

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

Kaufen

Kursziel: 14,30

aktueller Kurs: 5,44
23.09.2015 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
WKN: A0HGQF
Börsenkürzel: MF6
Aktienanzahl³: 25,62
Marketcap³: 139,26
EnterpriseValue³: 119,68
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Fertigstellung/Veröffentlichung:
23.09.2015

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

Fokus: Krebstherapie

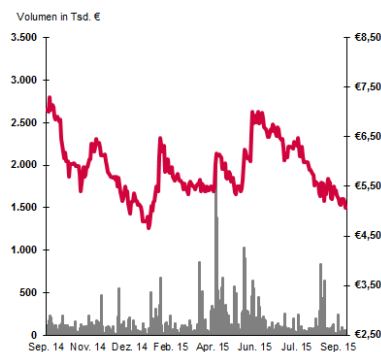
Mitarbeiter: 22 Stand: 31.12.2014

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

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

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



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	7,66	1,88	4,11	19,23	53,27
EBITDA	-1,06	-5,25	-9,14	3,84	24,47
EBIT	-1,28	-5,37	-9,28	3,68	24,30
JÜ vor Minderheiten	-1,01	-5,37	-9,28	3,68	24,30

Kennzahlen in EUR

EPS vor Minderheiten	-0,04	-0,21	-0,36	0,14	0,95
----------------------	-------	-------	-------	------	------

Kennzahlen

EV/Umsatz	15,62	63,66	29,10	6,22	2,25
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	31,17	4,89
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	32,52	4,92
KGV (vor Minderheiten)	neg.	neg.	neg.	37,84	5,73

Finanztermine

30.09.2015: HJ-Bericht 2015

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

3.6.2015: RS / 13,20 / KAUFEN

19.5.2015: RS / 13,20 / KAUFEN

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

Executive Summary

- **Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2014 im Rahmen der Erwartungen**

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 ist für die MagForce AG hinsichtlich der operativen Kennzahlen erwartungsgemäß verlaufen. Aufgrund noch fehlender Vermarktungserlöse herrscht plangemäß mit einem EBIT in Höhe von -1,28 Mio. € (VJ: -1,58 Mio. €) noch eine negative Ergebnissituation vor. Der leichte EBIT-Anstieg ist auf eine höhere Gesamtleistung im Zusammenhang mit der Übertragung von Vertriebs- und Entwicklungsrechten der NanoTherm®-Therapie auf die US-Amerikanische Tochtergesellschaft zurückzuführen.

- **Konstante Entwicklung der Liquiditätssituation**

Die noch negative Ergebnissituation und der damit zusammenhängende negative freie Cashflow in Höhe von -10,32 Mio. € konnte durch eine im November 2014 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung (Emissionserlös: 10,20 Mio. €) ausgeglichen werden. Die liquiden Mittel blieben damit konstant bei 9,15 Mio. € und das Eigenkapital bzw. die entsprechende EK-Quote wurden auf 24,43 Mio. € bzw. 85,1 % angehoben.

- **Meilenstein bei der Zulassung zur Prostatabehandlung in den USA erreicht**

Im Mai 2015 hat MagForce AG an die amerikanische Regulierungsbehörde FDA einen Antrag zur Durchführung einer klinischen Studie zur Behandlung von Patienten mit Prostatakarzinom eingereicht. Diese Einreichung stellt einen wichtigen Meilenstein im amerikanischen Zulassungsprozess dar. Wir rechnen mit dem Studienbeginn um das Jahresende 2015 und mit Marktzulassung bis Mitte 2017.

- **Post-Marketing-Studie verläuft planmäßig, kommerzielle Behandlung gestartet**

Für die Zulassung der NanoTherm-Therapie zur Behandlung von Glioblastom-Patienten in Europa verläuft derzeit eine Post-Marketing-Studie. Ziel der Studie ist es die wichtigen Meinungsbildner einzubeziehen und eine höhere Aufmerksamkeit zu erreichen. Parallel hierzu wurde mit der kommerziellen Behandlung von Glioblastom-Patienten an drei Kliniken in Deutschland begonnen.

