

MPH Mittelständische Pharma Holding AG^{*5a,11}

KAUFEN

Kursziel: 5,10 EUR

aktueller Kurs: 2,05

4.9.2015 / ETR / 17:36 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A0L1H32

WKN/ST: A0L1H3

Börsenkürzel/ST: 93M

Aktienanzahl³/ST: 42,814

Marketcap³: 87,68

EnterpriseValue³: 95,67

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/ST: 36,5 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Open Market

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Fertigstellung/Veröffentlichung:
07.09.2015

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

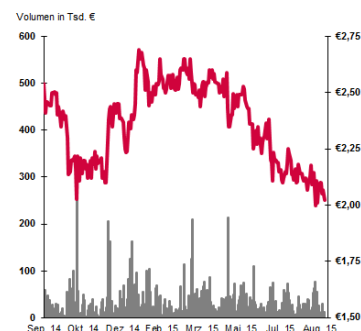
Fokus: Gesundheitswesen

Mitarbeiter: 225 Stand: 31.08.2015

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding 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 börsennotierte Tochtergesellschaft HAEMATO AG wird dabei der Bereich Parallelimporte und Generika abgedeckt. Das Kliniksegment mit dem Geschäftsschwerpunkt Schönheitschirurgie ist in der Tochtergesellschaft M1 Med Beauty AG gebündelt. Seit dem Geschäftsjahr 2015 ist die Berliner Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG neu in den MPH-Konsolidierungskreis einbezogen. Der Fokus der CR AG liegt auf den Wohnungsneubau in Berlin und Leipzig. Die MPH-Gruppe wird das Know-How der CR-Gruppe für den Aufbau von Gesundheitsimmobilien nutzen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	219,25	228,37	304,15	322,64
EBITDA	12,75	13,47	21,85	22,83
EBIT	10,92	10,70	19,24	20,20
Jahresüberschuss	4,95	5,04	9,91	10,09

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,14	0,18	0,20
Dividende je Aktie	0,11	0,12	0,16	0,18

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,44	0,42	0,31	0,30
EV/EBITDA	7,50	7,10	4,38	4,19
EV/EBIT	8,76	8,94	4,97	4,74
KGV	17,71	17,40	8,85	8,69
KBV	0,93			

Finanztermine

30.11.2015: Ergebnis Q3 2015

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

15.5.2015: RG / 4,50 / KAUFEN

18.3.2015: RG / 4,50 / KAUFEN

2.2.2015: RG / 4,50 / KAUFEN

8.12.2014: RG / 4,50 / KAUFEN

1.12.2014: RG / 4,50 / KAUFEN

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

- **Rohrertrag stabil, EBIT zunächst schwächer**
- **Beteiligung CR Capital Real Estate AG erstmalig konsolidiert**
- **EK-Quote mit 63,1 % weiterhin solide**
- **Erlöswachstum und skalenbedingte Verbesserung der EBIT-Marge in Sicht**
- **Kursziel auf 5,10 € angehoben**

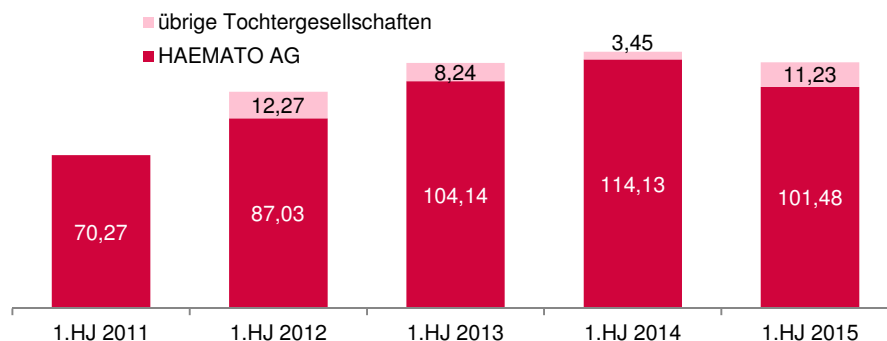
in Mio. €	1.HJ 2013	Δ in %	1.HJ 2014	Δ in %	1.HJ 2015
Umsatzerlöse	112,38	4,6%	117,58	-4,1%	112,71
EBITDA	6,49	9,9%	7,14	-15,6%	6,02
EBITDA-Marge	5,8%	+0,3Pp	6,1%	-0,8Pp	5,3%
EBIT	5,68	9,9%	6,24	-18,2%	5,11
EBIT-Marge	5,1%	+0,2Pp	5,3%	-0,8Pp	4,5%
Jahresüberschuss	3,60	26,4%	4,55	-49,8%	2,29
EPS in €	0,09	26,4%	0,11	-51,7%	0,05

