Börsenkürzel: 93M1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,281  
Marketcap<sup>3</sup>: 96,75  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 36,0 %

Transparenzlevel:  
Basic Board  
Marktsegment:  
Open Market  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Oddo Seydler

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 15

### Unternehmensprofil

Branche: Gesundheitswesen; Immobilien  
Fokus: Ästhetische Behandlungen, Pharma und medizinische Dienstleistungen; Immobilien

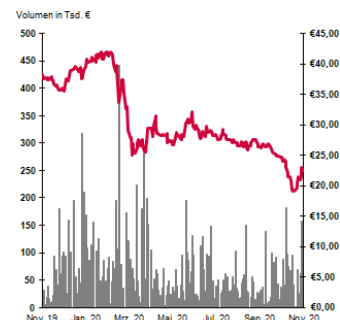
Mitarbeiter: über 400 (auf Ebene der Beteiligungen)

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske

Die MPH Health Care AG ist als ein in Berlin ansässiges Unternehmen auf die Bereiche Pharma und Patientenversorgung spezialisiert. Der strategische Fokus der Unternehmensgruppe liegt auf den Therapiegebieten „chronische Erkrankungen“ und „Ästhetik“. Es wird erwartet, dass diese Segmente an der zukünftigen Entwicklung des deutschen Gesundheitsmarktes partizipieren und entsprechendes Wachstum generieren. Über die börsengelistede Tochtergesellschaft HAEMATO AG wird dabei der Speciality Pharma-Bereich mit sehr wachstumsstarken Therapiegebieten abgedeckt. Das Kliniksegment mit dem Geschäftsschwerpunkt Schönheitschirurgie ist in der Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG gebündelt. Seit dem Geschäftsjahr 2015 ist die CR Capital Real Estate AG in den MPH-Konsolidierungskreis einbezogen. Die MPH-Gruppe wird das Know-How der CR-Gruppe für den Aufbau von Gesundheitsimmobilien nutzen.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Betriebsertrag/Umsatzerlöse	81,11	34,24	39,54	41,22	5,83
Periodenertrag	80,07	31,86	37,02	11,08	-32,66

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie <sup>1</sup>	1,87	0,74	0,86	0,26	-0,76
Dividende je Aktie	0,12	0,20	0,20	0,00	-

<sup>1</sup>auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 42,81 Mio. (derzeit: 4,28 Mio. Aktien)

### Bilanzkennzahlen in Mio. EUR

Eigenkapital (NAV)	213,95	240,67	269,13	271,14	238,99
NAV/Aktie (in EUR) <sup>2</sup>	49,98	56,22	62,87	63,34	55,83
Liquide Mittel	0,98	1,24	1,02	1,80	0,40
Finanzanlagen	219,82	249,05	285,10	290,85	250,84

<sup>2</sup> basierend auf 4,28 Mio. Aktien

### Finanztermine

27.11.20: Q3-Zahlen  
28.04.21: vorläufige Jahreszahlen 2020  
25.05.21: Geschäftsbericht 2020

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
06.09.2019: RS / 8,92 / KAUFEN  
16.08.2019: RS / 8,96 / KAUFEN  
05.12.2018: RS / 8,35 / KAUFEN  
18.06.2018: RS / 8,00 / 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