- **Anhebung des Kursziels auf 14,30 €, Rating KAUFEN**

Wir haben die Prognosen gegenüber unserer bisherigen Studie (siehe Researchstudie Initial Coverage vom 19.05.2015) nicht verändert. Beim DCF-Bewertungsmodell haben sich jedoch als Folge der turnusmäßigen Kurszielprolongation sowie der marktbedingten Anpassung des Diskontierungssatzes Veränderungen ergeben. Wir heben das Kursziel auf 14,30 € (bisher: 13,20 €) und vergeben erneut das Rating KAUFEN.

Die NanoTherm[®]-Technologie

Die von der MagForce entwickelte und patentierte NanoTherm[®] Therapie zur Bekämpfung solider Tumore setzt sich aus den Medizinprodukten NanoTherm[®], NanoPlan[®] Thermometrie-Katheter und dem NanoActivator[®] mit Thermometrie-Einheit zusammen:

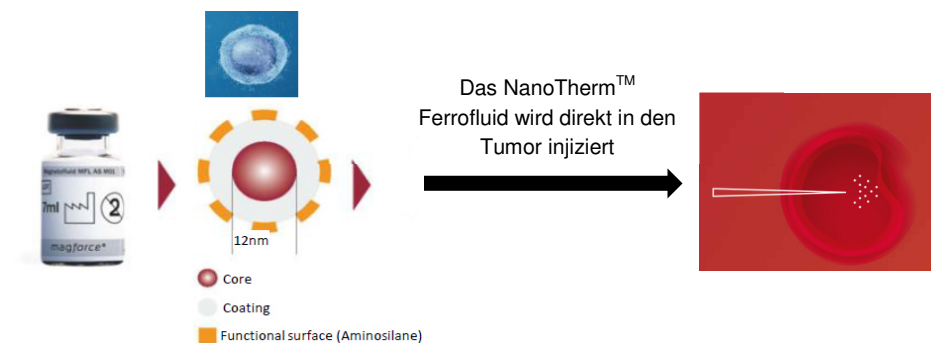
NanoTherm [®] -Therapie		
NanoTherm [®]	NanoActivator [®]	NanoPlan [®]

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Bei der NanoTherm[®]-Therapie handelt es sich um eine intratumorale Thermotherapie, die als einzige derzeit auf Nanomedizin basierende Therapie seit Mai 2010 in Europa für die Behandlung von Gehirntumoren zugelassen ist. Dabei verfolgt die MagForce AG das Ziel, diese neuartige Therapie, neben den konventionellen Therapien wie Chirurgie, Strahlen- und Chemotherapie, als weiteren Behandlungsstandard zu etablieren.

NanoTherm[®]

NanoTherm[®] ist eine Flüssigkeit, die Eisenoxid-Partikel im Nano-Größenbereich enthält, welche superparamagnetisch sind. Diese Partikel bestehen aus einem Eisenoxid-Kern mit einem Durchmesser von etwa 15 Nanometern und einer Umhüllung aus Aminosilanen. Das NanoTherm[®] wird durch ein minimal-invasives Verfahren in den soliden Tumor eingebracht (instilliert). Die Eisenoxid-Partikel verbleiben auf Grund der Eigenschaften der Aminosilan Hülle dauerhaft am Ort der Instillation. Dadurch sind auch mehrfache Behandlungszyklen möglich. Die NanoTherm[®]-Partikel werden vom Körper nicht oder nur sehr langsam abgebaut, da sie agglomerieren und somit ähnlich einem Implantat im Körper verbleiben.

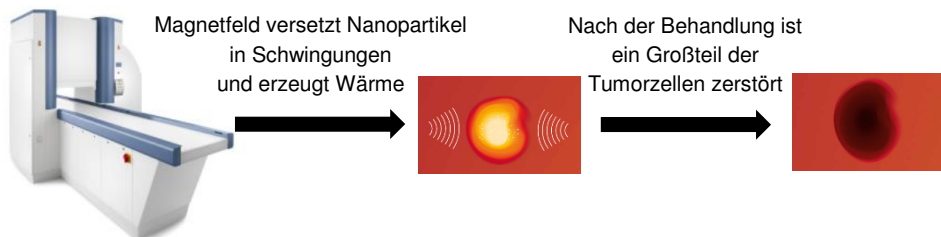


Quelle: MagForce AG; GBC AG

Der Eisenoxid-Kern ist superparamagnetisch und spricht aufgrund dieser Eigenschaft gut auf einen magnetischen Impuls an.

