



## **Researchstudie (Initial Coverage)**



**Führender Anbieter von medizinischen Schönheitsbehandlungen  
Kostenführerschaft durch Spezialisierung  
Weiteres dynamisches Wachstum durch Eröffnung neuer  
Fachzentren**

**Kursziel: 10,20 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 23**

## M1 Kliniken AG<sup>\*5a,5b,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 10,20**

aktueller Kurs: 8,25  
01.11.16 / XETRA /  
Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0STSQ8  
WKN: A0STSQ  
Börsenkürzel: M12  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 15,000  
Marketcap<sup>3</sup>: 123,75  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 123,43  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 14,3 %

### Transparenzlevel:

Entry Standard  
Marktsegment:  
Freiverkehr  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

### Designated Sponsor:

Dero Bank AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 24

### Unternehmensprofil

Branche: Klinik und Dienstleistungen

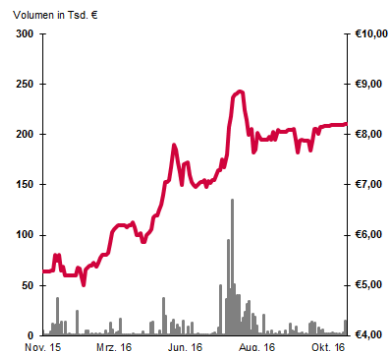
Fokus: Medizinische Schönheitsbehandlungen

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske

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



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	34,93	37,02	43,69	52,42
EBITDA	7,24	7,00	7,58	9,68
EBIT	7,02	6,75	7,32	9,41
Jahresüberschuss	6,63	4,59	4,97	6,42

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,44	0,31	0,33	0,43
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,35

### Kennzahlen

EV/Umsatz	3,53	3,33	2,83	2,35
EV/EBITDA	17,05	17,63	16,28	12,75
EV/EBIT	17,58	18,29	16,86	13,11
KGV	18,67	26,96	24,90	19,27
KBV	4,40			

### Finanztermine


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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating


\*\* 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 M1 Kliniken-Gruppe deckt mit ihren Tochtergesellschaften ein breites Feld an Dienstleistungen im Bereich der Schönheitsbehandlungen ab. So werden innerhalb der Tochtergesellschaft M1 Med Beauty Berlin GmbH operative und nicht-operative Behandlungen (Falten- und Lippenunterspritzungen, Brustvergrößerungen, Fettabsaugungen etc.) angeboten. Hierfür betreibt die M1-Tochter eine seit 2015 konzessionierte Schönheitsklinik in Berlin-Köpenick und verfügt zudem deutschlandweit über 12 Fachberatungszentren. Für diese unter dem Namen „M1“ firmierenden Fachzentren erbringt der M1-Konzern Managementdienstleistungen (Marketing, Einkauf, Finanzbuchhaltung etc.). Mit der Tochtergesellschaft M1 Aesthetics GmbH, welche den Einkauf von Arzneimitteln und Medizinprodukten aus dem Schönheits- und Gesundheitsbereich abdeckt, weist der M1-Konzern eine hohe Wertschöpfungstiefe auf.
- Die strategische Positionierung ermöglicht es, Behandlungen zu sehr wettbewerbsfähigen Preisen anzubieten. Neben der großen Einkaufsmacht durch den Handelsbereich weist der M1-Konzern einen hohen Standardisierungs- und Spezialisierungsgrad auf und ist damit in der Lage, für die Kunden deutlich niedrigere Behandlungspreise aufzurufen als der Wettbewerb. Damit dürfte die M1-Gruppe u.E. im Kontext eines ohnehin wachstumsstarken Marktumfelds überproportional wachsen.
- In den letzten Geschäftsjahren ist dies bereits eindrucksvoll gelungen. Allein zwischen 2013 und 2016 konnte das Umsatzniveau von 6,08 Mio. € auf 34,94 Mio. € mehr als verfünffacht werden. Auch in den ersten sechs Monaten 2016 setzte sich der Wachstumskurs mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 82,1 % auf 18,50 Mio. € (1. HJ 15: 10,16 Mio. €) fort. Die Basis für dieses Wachstum bildet das höhere Einkaufsvolumen sowie die gestiegene Anzahl an stationären und ambulanten Behandlungen. Mit EBIT-Margen von knapp 21,0 % weist die Gesellschaft sehr attraktive Rentabilitätskennzahlen auf.
- Im laufenden Geschäftsjahr wurde mit acht neuen Fachberatungszentren bereits frühzeitig die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum gelegt. Dadurch ist der M1-Konzern in der Lage, die Umsätze aus medizinischen Leistungen zu steigern. Wir rechnen zunächst mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 6,0 % auf 37,02 Mio. € (GJ 2016e). Auf der gleichen Basis dürfte die Umsatzdynamik in den kommenden beiden Jahren mit 18,0 % auf 41,67 Mio. € (GJ 2017e) sowie mit 20,0 % auf 52,42 Mio. € (GJ 2018e) höher ausfallen. Hier haben wir die Wachstumskurve der neuen Standorte berücksichtigt, welche sich erst nach zwei Jahren voll entfalten dürfte.
- Die Ergebnisentwicklung wird unseres Erachtens zunächst von den Vorlaufaufwendungen (Marketing, Infrastruktur etc.) bei den neuen Standorten geprägt sein. Gemäß Unternehmensangaben ist bei den neuen Standorten mindestens ein halbjähriger Zeitraum bis zum Erreichen des operativen Break-Even zu veranschlagen. Damit rechnen wir erst für das Geschäftsjahr 2018 mit einer steigenden EBIT-Marge auf dann 18,0 %. Langfristig sollte der M1-Konzern in der Lage sein, wieder EBIT-Margenniveaus oberhalb von 20,0 % zu erreichen.
- Dies haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt. Das Ergebnis ergibt einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 10,20 €. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir damit das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

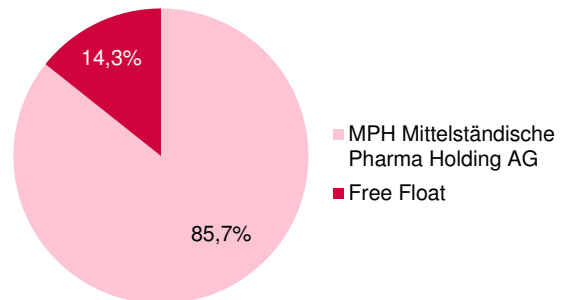
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Unternehmenshistorie .....	4
Aktuelle Unternehmensstruktur .....	5
M1 Med Beauty Berlin GmbH .....	5
M1 Aesthetics GmbH .....	6
Unternehmensstrategie .....	6
Organe des Unternehmens .....	8
Vorstand .....	8
Aufsichtsrat .....	8
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>9</b>
Weltweiter Markt für Schönheitsbehandlungen .....	9
Deutscher Markt für Schönheitsbehandlungen .....	10
Wettbewerbsumfeld .....	12
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>13</b>
Zahlen im Überblick .....	13
Historische Geschäftsentwicklung .....	14
Historische Umsatzentwicklung .....	14
Historische Ergebnisentwicklung .....	15
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016 .....	16
SWOT-Analyse .....	18
<b>Prognosen und Bewertung .....</b>	<b>19</b>
Umsatzprognosen 2016 - 2018 .....	19
Ergebnisprognosen 2016 - 2018 .....	20
Bewertung .....	21
Modellannahmen .....	21
Bestimmung der Kapitalkosten .....	21
Bewertungsergebnis .....	21
DCF-Modell .....	22
<b>Anhang .....</b>	<b>23</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2016
MPH Mittelständische Pharma Holding AG	85,7 %
Free Float	14,3 %