- Die operative Entwicklung der MPH Health Care AG war in den vergangenen Berichtsperioden von einer rückläufigen Kursentwicklung und damit von negativen Zeitwertveränderungen der beiden Beteiligungen M1 Kliniken AG und HAEMATO AG geprägt. In den ersten sechs Monaten reduzierte sich der Anteilswert der gehaltenen M1 Aktien um -39,88 Mio. € und der HAEMATO-Aktien um -1,43 Mio. €. Dem steht ein Anstieg des Aktienkurses an der Beteiligung CR Capital Real Estate AG in Höhe von 4,30 Mio. € gegenüber. In Summe weist die MPH Health Care AG daher ein negatives EBIT in Höhe von -32,92 Mio. € und ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -32,66 Mio. € aus.
- Die Beteiligungsgesellschaft M1 Kliniken AG hat per 01.07.2020 alle von der MPH Health Care AG gehaltenen Aktien an der HAEMATO AG im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung erworben. Mit dem Verkauf der HAEMATO-Aktien wurde damit gleichzeitig der Aktienbestand an der M1 Kliniken AG ausgebaut. Die operative Entwicklung der M1 Kliniken AG war in den ersten sechs Monaten 2020 von der Covid-19-bedingten zweimonatigen Schließung der Behandlungszentren geprägt. Nach der Wiedereröffnung verzeichnet die M1 Kliniken AG zwar einen Anstieg der Nachfrage nach medizinisch-ästhetischen Leistungen, die Schließung hatte jedoch für einen sichtbaren Umsatz- und Ergebnismrückgang gesorgt. Mittel- bis langfristig soll die Wachstumsstrategie der Gesellschaft, deren Basis eine Expansion der Behandlungszentren ist, wieder für einen Umsatz- und Ergebnisanstieg sorgen. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft bis 2024 insgesamt 100 Standorte betreibt. Künftig soll die M1 Kliniken AG über die neue Tochtergesellschaft HAEMATO AG zudem stärker im Produkt- und Handelsbereich engagiert sein.
- Grundsätzlich ist die Beteiligung HAEMATO AG, nachdem im Vorjahr noch eine rückläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung erreicht wurde, auf den Wachstumspfad zurückgekehrt. Mittelfristig müsste die Gesellschaft von demografischen Trends profitieren, da der Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung besonders stark wächst. Zudem soll das Produktportfolio ausgebaut sowie neue Geschäftsfelder erschlossen werden.
- Anfang 2020 hat die MPH-Beteiligung CR Capital Real Estate AG den Ausbau der Angebotspalette und die Anpassung der Unternehmensstruktur an das gewachsene Geschäftsmodell bekannt gegeben. Damit einhergehend wurde das bisherige Hauptgeschäft, der Bau preiswerter Häuser in Berlin und Leipzig auf die TERRABAU GmbH übertragen und die Bilanzierung unter Anwendung von IFRS 10 umgestellt. Im GJ 2019 hat diese Übertragung hohe Bewertungserträge ausgelöst, womit der Jahresüberschuss stark auf 92,47 Mio. € (VJ: 7,80 Mio. €) angestiegen ist. Auch im ersten Halbjahr 2020 weist die CR Capital hohe Beteiligungserträge in Höhe von 40,10 Mio. € und damit ein Periodenergebnis in Höhe von 37,94 Mio. € aus. Künftig plant die Gesellschaft auch den Bereich der Immobilienbestandshaltung in der REIT-Rechtsform abzudecken.
- Wir haben die MPH Health Care AG über einen Sum-of-Parts-Ansatz bewertet, im Rahmen dessen wir den Wertansatz der beiden börsennotierten Beteiligungen sowie den IFRS-Wertansatz der nicht börsennotierten Beteiligungen herangezogen haben. Während sich der faire Wert der M1 Kliniken AG aus dem von uns ermittelten Kursziel (siehe M1-Studie vom 22.06.2020) ableitet, haben wir für die CR Capital Real Estate AG den aktuellen Aktienkurs herangezogen. Der faire Wert je MPH-Aktie beläuft sich gemäß Sum-of-Parts-Bewertungsansatz auf 81,85 €. Bei einem MPH-Aktienkurs in Höhe von 22,60 € lautet unser Rating unverändert KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

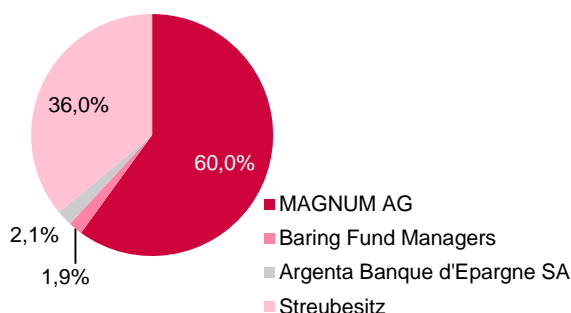
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsbereiche (Stand 07.10.2020) .....	4
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>6</b>
Marktumfeld M1 Kliniken AG.....	6
Schönheitsbehandlungen.....	6
Handel mit Arzneimitteln (HAEMATO AG) .....	6
Marktumfeld CR Capital Real Estate AG .....	7
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2020</b> .....	<b>8</b>
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020 .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation 30.06.2020 .....	9
<b>Geschäftsentwicklung Investments</b> .....	<b>11</b>
M1 Kliniken AG – Gruppe .....	11
M1 Kliniken AG.....	11
HAEMATO AG .....	11
CR Capital Real Estate AG .....	12
<b>Sum-of-Parts-Bewertung</b> .....	<b>13</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>14</b>

## UNTERNEHMEN

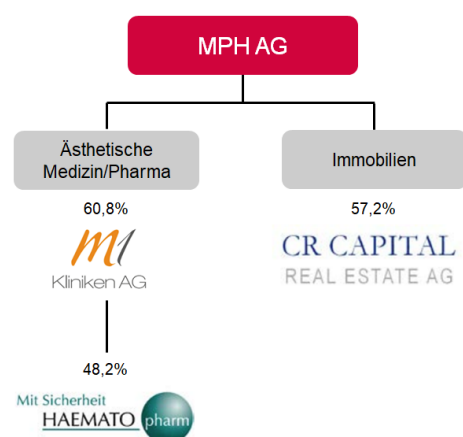
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MAGNUM AG	60,0 %
Baring Fund Managers	1,9 %
Argenta Banque d'Epargne SA	2,1 %
Streubesitz	36,0 %