NanoActivator[®]

Das Magnetfeld wird durch die MagForce-Tochtergesellschaft MT MedTech Engineering GmbH entwickelten und produzierten NanoActivator[®] erzeugt. Dieses auf die Anwendung der NanoTherm-Therapie abgestimmte Gerät erzeugt ein Wechselmagnetfeld, wodurch die Nanopartikel aktiviert werden. Hierbei wechselt die Magnetfeldausrichtung rund 100.000 Mal pro Sekunde, was eine Aktivierung der Nanopartikel und damit eine Erhitzung des injizierten Tumorgewebes zur Folge hat. Der schnelle Richtungswechsel der Nanopartikel ist dabei verantwortlich für die Hitzeerzeugung.



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Gegenüber den bestehenden „Hyperthermie-Verfahren“, bei denen Temperaturen von bis zu 43°C erreicht werden, könnten bei der Anwendung der MagForce-Technologie mit bis zu 80°C deutlich höhere Temperaturen innerhalb der Tumorgewebe erzielt. Dies erzeugt die direkte Zerstörung der Krebszellen direkt an den NanoTherm-Depots zusätzlich zu dem hyperthermischen Effekt in den Tumorrandgebieten.

NanoPlan[®]

Für die Planung der Behandlungstemperatur und damit der Magnetfeldstärke durch den behandelnden Arzt, kommt die von der MagForce AG entwickelte Software NanoPlan[®] zum Einsatz. Nach der Injektion von NanoTherm[®] wird durch einen post-instillation CT Scan die genaue Lage und Verteilung der Nanopartikel Depots dargestellt. Dies dient in Kombination mit der Bildgebung vor der Nanopartikel Instillation als Datengrundlage für die Berechnung und für die Simulation der Temperaturverteilung im Tumor und im umliegenden gesunden Gewebe in Relation zu dem eingesetzten Wechselmagnetfeld. NanoPlan[®] ermittelt auf dieser Basis die optimale Magnetfeldstärke des NanoActivator[®], um die therapeutische Temperatur zu erreichen mit Berücksichtigung aller Sicherheitsmaßnahmen für das gesunde Gewebe.

Während der ersten Behandlung wird die erreichte Temperatur im Tumorgewebe über eine Temperatursonde, die in einen Katheter, der bei der Instillation von NanoTherm[®] eingebracht wurde, eingeführt wird, genau gemessen. Die gemessenen Temperaturen werden mit den simulierten und berechneten Temperaturen abgeglichen und die Magnetfeldstärke im Bedarfsfall angepasst.

Footprint der NanoTherm[®]-Technologie

Mehrere Faktoren sind zur Etablierung der NanoTherm[®] Therapie als anerkannte Therapie zur Behandlung solider Tumore notwendig. Da es sich bei dieser Therapieform um ein Medizinprodukt handelt, ist der Zulassungsprozess im Vergleich zur klinischen Arzneimittelzulassung wesentlich schneller umzusetzen und mit geringeren Kosten verbunden. Eine Überprüfung der Wirksamkeit der NanoTherm[®] Therapie im Rahmen von klinischen Studien ist dennoch ein Bestandteil des Zulassungsprozesses für alle Indikationsgebiete und eine direkte Kommunikation mit den führenden Meinungsbildner ein wichtiges Kriterium für die Etablierung dieser Technologie. Das neue Unternehmensma-

nagement unter der Leitung des Vorstandsvorsitzenden Dr. Ben J. Lipps (ehemaliger Vorstandsvorsitzender von Fresenius Medical Care), hat hierfür gemeinsam mit den Meinungsbildnern aus der Neurochirurgie eine Post-Marketing-Studie initiiert, um sie mit der Behandlungsmethode vertraut zu machen sowie um weitere Erkenntnisse zu deren Wirksamkeit zu gewinnen. Für den Vertriebs Erfolg der NanoTherm®-Technologie müssen darüber hinaus möglichst viele Behandlungszentren eingebunden werden, mit einer dementsprechenden Anzahl an installierten NanoActivator®-Geräten. Derzeit sind insgesamt fünf NanoActivator®-Geräte an den Universitätskliniken in Köln, Kiel, Münster, Frankfurt und Berlin installiert.