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2015

Der MPH-Konzern hat in den ersten sechs Monaten 2015 erstmalig einen Umsatzrückgang auf Halbjahresbasis ausgewiesen. Die Umsatzerlöse in Höhe von 112,71 Mio. € (VJ: 117,58 Mio. €) lagen um 4,1 % unterhalb des Vorjahreswertes. Diese Entwicklung ist ausschließlich auf die rückläufigen Erlöse der wichtigsten Tochtergesellschaft HAEMATO AG zurückzuführen. Die im Bereich von Parallelimporten von Arzneimitteln und der Herstellung von Generika tätige Tochtergesellschaft war dabei von einer temporären Verschärfung der Vorschriften bei den Importen betroffen, wodurch die Umschlagshäufigkeit bei wichtigen Produkten verlangsamt wurde. Dies hat bei der HAEMATO AG in Konsequenz einen Umsatzrückgang auf 101,48 Mio. € (1.HJ/14: 114,13 Mio. €) nach sich gezogen:

Umsatzentwicklung des MPH-Konzerns (in Mio. €)



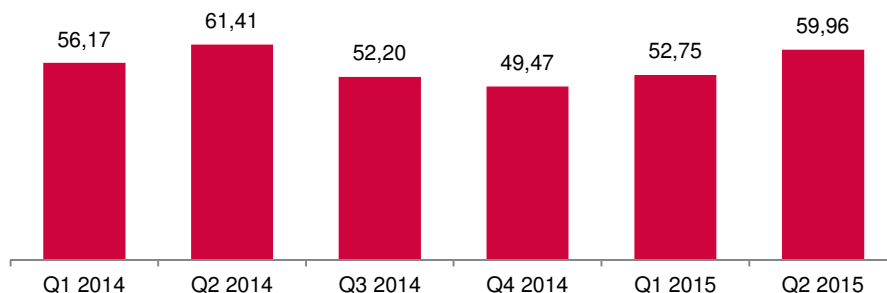
Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Im Gegensatz zur temporären Umsatzschwäche der Tochtergesellschaft HAEMATO AG verzeichneten die übrigen Konzerngesellschaften ein signifikantes Umsatzwachstum auf 11,23 Mio. € (1.HJ/14: 3,45 Mio. €). Hier gilt es jedoch einen anorganischen Effekt zu berücksichtigen. Seit dem 01.01.2015 ist die in Berlin ansässige Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG neu in den Konsolidierungskreis des MPH-Konzerns einbezogen. Gemäß Unternehmensmeldung vom 31.03.2015 wurde über den Erwerb von CR Capital-Aktien die Beteiligungsquote auf über 50 % ausgebaut. Laut veröffentlichtem Halbjahresabschluss der CR Capital Real Estate AG beträgt der aus der erstmaligen Konsolidierung resultierende anorganische Umsatzbeitrag 6,49 Mio. €.