Quelle: MPH AG; GBC AG



### Geschäftsbereiche (Stand 07.10.2020)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die börsennotierte **M1 Kliniken AG** ist Marktführer für plastische und ästhetische Behandlungen in Deutschland. An ihren aktuell 39 Standorten (38 Fachzentren + 1 stationäre Klinik) bietet die Gesellschaft sowohl in Deutschland als auch im Ausland minimal-invasive und chirurgische Eingriffe an. Grundsätzlich zielt die Strategie des M1-Konzerns auf einen breiten regional diversifizierten Kundenzugang einerseits, sowie auf der anderen Seite auf die Erlangung der Kostenführerschaft. Parallel hierzu soll zudem der internationale Roll-Out der Geschäftstätigkeit, der in 2019 besonders erfolgreich umgesetzt wurde, weiter forciert werden. Gemäß Mittelfristplanung der M1 Kliniken AG sollen bis Ende 2024 rund 100 Standorte betrieben werden.



Am 10.06.2020 hat die M1 Kliniken AG die Übernahme aller zuvor im Eigentum der MPH Health Care AG gehaltenen **HAEMATO**-Anteilen bekannt gegeben und wird damit ab dem 01.07.2020 neuer Großaktionär der HAEMATO AG. Die MPH Health Care AG wird künftig demnach nur noch indirekt im von der HAEMATO AG adressierten Pharmasegment engagiert sein. Durch den HAEMATO-Erwerb soll die M1 Kliniken AG künftig auch im Produkt- und Handelsbereich zur gewohnten Dynamik zurückkehren. Einerseits können hier die gut etablierten Handelskanäle der HAEMATO AG genutzt werden. Auf der anderen Seite verfügt die HAEMATO AG über eine hohe Produktentwicklungskompetenz und den dafür notwendigen Zertifizierungen, so dass beispielsweise der Produktbereich M1 Select hiervon profitieren könnte.



Anfang 2020 hat die **CR Capital Real Estate AG** die Erweiterung des Geschäftsmodells zu einem Immobilieninvestmenthaus bekannt gegeben und die Bilanzierung auf IFRS 10 umgestellt. Die Geschäftstätigkeit, die den Bau von bezahlbaren Wohnimmobilien im Speckgürtel von Berlin und Leipzig vorsieht, ist innerhalb der Beteiligung TERRABAU



GmbH angesiedelt. Komplettiert wird das Angebot durch die weiteren Beteiligungen CR Global Care GmbH und CR Financial Services. Gemeinsam mit Finanzinvestoren plant die CR Capital Real Estate AG auch in den Bereich der Bestandshaltung über die Gründung einer REIT AG einzusteigen. Der Investitionsschwerpunkt liegt dabei auf neu erstellte Wohnimmobilien in Berlin und im Speckgürtel Berlins.

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Marktumfeld M1 Kliniken AG

#### *Schönheitsbehandlungen*

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.

Der Wachstumstrend bei Schönheitsbehandlungen wird von den ISAPS-Marktdaten (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) belegt. In Deutschland wurden dabei in 2018 insgesamt 922.056 Behandlungen durchgeführt, was gegenüber dem Vorjahr einem sehr dynamischen Anstieg von 30,8 % entspricht. Sowohl die operativen als auch die nicht operativen Eingriffe haben zum starken Wachstum beigetragen. Gemessen an der Behandlungsanzahl belegt Deutschland weltweit den vierten Platz und weist im Vergleich zu den anderen Ländern die mit Abstand größte Wachstumsdynamik auf.

Zu den am meisten in Anspruch genommenen operativen Behandlungen zählen die Brustvergrößerung (65.876 Behandlungen), die Fettabsaugung (63.694) sowie die Augenlidkorrektur (57.417). Bei den nicht operativen Eingriffen wurden besonders häufig Unterspritzungen mit Botulinumtoxin (321.702), mit Hyaluron-Säure (174.900) sowie die nicht operative Fett-Reduktion (14.850) nachgefragt. Das Angebotsspektrum der M1 Kliniken AG ist insbesondere auf diesen aufgelisteten Behandlungen ausgerichtet, womit sich eine hohe Standardisierung erreichen lässt.

#### *Handel mit Arzneimitteln (HAEMATO AG)*

Der Arzneimittelhandel ist von grundsätzlich hohen Wachstumsraten geprägt. Auch in 2019 legte der Umsatz mit Arzneimitteln im gesamten Pharmamarkt von 43,9 Mrd. € auf 46,4 Mrd. € zu, was unseren Berechnungen zur Folge einem Wachstum von 5,7 % entspricht. Seit 2011 legten die Arzneimittelumsätze in Deutschland durchschnittlich um dynamische 4,4 % zu. Die demografische Entwicklung aber auch die Einführung neuer Arzneimittel sowie neuer Therapieformen haben in den vergangenen Jahren zu diesem starken Anstieg geführt und sollten auch die künftige Entwicklung bestimmen.