Footprint NanoActivator®



Quelle: MagForce AG; GBC AG

An dieser Stelle hat das neue Management der MagForce AG die Weichen für einen schnelleren Installations-Roll-Out von NanoActivator®-Geräten gelegt. Im Rahmen der bisherigen Unternehmensstrategie war ein Verkauf der Geräte an die Behandlungszentren geplant, was unseres Erachtens die Anzahl der installierten NanoActivator®-Geräten bisher stark eingegrenzt hat. Insbesondere die vergleichsweise hohen Vorlaufinvestitionen in Höhe von bis zu 1 Mio. € je Gerät war dafür verantwortlich. Um die Installationszahlen zu steigern, hat MagForce eine alternative Finanzierungsform im Rahmen eines Pay-per-use Modells entwickelt und damit eine deutliche Reduktion des Investitionsvolumens für die Kliniken umgesetzt. Gemäß Unternehmensangaben sollen somit bis Ende 2015 insgesamt sechs Standorte in Deutschland erschlossen sein.

Geschäftsentwicklung zum 31.12.2014

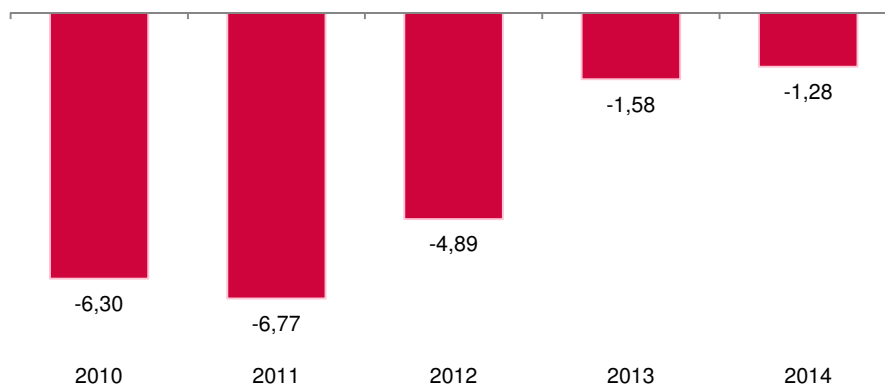
in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Gesamtleistung	0,25	0,96	5,44	7,66
EBITDA	-6,50	-4,61	-1,45	-1,06
EBIT	-6,77	-4,89	-1,58	-1,28
Periodenergebnis	-8,59	-5,72	-1,63	-1,01

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 ist bei der MagForce AG hinsichtlich der operativen Kennzahlen bzw. der finanziellen Leistungsindikatoren plangemäß verlaufen. Zwar verbesserte sich dabei die Gesamtleistung auf 7,66 Mio. € (VJ: 5,44 Mio. €) und damit auf den höchsten Wert seit Gründung des Unternehmens, dieser Anstieg ist jedoch ausschließlich auf die Übertragung von Vertriebs- und Entwicklungsrechten der NanoTherm[®]-Therapie zur Behandlung von Prostatakrebs für die Region Nordamerika auf die Tochtergesellschaft MagForce USA, Inc. zurückzuführen. Im Vorjahr hatte eine Übertragung der Rechte für den Indikationsbereich Glioblastom (bösartiger Hirntumor) nicht liquiditätswirksame Erträge in Höhe von 5,44 Mio. € ausgelöst.

Der noch niedrigen Erlösbasis stehen jedoch Aufwendungen vornehmlich im Personalbereich sowie bei den sonstigen betrieblichen Kosten (Rechts- und Beratungskosten, IR-Aktivitäten etc.) entgegen, so dass erwartungsgemäß eine noch negative Ergebnissituation vorherrscht. Das EBIT verbesserte sich dabei als Folge der höheren Gesamtleistung leicht auf -1,28 Mio. € (VJ: -1,58 Mio. €).

EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Insgesamt wurde die operative Kostenbasis um 1,92 Mio. € auf 8,95 Mio. € (VJ: 7,02 Mio. €) ausgeweitet. Hierfür sind hauptsächlich eine erhöhte durchschnittliche Mitarbeiteranzahl, die Erweiterung des Vorstands ab September 2013 sowie Bonuszahlungen im Zusammenhang mit den Finanzierungsrunden 2014 verantwortlich. Diese personalbezogenen Faktoren sind als vorbereitende Maßnahmen in Verbindung mit der anstehenden Vermarktung der NanoTherm[®]-Therapie zu sehen. Positiv zu erwähnen ist darüber hinaus die bereits im Geschäftsjahr 2013 umgesetzte nachhaltige Verbesserung des Finanzergebnisses im Zuge eines Debt-to-Equity-Swap. Insgesamt lag das Finanzergebnis der MagForce AG in 2014 bei 0,27 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €). Zwischen 2010 und 2012 belief sich das durchschnittliche Finanzergebnis bei -1,29 Mio. €.

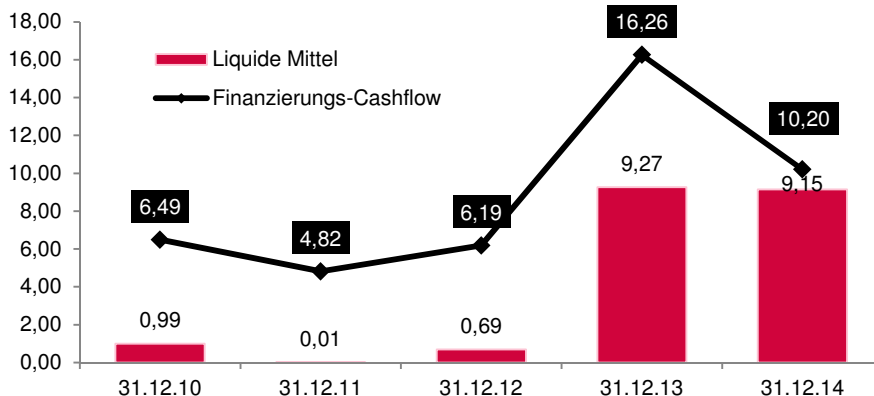
Vermögenssituation zum 31.12.2014

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	0,00	0,00	15,24	24,43
davon Bilanzverlust	-31,83	-37,54	-39,17	-40,18
Eigenkapital vor Ausgleichsposten	-16,37	-16,63	15,24	24,43
Fremdkapital	19,25	19,59	2,49	4,28
Liquide Mittel	0,01	0,69	9,27	9,15
Cashflow (Operativ)	-4,54	-5,47	-6,79	-8,71
Cashflow (Investition)	-1,26	-0,04	-0,89	-1,61
Cashflow (Finanzierung)	4,82	6,19	16,26	10,20

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Aufgrund der noch zum Geschäftsjahresende 2014 fehlenden Erträge aus der Kommerzialisierung der NanoTherm[®]-Technologie und des damit verbundenen fehlenden Liquiditätszuflusses, nimmt die Liquiditätsausstattung eine wichtige Stellung ein. Trotz des negativen Jahresüberschusses entwickelte sich der Liquiditätsbestand zum Geschäftsjahresende 2014 mit 9,15 Mio. € (31.12.13: 9,27 Mio. €) konstant. Dies ist ausschließlich auf eine im November 2014 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung mit einem Emissionserlös in Höhe von 10,20 Mio. € zurückzuführen. Der freie Cashflow in Höhe von -10,32 Mio. € wurde damit nahezu ausgeglichen, was eine fast unveränderte Entwicklung des Liquiditätsbestandes ermöglicht hat.