In der Quartalsbetrachtung der Umsatzerlöse wird deutlich, dass der zum ersten Halbjahr 2015 aufgezeigte Umsatzrückgang nur temporärer Natur ist. Dies deckt sich mit den Aussagen des Unternehmens, wonach die verschärften Importvorschriften im Pharma-

segment seit dem zweiten Halbjahr 2014 bestanden und Ende des ersten Quartals 2015 wieder aufgehoben wurden. Während im ersten Quartal 2015 Umsatzerlöse in Höhe von 52,75 Mio. € erzielt wurden, legte das Umsatzniveau im zweiten Quartal 2015 bereits spürbar auf 59,96 Mio. € zu.

Quartalsbezogene Umsatzerlöse des MPH-Konzerns (in Mio. €)

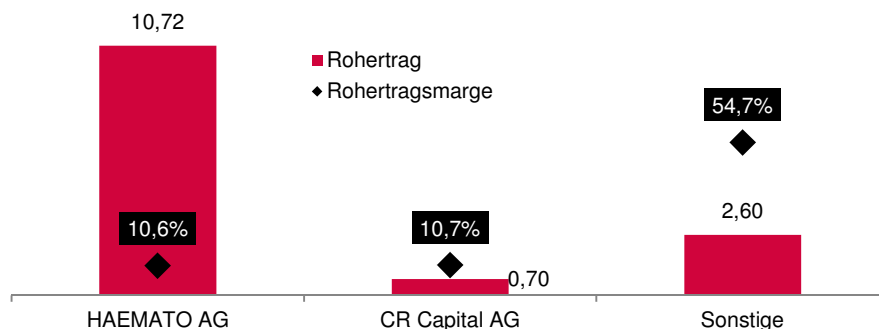


Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015

Der Rohertrag entwickelte sich trotz rückläufiger Umsätze mit 14,01 Mio. € (1.HJ/14: 14,17 Mio. €) konstant und damit verbesserte sich die Rohertragsmarge auf 12,4 % (1.HJ/14: 12,1 %). Einerseits sah sich die wichtigste Tochtergesellschaft HAEMATO AG zwar einer verschärften Wettbewerbssituation ausgesetzt, wodurch Umsatzerlöse insbesondere auch vor dem Hintergrund der strengeren Importvorschriften zum Teil zu schlechteren Konditionen generiert wurden. Auf der anderen Seite profitierte jedoch der MPH-Konzern von den margenstarken Umsätzen im Bereich der Schönheitschirurgie (Tochtergesellschaft M1 Beauty AG), welche wir unter „Sonstige“ berücksichtigt haben:

Rohertrag (in Mio. €) und Rohertragsmarge (in %) der MPH-Geschäftsbereiche



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding; HAEMATO AG; CR Capital Real Estate AG; GBC AG (eigene Berechnungen)

Auf EBIT-Basis war die Entwicklung im Vergleich zum Rohertrag zunächst rückläufig auf 5,11 Mio. € (1.HJ/14: 6,24 Mio. €). Gemäß Unternehmensangaben ist dies einerseits auf den Kapazitätsausbau im Personalbereich des Pharmasegments sowie auf gesteigerte Anforderungen hinsichtlich der Organisation im Segment der Schönheitschirurgie, zurückzuführen. Auf der anderen Seite sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen als Folge gesteigerter Marketingmaßnahmen sowie aufgrund vorbereitender Schritte für die Börsennotiz der M1 Beauty AG deutlich angestiegen, so dass die Overheadkosten trotz rückläufiger Erlösentwicklung insgesamt auf 8,91 Mio. € (1.HJ/14: 7,93 Mio. €) zugelegt haben. Demzufolge ist der EBIT-Margenrückgang auf 4,5 % (1.HJ/14: 5,3 %) in erster Linie auf die fehlenden Skaleneffekte zurückzuführen. Im Zuge steigender Umsätze sollte die Gesellschaft jedoch insbesondere in diesem Bereich profitieren und damit eine

Verbesserung der Rendite erzielen. Gemäß unseren Prognosen wird schließlich auf Gesamtbasis eine Steigerung des EBIT erreicht.