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

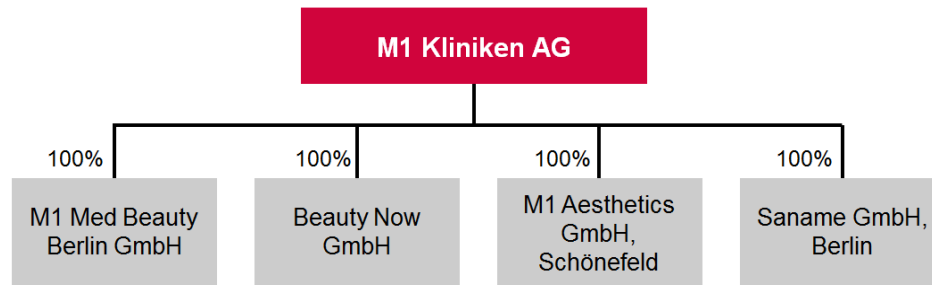


### Unternehmenshistorie

Jahr	Ereignis
2007	Gründung der Gesellschaft
2013	M1 Beauty AG (ehem. Firmenname der M1 Kliniken AG) etabliert die Tochtergesellschaften M1 Med Beauty Berlin GmbH (medizinische Leistungen) und M1 Aesthetics GmbH (Einkauf und Logistik)
2013	Eröffnung des ersten Fachberatungszentrums in Berlin in der Fasanenstr. 77 in der Nähe des Kurfürstendamms
2015	Eröffnung des zweiten Standortes in München in der Straße Münchener Freiheit 4
2015	Eröffnung des dritten Standortes in Essen in der Kettwiger Straße 2-10
2015	Erhalt der Konzession zum Betrieb einer Klinik durch die M1 Med Beauty Berlin GmbH durch das Landesamt für Gesundheit und Soziales Berlin
2015	Eröffnung der Standorte Düsseldorf und Köln
2015	Erstlisting der M1-Aktie im Entry Standard der Börse Frankfurt
2016	Konzessionserweiterung des Klinikstandortes Berlin auf 35 stationäre Betten
2016	Umfirmierung von M1 Beauty AG in M1 Kliniken AG

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## Aktuelle Unternehmensstruktur



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Der M1-Konzernkreis umfasst derzeit vier 100%ige Gesellschaften, wobei der Schwerpunkt der operativen Tätigkeit innerhalb der beiden Gesellschaften M1 Med Beauty Berlin GmbH und M1 Aesthetics GmbH gebündelt ist. Die Saname GmbH und Beauty Now GmbH üben derzeit kein operatives Geschäft aus.

### M1 Med Beauty Berlin GmbH

Innerhalb der M1 Med Beauty Berlin GmbH werden medizinische Leistungen im Bereich des Schönheitswesens erbracht. Gemeint ist damit in erster Linie die Durchführung operativer und nicht-operativer Behandlungen, hauptsächlich Falten- und Lippenunterspritzungen aber auch Brustvergrößerungen, Fettabsaugungen oder Augenlidstraffungen. Diese Behandlungen werden aktuell in der M1 Schlossklinik in Berlin-Köpenick und den 12 Fachberatungszentren vorgenommen. Für die Privatklinik wurde im Juni 2015 die Konzession zum Klinikbetrieb erteilt. Innerhalb des vierstöckigen Gebäudes verfügt die Gesellschaft über sechs Operationssäle sowie über mehrere Räume für nicht-invasive Behandlungen und 35 stationäre Betten. Die Klinik zählt bereits jetzt zu den größten und modernsten Fachkliniken für die Plastische und Ästhetische Chirurgie in Deutschland.

