

MPH Health Care AG ^{*5a,6a,11}

KAUFEN

Kursziel: 8,35 EUR
(zuvor: 8,00 EUR)

aktueller Kurs: 4,15
04.12.2018 / XETRA / 10:11
Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A0L1H32
WKN/ST: A0L1H3
Börsenkürzel/ST: 93M
Aktienanzahl³/ST: 42,814
Marketcap³: 177,68
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat/ST: 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 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 04.12.2018 (15:50 Uhr)
Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 05.12.2018 (09:00 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

Unternehmensprofil

Branche: Gesundheitswesen
Fokus: Pharma und medizinische Dienstleistungen

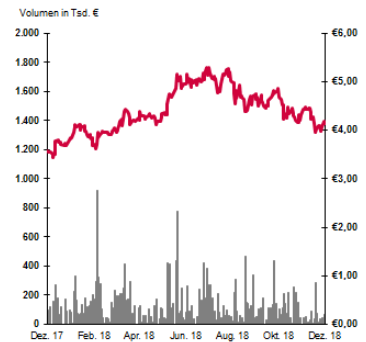
Mitarbeiter: über 250 (auf Ebene der Beteiligungen)

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske

Die MPH Health Care AG ist eine Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Berlin. Der strategische Fokus liegt auf Unternehmen, die in den Bereichen „chronische Erkrankungen“ und „Ästhetik“ aktiv sind. Es wird erwartet, dass diese Segmente an der zukünftigen Entwicklung des deutschen Gesundheitsmarktes partizipieren und entsprechendes Wachstum generieren. Über die börsennotierte 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 auch das Immobilienunternehmen CR Capital Real Estate AG in den MPH-Konsolidierungskreis einbezogen.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Betriebsertrag/Umsatzerlöse	262,89	81,11	41,67	57,73
Periodenertrag	82,59	80,07	31,86	55,91

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,93	1,87	0,74	-
Dividende je Aktie	0,12	0,12	0,20	-

Bilanzkennzahlen

Eigenkapital (NAV)	139,02	213,95	240,67	296,57
Liquide Mittel	0,53	0,98	1,24	4,31
Finanzanlagen	150,36	219,82	249,05	305,78

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

18.06.2018: RS / 8,00 / KAUFEN

15.12.2017: RS / 7,18 / KAUFEN

08.06.2017: RS / 6,18 / KAUFEN

20.03.2017: RS / 5,00 / KAUFEN

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

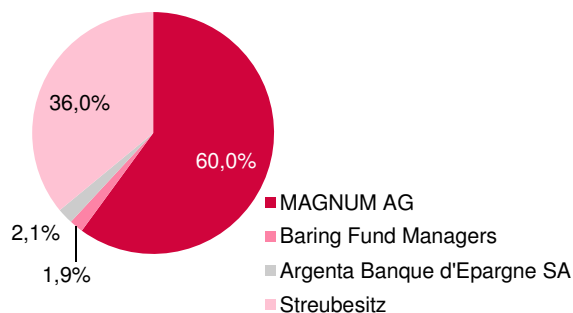
Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

UNTERNEHMEN

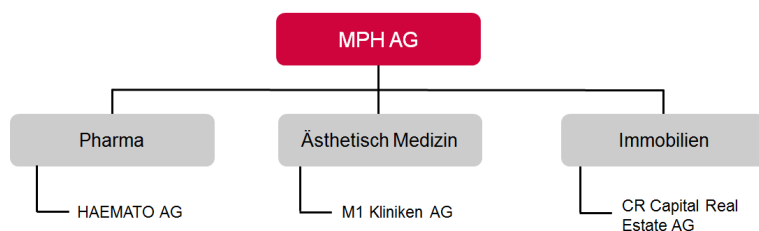
Aktionärsstruktur

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



Geschäftsstrategie



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes Speciality Pharma-Unternehmen. Die Geschäftsaktivitäten konzentrieren sich auf Wachstumsmärkte patentfreier und patentgeschützter Arzneimittel. Schwerpunkte bilden die Therapiebereiche Onkologie, HIV/AIDS, Neurologie, Herz-Kreislauf- und andere chronische Erkrankungen. Einen weiteren Bereich bildet der margenstarke Markt der Privatzahler. Hier setzt die HAEMATO AG mit ihrem Angebot von Hyaluronsäure und Botulinumtoxin ihren Fokus auf den Markt der schnell wachsenden ästhetischen Medizin. Der Bedarf an preiswerten Medikamenten, die in höchster Qualität geliefert werden und jederzeit dem Anspruch an eine zuverlässige und umfassende medizinische Versorgung gerecht werden, wird mit zunehmender Lebenserwartung der Bevölkerung in den kommenden Jahren weiter steigen. Mit dem Produktportfolio von patentfreien und patentgeschützten Medikamenten wird die Optimierung einer effizienten Arzneimittelversorgung und dadurch die Kostensenkung für Krankenkassen und somit auch für Patienten angestrebt.