Vermögenslage zum 30.06.2015

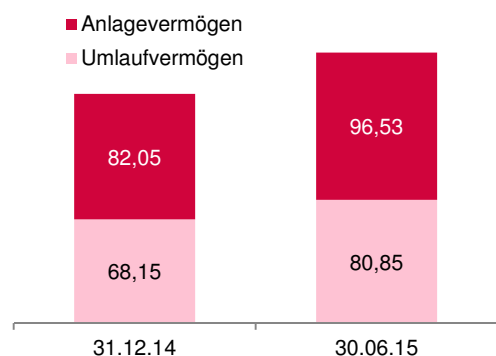
in Mio. €	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015
Eigenkapital - inkl. Minderheiten	89,90	94,73	93,38
EK-Quote - inkl. Minderheiten (in %)	61,1%	63,1%	63,1%
Eigenkapital - nach Minderheiten	65,96	68,77	60,58
EK-Quote - nach Minderheiten (in %)	44,8%	45,8%	34,2%
Operatives Anlagevermögen	23,97	21,29	36,40
Working Capital	30,92	36,68	40,97
Finanzverbindlichkeiten	37,73	38,25	57,63
Net Debt	9,42	7,99	38,13
Cashflow (operativ)	-2,83	-0,49	0,29
Cashflow (Investition)	4,39	3,47	-1,96
Cashflow (Finanzierung)	3,35	1,28	4,65

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

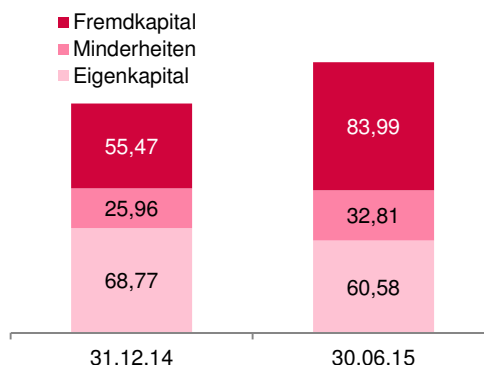
In den ersten sechs Monaten 2015 haben sich insbesondere aufgrund der erstmaligen Konsolidierung der CR Capital Real Estate AG Veränderungen in der Vermögenslage des MPH-Konzerns ergeben. Insgesamt hat dabei eine Bilanzverlängerung um 27,17 Mio. € stattgefunden. Diese akquisitionsbedingte Bilanzverlängerung wird im Anlagevermögen anhand des höheren Goodwills in Höhe von 59,66 Mio. € (31.12.14: 48,20 Mio. €) sowie des neu hinzugekommenen Sachanlagevermögens (inkl. Renditeliegenschaften) in Höhe von insgesamt 31,28 Mio. € (31.12.14: 15,84 Mio. €) ersichtlich. Die Eigenkapitalquote bleibt mit 63,1 % (inkl. Minderheiten) unverändert solide

Passivseitig bewirkt die erstmalige Konsolidierung der CR Capital Real Estate AG einen deutlichen Anstieg der Finanzverbindlichkeiten auf 57,63 Mio. € (31.12.14: 38,25 Mio. €). Zudem wird hier auch die vom MPH-Konzern im ersten Halbjahr 2015 begebene Schuldscheindarlehen in Höhe von 10,00 Mio. € sichtbar. Ebenfalls zu beachten ist der Anstieg der Minderheitenanteile innerhalb des Eigenkapitals auf 32,81 Mio. € (31.12.14: 25,96 Mio. €). Diese stehen im Zusammenhang mit konsolidierten Tochtergesellschaften, welche zwar mehrheitlich, jedoch mit einer Beteiligungsquote von unter 100 % gehalten werden. Zum 30.06.15 beläuft sich beispielsweise die Beteiligungsquote an der HAEMATO AG auf 56,9 %. Die Beteiligungsquoten an der M1 Med Beauty AG sowie an der CR Capital Real Estate AG sind uns zwar nicht bekannt, bei der CR AG rechnen wir auf Schätzbasis mit einer Beteiligungsquote von knapp über 50 %, bei der M1 Med Beauty AG mit einer Quote von knapp unter 90 %.