### Footprint der M1 Med Beauty Berlin GmbH



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## **M1 Aesthetics GmbH**

Der Einkauf und die Logistik von Arzneimitteln und Medizinprodukten aus dem Gesundheits- und Schönheitsbereich werden, als zweiter wichtiger Geschäftsbereich des M1-Konzerns, von der M1 Aesthetics GmbH abgedeckt. Für diese Tätigkeit verfügt die Gesellschaft über eine Großhandelserlaubnis nach §52a AMG. Dass auch dieser wichtige Geschäftsbereich adressiert wird, ist als eine insgesamt vertikale Integration der vorgelegerten Wertschöpfungsstufen zu betrachten. So werden etwa auch die Produktlieferungen an die M1-Schlossklinik bzw. die Fachberatungszentren mit abgedeckt und damit verbleiben die möglichen Größenvorteile innerhalb des M1-Konzerns.

## **Unternehmensstrategie**

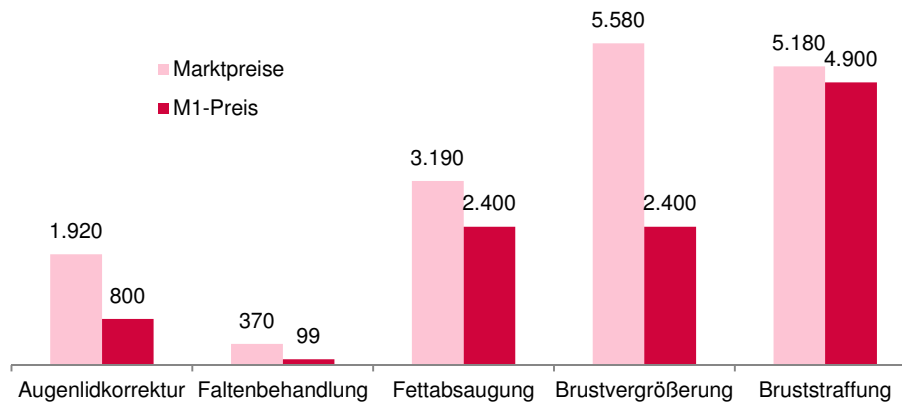
Die Kombination aus Dienstleistungsangebot für den Bereich der Schönheitsbehandlungen mit der Beschaffung von Arzneimitteln und Medizinprodukten ist ein wichtiger strategischer Eckpfeiler des M1-Konzerns. Besonders im Vordergrund stehen hier mögliche Synergieeffekte wie etwa die Nutzung von Größenvorteilen. Durch das breite Angebot von Produkten und Dienstleistungen können günstige Einkaufspreise bei Lieferanten erzielt werden, um so auch den Kunden vergleichsweise günstige Preise für Produkte und Dienstleistungen anbieten zu können.

Die M1 Kliniken-Gruppe hat seit ihrer Tätigkeitsaufnahme über 100.000 Schönheitsbehandlungen durchgeführt. Es haben sich dabei effektive und effiziente Prozesse herausgebildet, deren kontinuierliche Verbesserung eines der wesentlichen Ziele des Managements ist. Durch den hohen Grad an Spezialisierung wird die Qualitätsführerschaft in wesentlichen Bereichen innerhalb der medizinischen Schönheitschirurgie angestrebt.

Auf der anderen Seite erlangt der Konzern mit der horizontalen Abdeckung der vorgelagerten Wertschöpfungsstufen bei Schönheitsbehandlungen ein besseres Verständnis zu den Abläufen und kann hier entsprechend ebenfalls Synergieeffekte heben. So können beispielsweise die Erfahrungen aus der großen Anzahl durchgeführter Schönheitsbehandlungen sowohl für den Handelsbereich als auch beim Angebot der Managementdienstleistungen gewinnbringend genutzt werden. Es ist geplant, ein optimiertes Produktportfolio an Arzneimitteln und Medizinprodukten aufzubauen um damit weitere Kostenvorteile zu erreichen.