Analog zu den Arzneimittelumsätzen legten die Ausgaben der Kostenträger gemäß GKV-Spitzenverband in den vergangenen Geschäftsjahren ebenfalls deutlich zu. Gemäß zuletzt verfügbarer Daten für den Zeitraum 2015 bis 2019 legten die Arzneimittelausgaben durchschnittlich jährlich um 4,2 % auf 41,04 Mrd. € (2019) zu. Infolge dieser dynamischen Entwicklung können die Einsparbemühungen der Krankenkassen insbesondere für den Bereich Parallelimporte ein wichtiger Treiber sein. Nachdem in 2004 die mittlerweile angepasste Reimportklausel in Kraft getreten ist, legte der Anteil der Reimporte kontinuierlich zu. In 2018 lag die Reimportquote zum dritten Jahr in Folge stabil bei 8,7 %, was bedeutet, dass das Reimportvolumen die gleiche Dynamik wie der gesamte Pharmamarkt aufweist. Gemäß dem Dienstleister IQVIA werden vor allem patentgeschützte Spezialtherapeutika in den Indikationsgebieten Onkologie, HIV und ZNS, die in der Regel dem höheren Preissegment zugeordnet sind, importiert. Genau diese Indikationsbereiche stellen für die HAEMATO AG, der neuen Gesellschaft innerhalb des M1-Konzernkreises, den Großteil des Produktportfolios dar.

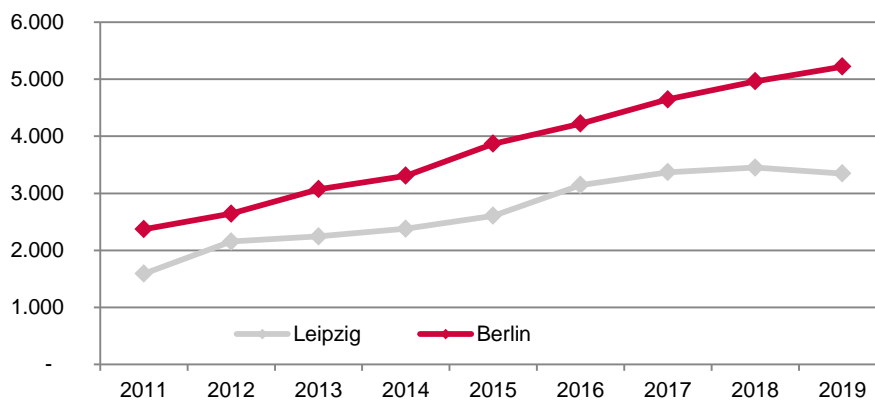
## Marktumfeld CR Capital Real Estate AG

Mit dem Fokus auf den Immobilienmärkten Berlin und Leipzig sowie dessen Umland ist die CR Capital Real Estate AG in einem sehr attraktiven Marktumfeld tätig. Die Immobiliennachfrage, die ohnehin von sehr günstigen Finanzierungsbedingungen sowie fehlenden Anlagealternativen geprägt ist, weist in den Regionen Berlin und Leipzig eine im bundesdeutschen Vergleich noch stärkere Ausprägung auf.

Als wichtiger regionaler Faktor der Immobiliennachfrage ist die Bevölkerungsentwicklung zu nennen. Zwischen 2011 und 2019 verzeichnete Berlin einen Bevölkerungszuwachs von 343.491, was einem im bundesdeutschen Vergleich sehr dynamischen Wachstum in Höhe von 10,3 % entspricht. Im gleichen Zeitraum legte der Wohnungsbestand lediglich um 96.533 Wohnungen zu. Damit wird es ersichtlich, dass in Berlin ein deutlicher Nachfrageüberhang besteht. Dieses Missverhältnis tritt in Leipzig, der für die CR Capital Real Estate AG zweiten wichtigen Region, noch stärker zu Tage. Bei einer Bevölkerungszunahme von 84.450 Einwohnern (Zeitraum 2011 – 2019) erhöhte sich der Wohnungsbestand lediglich um 8.233 (Zeitraum 2011 – 2017). Auch wenn aufgrund der Datenlage hier unterschiedliche Zeiträume dargestellt sind, sind die dargestellten Verhältnisse doch eindeutig.

Diese in den vergangenen Jahren immer größer werdende Angebotslücke hat einen starken Anstieg der Immobilienpreise zur Folge gehabt. Sowohl in Berlin als auch in Leipzig legten die Kaufpreise für eine 100 qm-Immobilie zwischen 2011 und 2019 um 110,3 % (Leipzig) bzw. um 120,4 % (Berlin) jeweils signifikant zu. In beiden Metropolregionen, wobei Berlin derzeit weiterhin medial im Mittelpunkt steht, liegt damit derzeit eine sehr angespannte Situation am Wohnimmobilienmarkt vor.