Aktiva (in Mio. €)



Passiva (in Mio. €)



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

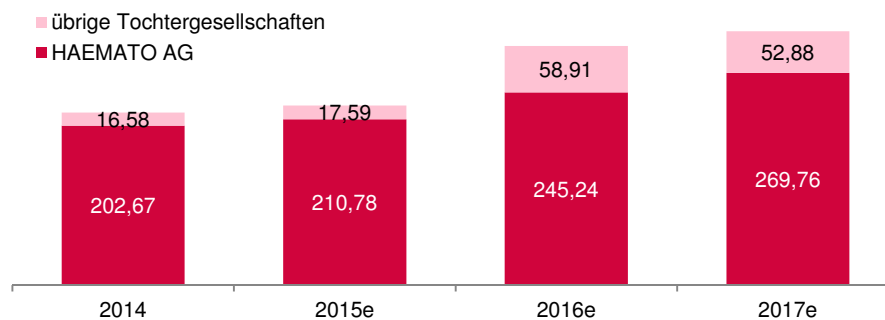
Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)	GJ 16e (alt)	GJ 16e (neu)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)
Umsatzerlöse	240,44	228,37	264,44	304,15	291,84	322,64
EBIT	11,79	10,70	13,41	19,24	15,26	20,20
EBIT-Marge	4,9%	4,7%	5,1%	6,3%	5,2%	6,3%
JÜ*	5,81	5,04	6,74	9,91	7,81	10,09

Quelle: GBC AG; *Jahresüberschuss nach Minderheiten

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen des MPH-Konzerns haben wir in erster Linie auf Grundlage unserer Schätzungen der größten Tochtergesellschaft HAEMATO AG (siehe GBC-Researchstudie vom 01.09.2015) erstellt. Zugleich haben wir die weiteren Potenziale der M1 Beauty GmbH, für die in Kürze gemäß Unternehmensangaben eine Börsennotiz angestrebt wird, sowie erstmalig die neu konsolidierte CR Capital Real Estate AG berücksichtigt. Trotz des sich daraus ergebenden anorganischen Effektes haben wir unsere Umsatzprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2015 leicht auf 228,37 Mio. € reduziert. Dies ist in erster Linie ein Resultat der verschärften Importvorschriften, welche die Erlösentwicklung der Tochtergesellschaft HAEMATO AG im ersten Halbjahr 2015 belastet hatten.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Mit der Ausrichtung auf wachstumsstarke Branchen, wie Parallelimporte und Generika, Schönheitsoperationen sowie die Immobilienmärkte in Berlin und Leipzig dürfte der MPH-Konzern in den kommenden Geschäftsjahren weiteres Erlöswachstum erzielen. So profitiert die Gesellschaft mit der Tochtergesellschaft HAEMATO AG von den Einsparbemühungen durch die GKV im Bereich der Arzneimittelversorgung. Mit der Tochtergesellschaft M1 Beauty AG wurde, gemäß Unternehmensangaben, mit der angestrebten Preisführerschaft bisher eine hohe Umsatzdynamik erreicht. Die zunehmende Akzeptanz von Schönheitsoperationen in Verbindung mit einem steigenden Bekanntheitsgrad sollte der Tochtergesellschaft den Gewinn von Marktanteilen ermöglichen. Über die CR Capital Real Estate AG profitiert der MPH-Konzern von den guten Marktvorgaben in den Zielregionen Berlin und Leipzig. Erst kürzlich hat die Konzerngesellschaft den Erwerb eines Großprojektes (Projektvolumen: ca. 150 Mio. €) in Leipzig bekannt gegeben, womit über die nächsten Geschäftsjahre hinweg ein hohes Umsatz- und Ergebnisniveau sichergestellt sein sollte.