Die börsennotierte M1 Kliniken AG ist Marktführer für plastische und ästhetische Behandlungen in Deutschland. Derzeit verfügt die Gesellschaft über 22 ambulante Fachzentren sowie eine Klinik in Berlin. Noch zum Jahreswechsel soll mit der Eröffnung eines Fachzentrums in Österreich der internationale Roll-Out erfolgen. Neben dem internationalen Roll-Out und dem dazugehörigen starken Standortausbau (geplant: bis 2020 sollen 50 Fachzentren betrieben werden, davon 20 außerhalb Deutschlands) sollen neue Behandlungsfelder wie der Bereich ästhetische Zahnmedizin zunehmend erschlossen werden. Über die kommenden Jahre sollen in Deutschland bis zu 10-15 Dental-Standorte aufgebaut werden. Auch der Bereich der Handelsmarken soll zum erwarteten starken Umsatzwachstum beitragen.



Die CR Capital Real Estate AG ist ein im Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse notiertes Immobilienunternehmen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate AG liegt in der Projektentwicklung mit dem Fokus auf den Wohnungsneubau vorwiegend für Selbstnutzer in den Städten Berlin, Leipzig und dem Berliner Umland. Dabei wird das günstige Marktumfeld genutzt, um durch den Verkauf von Wohneinheiten mit gehobener Ausstattung an guten Standorten zu einem attraktiven Preis/Leistungsverhältnis nachhaltige Erträge und Gewinne zu erwirtschaften.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2018

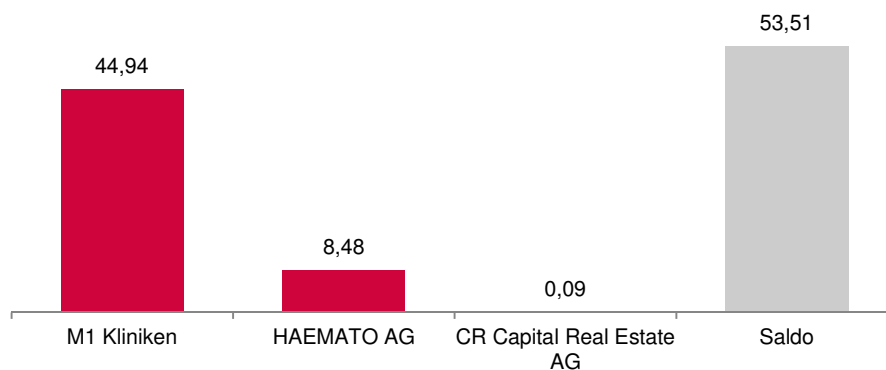
Investment	31.12.2016			30.06.2018		
	MPH-Aktienzahl	Kurs	Kurswert	MPH-Aktienzahl	Kurs	Kurswert
M1 Kliniken AG	12,37 Mio.	13,18 €	163,05 Mio. €	12,09 Mio.	17,20 €	207,98 Mio. €
HAEMATO AG	11,01 Mio.	5,08 €	55,89 Mio. €	11,01 Mio.	5,85 €	64,42 Mio. €
CR Capital Re. Es. AG	1,15 Mio.	20,32 €	23,38 Mio. €	1,15 Mio.	20,40	23,47 Mio. €
Gesamt			242,31 Mio. €			295,88 Mio. €

Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018

Die MPH Health Care AG weist für die ersten sechs Monate 2018 einen Betriebsertrag in Höhe von insgesamt 56,73 Mio. € aus. Innerhalb dieser Ertragsposition ist hauptsächlich die Wertentwicklung der drei börsennotierten Beteiligungen enthalten. Insbesondere die Kursgewinne bei der größten Beteiligung M1 Kliniken AG zeichnen hierfür verantwortlich. Bei einer nahezu unveränderten Beteiligungsquote legte der Kurswert der von der MPH gehaltenen Aktien der M1 Kliniken AG von 163,05 Mio. € (31.12.2017) auf 207,98 Mio. € (30.06.2018) und damit um 44,94 Mio. € signifikant zu. Die Basis hierfür liefert der Anstieg des M1-Aktienkurses innerhalb der Berichtsperiode um 30,5 %.