Liquide Mittel und Finanzierungs-Cashflow (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Insgesamt wird eine weitere Verbesserung der Bilanzrelationen sichtbar, was wir als eine wichtige Grundlage für den bereits erfolgten Vermarktungsstart der NanoTherm[®]-Therapie erachten. Bezeichnend hierfür ist die weitere Verbesserung des Eigenkapitals auf 24,43 Mio. € (31.12.13: 15,24 Mio. €). Noch zum 31.12.12 und in den Vorperioden wies die MagForce AG ein negatives Eigenkapital auf. Die deutliche Verbesserung des Eigenkapitals beruht einerseits auf dem im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Debt-to-Equity-Swap (15,9 Mio. €) sowie andererseits auf den Kapitalerhöhungen der letzten Geschäftsjahre. Alleine in den Geschäftsjahren 2013 und 2014 wurde das Eigenkapital durch Kapitalmaßnahmen in Höhe von insgesamt 27,79 Mio. € deutlich verbessert und die Eigenkapitalquote auf ein hohes Niveau von 85,1 % angehoben.

Prognosen und Modellannahmen

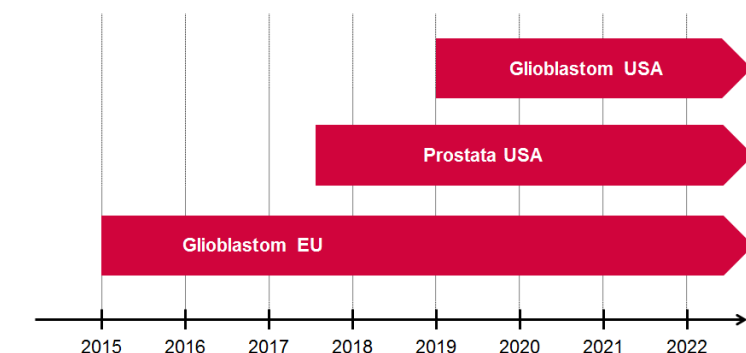
in Mio. €	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatzerlöse	1,88	4,11	19,23	53,27	84,42	117,07	140,74
Rohhertrag	5,50	3,29	13,54	42,47	67,39	94,04	113,01
EBITDA	-5,25	-9,14	3,84	24,47	40,71	57,04	68,54
EBIT	-5,37	-9,28	3,68	24,30	40,54	56,87	68,37
Jahresüberschuss vor Minderheiten	-5,37	-9,28	3,68	24,30	28,38	39,81	47,86

Quelle: GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 und im ersten Halbjahr 2015 hat die MagForce AG wichtige Meilensteine hinsichtlich der Vermarktung der eigenen NanoTherm[®]-Technologie bei der Behandlung von Glioblastom-Patienten in Europa sowie für die Zulassung für den Indikationsbereich „Prostatakrebs“ in den USA erreicht.

So wurde die im Geschäftsjahr 2013 initiierte zweite Post-Marketing-Studie für die Zulassung zur Behandlung von Glioblastom-Rezidive in Europa fortgeführt und weitere NanoActivator-Geräte an mittlerweile fünf Universitätskliniken (Berlin, Münster, Kiel, Köln, Frankfurt) installiert. Ziel dieser Studie ist es, die wichtigsten Meinungsbildner einzubeziehen, um sowohl eine höhere Aufmerksamkeit zu erreichen als auch die Anwender frühzeitig an die MagForce-Technologie heranzuführen. Parallel zur Post-Marketing-Studie wurde mit der kommerziellen Behandlung von Glioblastom-Patienten an drei Kliniken in Deutschland begonnen, so dass im Geschäftsjahr 2015 mit den ersten Umsatzerlösen aus der Anwendung der NanoTherm[®]-Therapie zu rechnen ist.