Vor dem Hintergrund der erwarteten Umsatzsteigerungen rechnen wir, skalenbedingt, mit einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 6,3 % (GJ 2017e). Dies dient unserem DCF-Modell als Ausgangsgröße. Im Rahmen des aktualisierten DCF-Modells, wobei wir erstmalig die Umsatz- und Ergebnispotenziale der CR Capital Real Estate AG einbezogen haben, ergibt sich ein fairer Unternehmenswert von 5,10 € (bisher: 4,50 €) je Aktie. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich ein hohes Kurspotenzial und damit bestätigen wir das Rating KAUFEN.

MPH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	7,5%	ewige EBITA - Marge	6,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	13,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
Umsatz (US)	228,37	304,15	322,64	345,22	369,39	395,25	422,92	452,52	
<i>US Veränderung</i>	4,2%	33,2%	6,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	6,52	8,95	8,95	8,95	8,95	8,95	8,95	8,95	
EBITDA	13,47	21,85	22,83	25,89	27,70	29,64	31,72	33,94	
<i>EBITDA-Marge</i>	5,9%	7,2%	7,1%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
EBITA	10,70	19,24	20,20	23,38	25,01	26,77	28,64	30,64	
<i>EBITA-Marge</i>	4,7%	6,3%	6,3%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,7%
Steuern auf EBITA	-1,61	-4,23	-5,05	-5,84	-6,25	-6,69	-7,16	-7,66	
<i>zu EBITA</i>	15,0%	22,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	9,10	15,01	15,15	17,53	18,76	20,07	21,48	22,98	
Kapitalrendite	15,7%	21,0%	21,1%	23,1%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	21,2%
Working Capital (WC)	36,50	37,80	40,00	45,43	48,61	52,01	55,66	59,55	
<i>WC zu Umsatz</i>	16,0%	12,4%	12,4%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,18	-1,30	-2,20	-5,43	-3,18	-3,40	-3,64	-3,90	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	35,00	34,00	36,07	38,59	41,29	44,18	47,28	50,59	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,77	-2,61	-2,63	-2,51	-2,69	-2,88	-3,08	-3,30	
<i>AFA zu OAV</i>	7,9%	7,7%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-16,48	-1,61	-4,70	-5,04	-5,39	-5,77	-6,17	-6,60	
Investiertes Kapital	71,50	71,80	76,07	84,02	89,90	96,20	102,93	110,14	
EBITDA	13,47	21,85	22,83	25,89	27,70	29,64	31,72	33,94	
Steuern auf EBITA	-1,61	-4,23	-5,05	-5,84	-6,25	-6,69	-7,16	-7,66	
Investitionen gesamt	-16,31	-2,91	-6,90	-10,47	-8,57	-9,17	-9,81	-10,50	
<i>Investitionen in OAV</i>	-16,48	-1,61	-4,70	-5,04	-5,39	-5,77	-6,17	-6,60	
<i>Investitionen in WC</i>	0,18	-1,30	-2,20	-5,43	-3,18	-3,40	-3,64	-3,90	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,44	14,71	10,88	9,58	12,88	13,78	14,75	15,78	389,60

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	292,74	301,87
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	67,55	58,34
<i>Barwert des Continuing Value</i>	225,19	243,53
Nettoschulden (Net debt)	18,23	9,19
Wert des Eigenkapitals	274,50	292,68
Fremde Gewinnanteile	-70,21	-74,54
Wert des Aktienkapitals	204,29	218,14
Ausstehende Aktien in Mio.	42,81	42,81
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,77	5,10

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,5%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,54
Eigenkapitalkosten	10,0%
<i>Zielgewichtung</i>	75,0%
Fremdkapitalkosten	3,5%
<i>Zielgewichtung</i>	25,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,1%

Kapitalrendite	WACC				
	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%
20,2%	6,46	5,53	4,78	4,17	3,67
20,7%	6,67	5,71	4,94	4,31	3,79
21,2%	6,87	5,88	5,10	4,45	3,91
21,7%	7,08	6,06	5,25	4,59	4,04
22,2%	7,28	6,24	5,41	4,73	4,16

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail:
compliance@gbc-ag.de