### Preisentwicklung Berlin und Leipzig für eine 100qm-Immobilie (in €/qm)



Quelle: wohnungsbörse.net; GBC AG

Mit dem Fokus auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums adressiert die CR AG genau diesen Umstand und beabsichtigt dabei über das Konzept der standardisierten Bauweise insbesondere die Nachfragerlücke bei kostengünstigeren Objekten zu schließen. Zugleich dürfte die Gesellschaft von einer Fortsetzung der aufgezeigten Tendenzen profitieren.



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2020

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020

Investment	31.12.2018		31.12.2019		30.06.2020	
	MPH-Aktienzahl	Kurswert	MPH-Aktienzahl	Kurswert	MPH-Aktienzahl	Kurswert
M1 Kliniken AG	12,09 Mio.	181,42 Mio. €	11,40 Mio.	163,03 Mio. €	11,09 Mio.	123,15 Mio. €
HAEMATO AG	11,01 Mio.	51,21 Mio. €	11,01 Mio.	32,38 Mio. €	11,01 Mio.	30,94 Mio. €
CR Capital Re.	1,19 Mio.	38,95 Mio. €	2,15 Mio.	68,78 Mio. €	2,15 Mio.	73,08 Mio. €
<b>Gesamt</b>		<b>271,58 Mio. €</b>		<b>264,19 Mio. €</b>		<b>227,17 Mio. €</b>

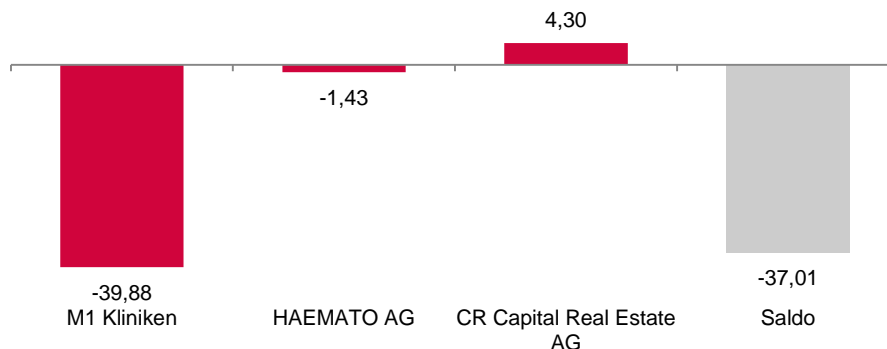
Quelle: MPH AG; GBC AG

Wie auch in den Vorjahren wird in der GuV der MPH Health Care AG (MPH AG) in erster Linie die Entwicklung der drei börsennotierten Beteiligungen wiedergegeben. Zu den wesentlichen Ertragspositionen gehören einerseits Zeitwertänderungen der gehaltenen Anteile sowie andererseits Erträge aus der Ausschüttung von Dividenden. Die Fair Value-Anpassungen der drei Beteiligungen haben dabei einen besonders starken Einfluss auf die Ertrags- und Aufwandsentwicklung der MPH AG.

Sowohl in 2019 als auch in den ersten sechs Monaten 2020 war die MPH AG besonders von der rückläufigen Entwicklung der Wertansätze der M1 Kliniken AG und die HAEMATO AG geprägt. In 2019 reduzierte sich der Anteilswert der gehaltenen Aktien der M1 Kliniken AG um -18,39 Mio. € (2019) respektive um -39,88 Mio. € (1.HJ 2020). Einerseits war dies dem Abbau des gehaltenen M1-Aktienbestandes geschuldet. Vor allem war hier aber der rückläufige Aktienkurs der M1 Kliniken AG, als Folge der notwendig gewordenen Covid-19-bedingten Schließungen, verantwortlich. Bei der HAEMATO AG kam es, bei einem unveränderten Anteilsbesitz, ebenfalls zu einem deutlichen Aktienkursrückgang. Die Pharmagesellschaft, die in 2019 von einer rückläufigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung geprägt war, hat in 2020 zwar die Rückkehr zum Wachstum erreicht, dies hatte sich jedoch noch nicht in der Aktienkursentwicklung niedergeschlagen. Auf Ebene der MPH AG reduzierte sich der Kurswert um -18,83 Mio. € (2019) bzw. um -1,43 Mio. € (1.HJ 2020)

Dem steht ein insgesamt deutlich gestiegener Aktienkurs und damit auch Wertansatz der Immobilienbeteiligung CR Capital Real Estate AG gegenüber. Das Berliner Immobilienunternehmen hatte Anfang 2020 eine Erweiterung des Geschäftsmodells und eine Umstellung der Bilanzierung auf IFRS 10 bekannt gegeben. Gemäß dem Geschäftsbericht 2019 hatte dies zu einer deutlichen Ausweitung des Buchgewinns und damit einem starken Ausbau des Nachsteuerergebnisses auf 90,47 Mio. € (VJ: 7,80 Mio. €) geführt. Der Kursanstieg der CR -Aktie hatte für die MPH AG einen Wertzuwachs in Höhe von 29,83 Mio. € (GJ 2019) und zusätzlich in Höhe von 4,30 Mio. € (1.HJ 2020) zur Folge.