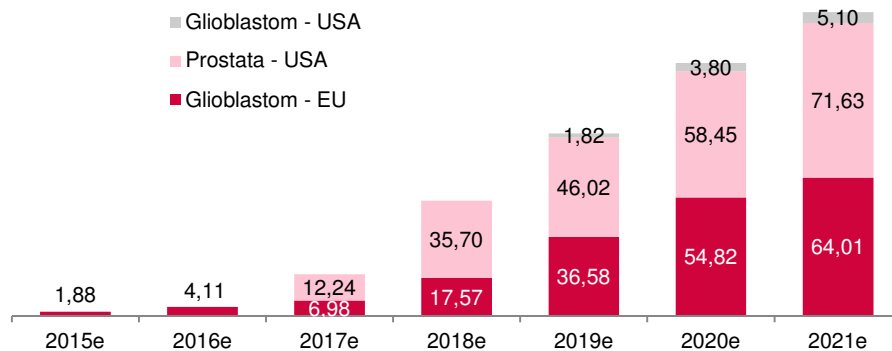
Neben der Durchführung der Post-Marketing-Studie sowie der erstmaligen kommerziellen Behandlung von Glioblastom-Patienten in Europa, wurde der Antrag zur Durchführung einer klinischen Studie zur Behandlung von Patienten mit Prostatakarzinom an die amerikanische Regulierungsbehörde FDA eingereicht. Im Rahmen der geplanten einarmigen klinischen Studie soll bei bis zu 120 Patienten der Nachweis einer vollständigen Zerstörung der karzinogenen Läsionen (krebsbedingte Gewebestörungen) in der Prostata erbracht werden. Mit der erfolgten Einreichung des Antrages auf Genehmigung der klinischen Studie bei der FDA ist die MagForce AG plangemäß in den Zulassungsprozess eingetreten. Gemäß Angaben der FDA dauern der Sichtungsprozess der Antragsunterlagen sowie die Studienzulassung für ein Medizinprodukt maximal bis zu 180 Tage. Wir gehen davon aus, dass der Studienbeginn für die Zulassung der NanoTherm[®]-Therapie direkt im Anschluss an die erwartete Genehmigung durch die FDA, also kurz vor Jahresende 2015, erfolgen dürfte. Die Marktzulassung könnte nach Durchführung der klinischen Studie sowie nach der Auswertung der Ergebnisse bis Mitte 2017 erfolgen. Insgesamt unterstellen wir folgenden Zulassungszeitplan für die NanoTherm[®]-Therapie:



Quelle: GBC AG

Auf Basis dieses Zeitplans und der damit anstehenden drei Erlösströme haben wir die Umsatzprognosen für die kommenden Geschäftsjahre ausformuliert. Aufgrund des früheren Vermarktungszeitpunktes messen wir bei unseren Prognosen den Indikationsbereichen Glioblastom EU und Prostatakrebs USA eine übergeordnete Bedeutung bei.

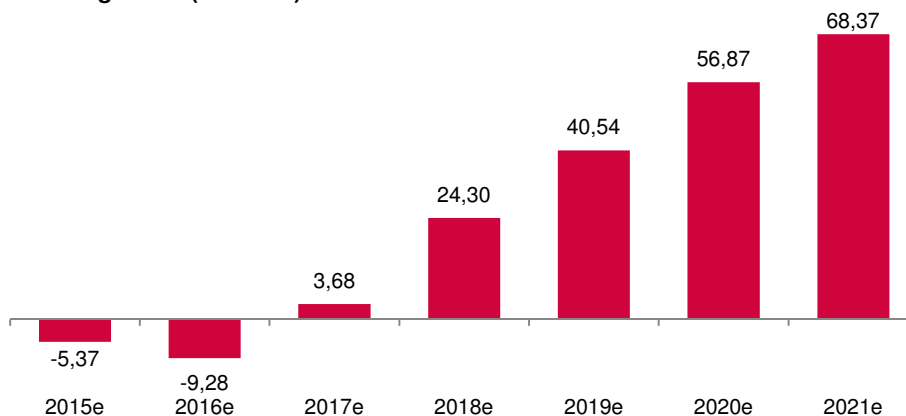
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Nach Ablauf der derzeitigen Post-Marketing-Studie sowie der Zulassungsstudie in den USA dürfte die MagForce AG vor dem Hintergrund einer schlanken Materialkostenstruktur ein hohes Rohmargenniveau aufweisen. In Verbindung mit einer flexiblen Kostenstruktur im Overheadbereich liegt bei der MagForce AG ein skalierbares Geschäftsmodell vor. Im Zuge steigender Erlöse rechnen wir mit einer sukzessiven Verbesserung der Ergebnismargen und damit korrespondierend mit einem überproportionalen EBIT-Anstieg.