Wertentwicklung der börsennotierten MPH-Beteiligungen (in Mio. €)



Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG

Parallel hierzu kletterte der Wertansatz der HAEMATO AG um 8,48 Mio. €, basierend auf einem Kursanstieg in Höhe von 15,2 %. Schließlich blieb der Wertansatz bei der CR Capital Real Estate AG, der aktuell kleinsten MPH-Beteiligung, gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.17 nahezu unverändert.

Auf Basis der hohen Fair Value-Erträge, welche im geringen Maße von Veräußerungsgewinnen (leichter Abbau der M1-Beteiligungsquote) flankiert werden, weist die MPH Health Care AG ein EBIT in Höhe von 56,68 Mio. € aus. Erwähnenswert ist hierbei der Umstand, wonach bei der Gesellschaft nur im geringen Umfang Overhead-Kosten anfallen. Die darunter zusammengefassten Verwaltungskosten und sonstigen Aufwendungen belaufen sich auf 0,38 Mio. €. Auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses in Höhe von 55,91 Mio. € werden die hohen Bewertungserträge sichtbar. Im Periodenergebnis sind noch keine Ausschüttungen enthalten, da die Dividendenzahlungen bei allen drei börsennotierten Beteiligungen erst nach dem Stichtag 30.06.2018 erfolgt sind. Auf Basis der aktuell gehaltenen Aktien beläuft sich der nach dem Bilanzstichtag erfolgte ergebniswirksame Liquiditätszufluss aus den Dividendenzahlungen auf insgesamt 8,08 Mio. €.

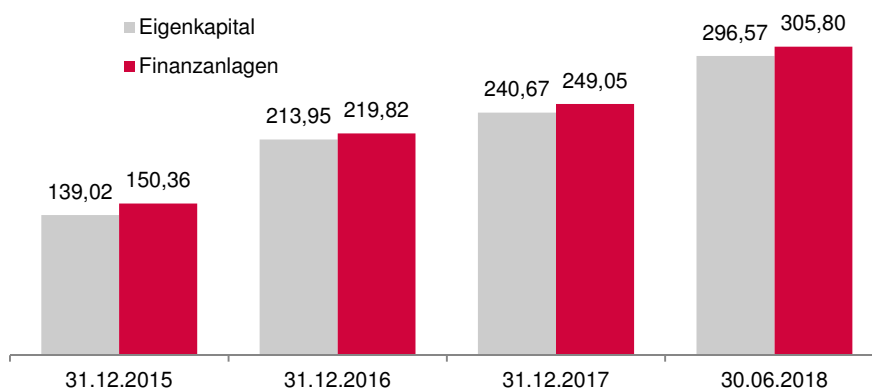
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital	213,95	240,67	296,57
EK-Quote	92,9 %	93,5%	94,4%
Finanzanlagen (inkl. liquide Mittel)	230,27	255,80	310,37
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,09	14,09	14,12
Cashflow – laufende Geschäftstätigkeit	-4,77	1,01	3,12
Cashflow – Investition	5,56	4,88	0,16
Cashflow – Finanzierung	-0,34	-5,64	-0,22

Quelle: MPH AG; GBC AG

Das Bilanzbild der MPH Health Care AG weist eine für Beteiligungsgesellschaften typische Ausprägung auf. Dabei wird die Aktivseite vom Wertansatz der gehaltenen Finanzanlagen in Höhe von 305,80 Mio. € (31.12.17: 249,05 Mio. €) dominiert. Hier werden im Wesentlichen die drei börsennotierten Beteiligungen wiedergegeben, wobei der Wertansatz über die vergangenen Berichtsperioden hinweg, entsprechend der sehr positiven Aktienkursentwicklung, stark zugelegt hat. Zum Vergleich: noch zum Ende des Geschäftsjahres 2015 lag dieser, bei einer nahezu gleichen Beteiligungsquote, noch gerade einmal bei 139,74 Mio. €.