#### Δ des Anteilswertes der MPH-Beteiligungen im 1.HJ 2020 ggü. VJ (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Zuzüglich Beteiligungserträge weist die MPH AG in den ersten sechs Monaten 2020 ein EBITDA in Höhe von -32,91 Mio. €, ein EBIT in Höhe von -32,92 Mio. € und ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -32,66 Mio. € auf.

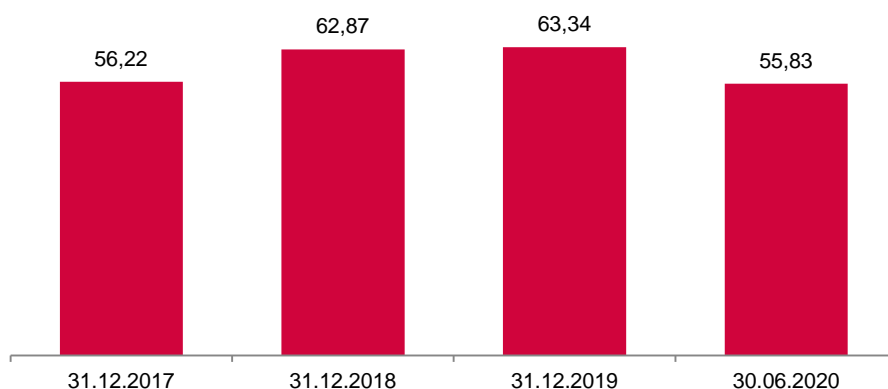
### Bilanzielle und finanzielle Situation 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	240,67	269,13	271,64	238,99
EK-Quote	93,5%	94,0%	92,7%	94,3 %
Finanzanlagen	255,80	286,11	290,85	250,84
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,09	14,09	18,57	11,98
Liquide Mittel	1,24	1,02	1,80	0,40
Cashflow – laufende Geschäftstätigkeit	1,01	5,20	-1,36	-2,17
Cashflow – Investition	4,88	3,65	6,74	7,68
Cashflow – Finanzierung	-5,64	-9,07	-9,10	-7,26

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die negative Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2020 hatte eine Minderung des Eigenkapitals auf 238,99 Mio. € (31.12.19: 271,64 Mio. €) und damit des NAV/Aktie auf Basis einer Aktienzahl in Höhe von 4,28 Mio. auf 55,83 € (31.12.19: 63,34 €) nach sich gezogen.

#### NAV je Aktie (in €)



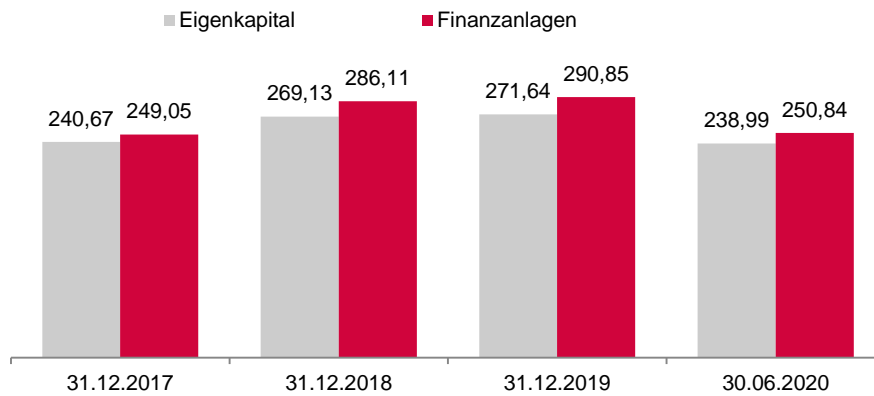
Quelle: MPH AG; GBC AG

Nach wie vor verfügt die MPH AG jedoch über eine überdurchschnittlich hohe EK-Quote in Höhe von 94,3 % (31.12.19: 92,7 %), insbesondere als Resultat der hohen Bewertungserträge der vergangenen Geschäftsjahre. Spiegelbildlich dazu haben sich auf der Aktivseite der MPH-Bilanz die Finanzanlagen auf 250,84 Mio. € (31.12.19: 290,85 Mio. €) deutlich reduziert. Größtenteils ist diese Reduktion auf den dargestellten Aktienkursrückgang bei den börsennotierten Beteiligungen zurückzuführen. Die MPH AG hat jedoch auch den Bestand an Aktien der M1 Kliniken AG geringfügig reduziert, was sich ebenfalls im niedrigeren Finanzanlagen-Bestand wiederfindet.