Grundsätzlich zielt die Unternehmensstrategie auf die Erlangung der Kostenführerschaft bei Schönheitsbehandlungen und –operationen. Es sollen diesbezüglich nur diejenigen Behandlungen angeboten werden, die von den Kunden am häufigsten nachgefragt werden, womit ein bereits hoher Standardisierungsgrad erreicht wurde. Ein weiterer Vorteil der hohen Standardisierung ist die Möglichkeit, die Prozesskette soweit zu optimieren, dass es zu einer hohen Auslastung und zu einem effektiven und effizienten Einsatz der Ressourcen (z.B. Operationssäle) und Mitarbeiter kommt. Damit werden Kostenvorteile generiert, die kleinere Wettbewerber - mithin ca. 95 % des Wettbewerbsumfelds - nicht generieren können. In Summe ist der M1-Konzern in der Lage, die Behandlungen teilweise zu erheblich niedrigeren Preisniveaus anzubieten als der Marktdurchschnitt. Ein Vergleich zu den durchschnittlichen Marktpreisen (Quelle: mybody.de) illustriert die bereits erreichte Kostenführerschaft des M1-Konzerns:

### Vergleich Marktpreise mit M1-Preisen (in €)



Quelle: mybody.de; M1 Kliniken AG; GBC AG

Bestätigt durch die GfK-Studie geht der M1-Konzern von einer überdurchschnittlichen Nachfrage in seinem Angebotspreissegment aus. So hatte die Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) in einer von der M1-Gruppe in Auftrag gegebenen Umfrage festgestellt, dass die durchschnittlichen Marktpreise für Brustoperationen, Körperfettbehandlungen und Faltenbehandlungen aus Kundensicht zu teuer sind (Quelle: M1 Kliniken AG).

Auch in Bezug auf die mittlerweile 12 angeschlossenen Fachzentren, für die die M1-Gruppe eine breite Palette an maßgeschneiderten Dienstleistungen erbringt, ist die Unternehmensstrategie auf weiteres Wachstum ausgerichtet. Um diesen Bereich noch weiter auszubauen und damit eine noch breitere regionale Abdeckung zu erreichen, sollen weitere Kooperationspartner gefunden werden. Gemäß Unternehmensangaben ist bis Ende des kommenden Geschäftsjahres 2017 mit dem Einbezug von fünf weiteren Fachzentren in Gebieten mit einer entsprechend hohen Bevölkerungsdichte geplant.



## Organe des Unternehmens

### **Vorstand**

#### **Patrick Brenske (CEO)**

Nach Abschluss seines Studiums mit dem Master of Finance & Banking (M.Sc.) an der Frankfurt School of Finance & Management war Patrick Brenske von 2007 bis 2012 als Mitglied der Geschäftsleitung bei der HAEMATO AG tätig. Seit 2009 ist Patrick Brenske Mitglied des Vorstands der MPH Mittelständische Pharma Holding AG. Im Juni 2015 wurde Herr Brenske zum Vorstandsmitglied der M1 Kliniken AG bestellt. Daneben ist Patrick Brenske Geschäftsführer verschiedener Tochtergesellschaften der MPH-Gruppe.

### **Aufsichtsrat**

#### **Dr. Christian Pahl (Vorsitzender)**

Die berufliche Laufbahn des diplomierten Betriebswirts und promovierten Volkswirts Dr. Pahl begann bei Arthur Andersen, wo er zunächst als Wirtschaftsprüfungsassistent tätig war. Zwischen 1996 und 2000 war er im Anschluss daran als Finanzdirektor bei der WIV Wein International beschäftigt. Seine ersten CFO-Mandate bekleidete er bei der Oasis Silicon Systems Holding (2001 – 2002) sowie bei der Lux International (2002 – 2005). Seit April 2010 ist Herr Dr. Pahl Vorstand der MPH Mittelständische Pharma Holding AG. Parallel dazu ist er auch Vorstand bei der HAEMATO AG und als Geschäftsführer bei verschiedenen Gesellschaften des MPH-Konzerns tätig.