EBIT-Prognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Beim DCF-Bewertungsmodell haben sich Veränderungen im Rahmen der Kurszielprolongation auf das Geschäftsjahresende 2016 (bisher: Geschäftsjahresende 2015) sowie infolge der marktbedingten Anhebung des risikolosen Zinses auf 1,50 % (bisher: 1,00 %) ergeben. Die Prolongation des Kursziels (Roll-over-Effekt) überwiegt und daher heben wir das Kursziel auf 14,30 € (bisher: 13,20 €) an. Aufgrund des hohen Kurspotenzials bestätigen wir somit das Rating KAUFEN.

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-Marge	48,7%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
Working Capital zu Umsatz	13,4%	ewige EBITA - Marge	50,0%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	1,88	4,11	19,23	53,27	84,42	117,07	140,74	172,26	
<i>US Veränderung</i>	neg.	neg.	367,5%	177,1%	58,5%	38,7%	20,2%	22,4%	3,0%
EBITDA	-5,25	-9,14	3,84	24,47	40,71	57,04	68,54	84,02	
<i>EBITDA-Marge</i>	neg.	neg.	neg.	45,9%	48,2%	48,7%	48,7%	48,8%	
EBITA	-5,37	-9,28	3,68	24,30	40,54	56,87	68,37	83,85	
<i>EBITA-Marge</i>	neg.	-225,5%	19,1%	45,6%	48,0%	48,6%	48,6%	48,7%	50,0%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	-12,16	-17,06	-20,51	-25,16	
<i>zu EBITA</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-5,37	-9,28	3,68	24,30	28,38	39,81	47,86	58,70	
Kapitalrendite	-134,2%	-206,1%	61,3%	419,0%	135,2%	119,7%	103,7%	105,8%	91,5%
Working Capital (WC)	0,50	1,50	0,80	7,14	11,31	15,69	18,86	23,08	
<i>WC zu Umsatz</i>	neg.	36,5%	4,2%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	
Investitionen in WC	-0,21	-1,00	0,70	-6,34	-4,17	-4,38	-3,17	-4,22	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,00	4,50	5,00	13,85	21,95	30,45	36,60	44,80	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,13	-0,14	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
<i>AFA zu OAV</i>	3,1%	3,1%	3,2%	1,2%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%	
Investitionen in OAV	-0,42	-0,64	-0,66	-9,02	-8,27	-8,66	-6,32	-8,37	
Investiertes Kapital	4,50	6,00	5,80	20,99	33,26	46,13	55,46	67,88	
EBITDA	-5,25	-9,14	3,84	24,47	40,71	57,04	68,54	84,02	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	-12,16	-17,06	-20,51	-25,16	
Investitionen gesamt	-0,62	-1,64	0,04	-15,36	-12,44	-13,04	-9,49	-12,59	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,42	-0,64	-0,66	-9,02	-8,27	-8,66	-6,32	-8,37	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,21	-1,00	0,70	-6,34	-4,17	-4,38	-3,17	-4,22	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-5,87	-10,78	3,88	9,11	16,11	26,94	38,53	46,28	686,60

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	382,36	438,05
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	66,84	85,46
<i>Barwert des Continuing Value</i>	315,52	352,59
Nettoschulden (Net debt)	-13,71	-2,94
Wert des Eigenkapitals	396,07	440,99
Fremde Gewinnanteile	-67,04	-74,64
Wert des Aktienkapitals	329,03	366,35
Ausstehende Aktien in Mio.	25,62	25,62
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,84	14,30

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,5%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	2,04
Eigenkapitalkosten	12,7%
<i>Zielgewichtung</i>	90,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	11,7%

Kapitalrendite	WACC				
	9,7%	10,7%	11,7%	12,7%	13,7%
89,5%	19,01	16,18	14,04	12,37	11,04
90,5%	19,20	16,33	14,17	12,48	11,14
91,5%	19,38	16,49	14,30	12,59	11,23
92,5%	19,57	16,64	14,43	12,70	11,33
93,5%	19,76	16,80	14,56	12,81	11,42

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,5b,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
Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail:
compliance@gbc-ag.de