Der Verkauf von M1-Aktien sowie die Beteiligungserträge (Dividendenzahlungen) haben einen positiven Investitionscashflow in Höhe von 7,68 Mio. € nach sich gezogen. Zusammen mit dem operativen Cashflow in Höhe von -2,17 Mio. € ergibt sich ein freier Cashflow von 5,50 Mio. €. Grundsätzlich ergeben sich bei der MPH AG große Unterschiede zwischen der Cashflow-Entwicklung und der von Bewertungsänderungen geprägten Ertrags-Entwicklung. Besonders stark wird die Liquiditätslage der Gesellschaft von den Dividendenerrträgen sowie vom Kauf oder Verkauf gehaltener Wertpapiere be-

stimmt. Ausgehend vom freien Cashflow hat die MPH AG in den ersten sechs Monaten 2020 Bankverbindlichkeiten in Höhe von 7,00 Mio. € zurückgeführt, was den Bestand liquider Mittel auf 0,40 Mio. € (31.12.19: 1,80 Mio. €) reduziert hat.

#### Eigenkapital und Finanzanlagen (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG INVESTMENTS

### M1 Kliniken AG – Gruppe

#### M1 Kliniken AG

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	47,19	65,21	77,22	32,93	29,13
EBIT (EBIT-Marge)	5,71 (12,1%)	6,46 (9,9%)	7,93 (10,3%)	3,28 (9,9 %)	1,24 (4,3 %)
Periodenüberschuss	5,78	6,61	9,73	4,00	2,04

Quelle: M1 Kliniken AG



Nach der dynamischen Geschäftsentwicklung und starken Ausweitung des Kliniknetzwerkes in den vergangenen Berichtsperioden, hatte die Covid-19-Pandemie für eine Unterbrechung des Wachstumskurses gesorgt. Ab Mitte März 2020 waren die Behandlungszentren der Gesellschaft für einen zweimonatigen Zeitraum geschlossen. Nach der Wiedereröffnung verzeichnet die M1 Kliniken AG zwar einen Anstieg der Nachfrage nach medizinisch-ästhetischen Leistungen, die Schließung hatte jedoch für einen sichtbaren Umsatz- und Ergebnisrückgang gesorgt. Mittel- bis langfristig soll die Wachstumsstrategie der Gesellschaft, deren Basis eine Expansion der Behandlungszentren ist, wieder für einen Umsatz- und Ergebnisanstieg sorgen. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft bis 2024 insgesamt 100 Standorte betreibt.

Zudem wird die M1 Kliniken AG durch den HAEMATO-Erwerb künftig auch im Produkt- und Handelsbereich stärker aktiv werden. Einerseits können hier die gut etablierten Handelskanäle der HAEMATO genutzt werden. Auf der anderen Seite verfügt die HAEMATO AG über eine hohe Produktentwicklungscompetenz und die dafür notwendigen Zertifizierungen, so dass beispielsweise der Produktbereich M1 Select hiervon profitieren könnte. Künftig wird die M1 Kliniken AG aufgrund der Vollkonsolidierung der HAEMATO AG ein deutlich verändertes Umsatz- und Ergebnisbild aufweisen.

#### HAEMATO AG

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	289,44	274,12	197,84	94,01	115,81
EBIT (EBIT-Marge)	9,39 (3,2%)	8,50 (3,1%)	-0,02 (neg.)	0,71 (0,8%)	1,23 (1,1%)
Periodenüberschuss	6,69	6,28	-1,17	-2,10	-2,82

Quelle: HAEMATO AG



In 2019 hat die HAEMATO AG noch eine rückläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung aufgewiesen. Die Portfoliobereinigung um margenschwächere Produkte sowie Verzögerungen bei der Marktfreigabe von Arzneimitteln hatten zu einem Rückgang der operativen Kennzahlen geführt. Zuletzt war die Geschäftsentwicklung des Pharma-Unternehmens jedoch von einer aufwärtsgerichteten Tendenz geprägt und die Umsatzlücke des Vorjahres wurde zum Teil geschlossen. Bereinigt um nicht liquiditätswirksame Kurseffekte hätte die HAEMATO AG sogar auf allen Ergebnisebenen den Break-Even wieder erreicht. Mittelfristig müsste die Gesellschaft von demografischen Trends profitieren, da der Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung besonders stark wächst. Zudem soll das Produktportfolio ausgebaut sowie neue Geschäftsfelder erschlossen werden.

## CR Capital Real Estate AG

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Gesamtumsätze	17,50	10,41	26,31	2,87
EBIT (EBIT-Marge)	2,38	3,99	11,56	91,23
Periodenüberschuss	2,17	5,77	7,80	92,47

Quelle: CR Capital Real Estate AG

CR CAPITAL  
REAL ESTATE

Anfang 2020 hat die CR Capital Real Estate AG den Ausbau der Angebotspalette und die Anpassung der Unternehmensstruktur an das gewachsene Geschäftsmodell bekannt gegeben. Das Hauptgeschäft der Gesellschaft, der Bau preiswerter Häuser für Selbstnutzer und institutionelle Anleger, soll künftig innerhalb der Tochtergesellschaft TERRABAU GmbH angesiedelt sein. Parallel dazu plant die Gesellschaft, neue Produkte, wie etwa digitale Finanzierungsmodelle anzubieten. Zusammen mit Finanzinvestoren soll künftig zudem der Aufbau eines Immobilienbestandshalters in der REIT-Rechtsform erfolgen. Der Investitionsschwerpunkt soll, analog zur Hauptgeschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate AG, auf dem Wohnimmobilienmarkt Berlin und dessen Speckgürtel liegen.