Finanzanlagen und Eigenkapital (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Parallel zu dieser ergebniswirksamen Entwicklung legte auch das Eigenkapital in den vergangenen Geschäftsjahren stark zu. Der aktuelle Wert des Eigenkapitals in Höhe von 296,57 Mio. € ist quasi die auf der Passivseite befindliche Gegenposition zu den Finanzanlagen. Der Wertanstieg der Finanzanlagen wird damit auch anhand des deutlichen Anstiegs des Eigenkapitals sichtbar.

Sofern keine Beteiligungsveräußerungen vorgenommen werden, dürfte der Cashflow primär die Dividendenzahlungen der drei börsennotierten Beteiligungen wiedergeben, während der börsenkursgetriebene Anstieg des Wertansatzes cash-neutral ist. In den ersten sechs Monaten gelang es der MPH Health Care AG, bei noch fehlenden Dividenderträgen, die Rückführung von Working Capital, was sich positiv auf den operativen Cashflow ausgewirkt hatte. Nach dem Bilanzstichtag erfolgten sowohl die Dividendenzahlungen der Beteiligungen in Höhe von 8,08 Mio. € (vorausgesetzt, die Beteiligungsquote ist unverändert geblieben) als auch die Ausschüttung der MPH Health Care AG an die Aktionäre in Höhe von 8,56 Mio. €.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9 MONATE 2018

Die erfolgte umseitig dargestellte erfolgte Ausschüttung an die MPH-Aktionäre hat zum 30.09.2018, wie erwartet, zu einem Rückgang des Eigenkapitals von 296,57 Mio. € (30.06.18) auf 281,00 Mio. € geführt. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2017 weist die Gesellschaft aber weiterhin einen deutlichen Ausbau der Eigenkapitalbasis und damit des NAV auf 6,56 € je Aktie (31.12.18: 5,14 Mio. €) auf.

Auf Ertragebene war das dritte Quartal 2018 von einer jeweils rückläufigen Kursentwicklung bei den Beteiligungen M1 Kliniken AG (-10,5 %) und HAEMATO AG (-7,4 %) geprägt, nachdem hier in den vorangegangenen Perioden starke Kurssteigerungen erzielt wurden. Dem steht zwar ein signifikanter Anstieg des Aktienkurses bei der CR Capital Real Estate AG in Höhe von 50,0 % gegenüber, insgesamt weist aber die MPH Health Care AG für das dritte Quartal 2018 ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -7,01 Mio. € auf. Auf 9-Monatsbasis liegt das Periodenergebnis in Höhe von 48,90 Mio. € (VJ: 11,22 Mio. €) jedoch nach wie vor deutlich oberhalb des Vorjahreswertes.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG INVESTMENTS

M1 Kliniken AG

in Mio. €	1.HJ 2017	Δ ggü. VJ	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	22,26	+30,0%	28,93
EBIT (EBIT-Marge)	4,16 (18,5%)	-16,8%	3,46 (12,0%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	3,69	-8,7%	3,37

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Wie auch schon in den Vorperioden hat die M1 Kliniken AG auf Grundlage der ausgebauten Behandlungskapazitäten sowie der damit einhergehenden Behandlungszahlen eine hohe Umsatzdynamik erreicht. Derzeit befindet sich die M1 Kliniken AG in einer starken Expansionsphase, wodurch sich die Kosten überproportional und damit das operative Ergebnis unterproportional entwickelt hatten. Diesbezüglich soll die aktuelle Anzahl an Fachzentren national und international weiter ausgebaut werden sowie neue Geschäftsfelder wie ästhetische Zahnmedizin oder Laserbehandlungen erschlossen werden. Darüber hinaus soll auch der Bereich der Handelsmarken stärker adressiert werden. Zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz und eine deutliche Rentabilitätsverbesserung sind wahrscheinliche Szenarien.

HAEMATO AG

in Mio. €	9 Monate 2017	Δ ggü. VJ	9 Monate 2018
Umsatzerlöse	211,3	+0,7 %	212,8
EBIT (EBIT-Marge)	5,6 (2,7%)	+36,3%	7,63 (3,6%)
Periodenüberschuss	3,9	+49,7%	5,87

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Die HAEMATO AG hat in den ersten neun Monaten 2018 mit Umsatzerlösen in Höhe von 212,8 Mio. € (VJ: 211,3 Mio. €) Umsatzerlöse auf Vorjahresniveau ausgewiesen. Das operative Ergebnis hingegen steigerte sich deutlich um 36,3 % auf 7,63 Mio. € (VJ: 5,6 Mio. €). Das erwartete Umsatzwachstum der kommenden Geschäftsjahre basiert auf der Annahme einer weiterhin hohen Nachfrage nach preisgünstigen Arzneimitteln. Zusätzlich hierzu dürfte die Gesellschaft insbesondere ab Mitte des kommenden Geschäftsjahres forciert den margenstarken Selbstzahlermarkt adressieren.