Bereits der Abschluss für das Geschäftsjahr 2019 ist unter Anwendung der IFRS10-Bilanzierung erfolgt. Im Rahmen dessen wurden die Geschäftsaktivitäten auf die TERRABAU GmbH übertragen, was zur Aufdeckung stiller Reserven geführt hat. Die daraus resultierenden außerordentlichen, jedoch nicht liquiditätswirksamen Erträge, haben den Jahresüberschuss deutlich auf 92,47 Mio. € und das Eigenkapital auf 125,09 Mio. € ansteigen lassen. Auch im ersten Halbjahr 2020 weist die CR Capital Real Estate AG hohe Bewertungserträge von 40,10 Mio. € aus, wodurch ein starker Ausbau des Periodenergebnisses auf 37,94 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €) erreicht wurde.

## SUM-OF-PARTS-BEWERTUNG

Die Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung ist der zum Bilanzstichtag 30.06.2020 von der MPH AG kommunizierte Aktienbestand an den gehaltenen börsennotierten Beteiligungen. Nachdem per 01.07.2020 die Anteile an der HAEMATO AG im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung an die bereits bestehende Beteiligung M1 Kliniken AG übergegangen sind, hält die MPH AG derzeit Anteile an der M1 Kliniken AG und an der CR Capital Real Estate AG. Für die M1 Kliniken AG haben wir im Rahmen einer Researchstudie (siehe Studie vom 22.06.2020) einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 21,80 € ermittelt. Ausgehend von 13,24 Mio. gehaltenen M1-Aktien beläuft sich der faire Beteiligungswert auf insgesamt 288,59 Mio. €. Als fairen Wert der CR Capital Real Estate AG ziehen wir, da derzeit keine aktuelle GBC-Bewertung vorliegt, den aktuellen Aktienkurs in Höhe von 32,70 € (XETRA; 12.11.2020) heran. Bei 2,15 Mio. Aktien liegt dieser aktuell bei 70,29 Mio. €.

Investment	MPH-Aktienzahl	Fairer Wert der Beteiligung
M1 Kliniken AG	13,24 Mio.	288,59 Mio. € <sup>1</sup>
CR Capital Real Estate AG	2,15 Mio.	70,29 Mio. € <sup>2</sup>
Nicht börsennotierte Beteiligungen		23,66 Mio. €
		<b>382,54 Mio. €</b>

Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG; <sup>1</sup>fairer Wert je Aktie zum 31.12.21 (siehe GBC-Researchstudie vom 22.06.20); <sup>2</sup>fairer Wert je Aktie ausgehend vom Aktienkurs in Höhe von 26,70 € (XETRA, 13.10.2020)

Bei den nicht börsennotierten Beteiligungen, für die wir den in der MPH-Bilanz erfassten IFRS-Wertansatz unverändert übernehmen, handelt es sich um die Pharmigon GmbH und die MPH Ventures GmbH. Die Summe bzw. der Gesamtmarktwert der MPH-Investments wird um die Nettoverschuldung sowie um den Barwert der operativen Holdingkosten bereinigt, um den inneren fairen Wert des MPH-Eigenkapitals zu ermitteln:

in Mio. €	
MPH-Investments	382,54 Mio. €
Nettoverschuldung	-9,65 Mio. €
Holdingkosten (Barwert)	-22,43 Mio. €
<b>Fairer Wert des MPH-Eigenkapitals</b>	<b>350,46 Mio. €</b>
MPH-Aktienzahl	4,28 Mio.
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>81,85 €</b>

Quelle: MPH AG; GBC AG

Der faire Wert je MPH-Aktie beläuft sich gemäß Sum-of-Parts-Bewertungsansatz auf 81,85 € (bisher: 8,92 €). Der starke Anstieg unseres Kursziels ist eine Folge der Aktienzusammenlegung in einem Verhältnis von 10:1. De facto handelt es sich demnach um eine Kurszielreduktion. Dies ist insbesondere eine Folge des rückläufigen HAEMATO-Aktienkurses, wodurch der angesetzte Wert für die Sachkapitalerhöhung unterhalb unseres bisherigen fairen Wertansatzes erfolgt ist. Bei einem MPH-Aktienkurs in Höhe von 22,60 € lautet unser Rating unverändert KAUFEN. Unterlegt wird der von uns ermittelte faire Wert je Aktie durch den Buchwert des Eigenkapitals und daraus abgeleitet dem NAV/Aktie, welcher sich zum 30.06.2020 auf 55,83 € beläuft.

## 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>

#### **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>

#### **§ 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>

**§ 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), Stellv. Chefanalyst**  
**Marcel Goldmann, M.Sc., 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)