CR Capital Real Estate AG

in Mio. €	1.HJ 2017	Δ ggü. VJ	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	0,31	+4038,7%	12,83
EBIT	0,98	+274,5%	3,67
Periodenüberschuss nach Minderheiten	1,11	+89,2%	2,10

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG

Mit der planmäßigen Entwicklung des Projektes in Schkeuditz hat die CR Capital Real Estate AG (CR AG) signifikante Umsätze erreicht (im Vorjahr wurde kein vergleichbares Projekt fertiggestellt). Auch zukünftig soll die Entwicklung bezahlbaren Wohnraums in den stark nachgefragten Metropolregionen im Fokus stehen. Mittelfristig ist die Fertigstellung von bis zu 300 Wohneinheiten p.a. geplant. Darüber hinaus soll die Wertschöpfungskette um den Bereich Immobilienverwaltung ausgeweitet sowie sukzessive der Immobilienbestand ausgebaut werden.

SUM-OF-PARTS-BEWERTUNG

Die Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung ist der zum Bilanzstichtag 30.06.2018 von der MPH AG kommunizierte Aktienbestand. Den Bewertungsansatz gemäß Fair Value der drei wichtigsten Investments haben wir dabei im Rahmen einer jeweiligen DCF-Bewertung ermittelt.

Investment	MPH-Aktienzahl	Fairer Wert je Aktie	Fairer Wert der Beteiligung
HAEMATO AG	11,01 Mio.	7,90 € ¹	86,99 Mio. €
CR Capital Real Estate AG	1,15 Mio.	35,40 € ²	40,47 Mio. €
M1 Kliniken AG	12,09 Mio.	19,00 € ³	229,75 Mio. €
Nicht börsennotierte Beteiligungen			9,92 Mio. €
		Summe	367,40 Mio. €

Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG; ¹fairer Wert je Aktie zum 31.12.19 (siehe GBC-Researchstudie vom 12.09.18); ²fairer Wert je Aktie zum 31.12.19 (siehe GBC-Researchstudie vom 08.10.18); ³fairer Wert je Aktie zum 31.12.19 (siehe GBC-Researchstudie vom 25.09.2018)

Bei den nicht börsennotierten Beteiligungen handelt es sich um die Pharmigon GmbH und die MPH Ventures GmbH.

Dieser faire Wertansatz bzw. der Marktwert der MPH-Investments wird um die Nettoverschuldung bereinigt, um den inneren fairen Wert des MPH-Eigenkapitals zu ermitteln:

in Mio. €	
MPH-Investments	367,40 Mio. €
Finanzanlagen	+4,57 Mio. €
Bankverbindlichkeiten	-14,00 Mio. €
Fairer Wert des MPH-Eigenkapitals	357,97 Mio. €
MPH-Aktienzahl	42,81 Mio.
Fairer Wert je Aktie	8,35 €

Quelle: MPH AG; GBC AG

Der faire Wert je Aktie beläuft sich gemäß Sum-of-Parts-Bewertungsansatz auf 8,35 € (bisher: 8,00 €). Die Kurszielanhebung ist dabei ein Resultat des höheren Wertansatzes der Beteiligung M1 Kliniken AG sowie der CR Capital Real Estate AG. Im Rahmen einer am 24.09.2018 veröffentlichten Researchstudie haben wir bei der M1 Kliniken AG, auf Basis der verbesserten mittelfristigen Aussichten, eine leichte Kurszielanhebung auf 19,00 € (bisher: 18,50 €) vorgenommen. Bei der CR Capital Real Estate AG haben wir am 08.10.2018 aufgrund einer Erweiterung des Erschließungsvertrages für das derzeit wichtigste Projekt in Schkeuditz bei Leipzig ebenfalls eine leichte Kurszielanhebung auf 35,40 € (bisher: 31,00 €) vorgenommen.

Der MPH-Aktienkurs liegt derzeit bei 4,15 € und liegt damit deutlich unterhalb des ermittelten inneren Wertes je Aktie in Höhe von 8,35 €. Wir vergeben damit weiterhin das Rating KAUFEN.

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,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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

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