#### **Dr. Albert Wahl (stellvertretender Vorsitzender)**

Nach seinem Abschluss des Studiums als Dipl.-Wirt.-Ing. sowie seiner Promotion in Deutschland und in den USA hat Dr. Albert Wahl seine berufliche Laufbahn bei der BMW AG in München begonnen. Nach Managerjahren bei IBM und der Deutschen Bank ist er seit 1998 für die GCI Gruppe tätig, wo er derzeit als Vorstandsmitglied bei der GCI Management AG fungiert. Bis zum Jahr 2012 war Dr. Wahl zudem als Vorstandsmitglied der MS Industrie AG berufen worden. Darüber hinaus ist er seit 2010 Vorstandsmitglied bei der UMT United Mobility Technology AG sowie Geschäftsführer der UMS United Mobile Services GmbH.

#### **Prof. Dr. Dr. Sabine Meck**

Frau Prof. Sabine Meck ist eine promovierte Sozial- und Naturwissenschaftlerin. Nach dem Studium hatte Prof. Meck mehrere Forschungs- und Lehrtätigkeiten an Universitäten in Bochum, Gießen, Rotterdam, Kiel, Berlin und Mainz. Darüber hinaus war sie im Finanzbereich in leitenden Positionen, im Investor Relations- und Public Relations-Bereich und als Aufsichtsrätin in verschiedenen börsennotierten Unternehmen tätig. Seit 2007 ist Frau Prof. Meck stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsrats bei der HAEMATO AG und bei der MPH Mittelständische Pharma Holding AG sowie Aufsichtsratsmitglied bei der Magnum AG.

## MARKT UND MARKTUMFELD

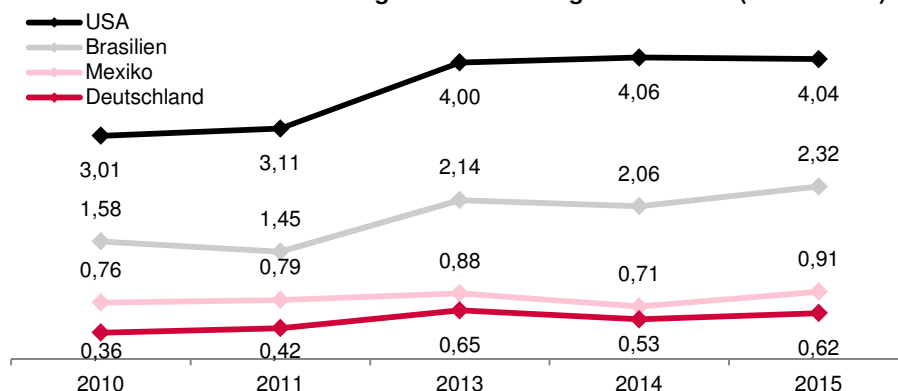
Die M1 Kliniken AG ist mit dem Fokus auf Schönheitsbehandlungen sowie auf Produkte und Dienstleistungen aus dem Schönheitsbereich in einem stark wachsenden Marktumfeld tätig. Neben einer allgemein höheren Bereitschaft für Schönheitsbehandlungen profitiert das Marktumfeld zum einen von einem technologischen Fortschritt, wodurch Behandlungen kostengünstiger angeboten werden können, sowie zum anderen von einer zunehmenden Ausgabebereitschaft für medizinische Behandlungen. Vor diesem Hintergrund ist die M1-Strategie mit dem Fokus auf Deutschland sowie angesichts ihrer umgesetzten Niedrigpreisstrategie besonders vielversprechend.

### Weltweiter Markt für Schönheitsbehandlungen

Insgesamt ist der Markt für Schönheitsbehandlungen, welcher sowohl operative als auch nicht invasive Maßnahmen enthält, von einer steigenden Akzeptanz und damit von hohen Wachstumsraten geprägt. Gemäß Statistiken des „Global Cosmetic Surgery and Service Market Report 2015 – 2019“ soll der aktuelle Marktumfang in Höhe von rund 20 Mrd. € bis zum Jahr 2019 auf bis zu 29 Mrd. € deutlich zulegen. Dies entspricht einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum in Höhe von über 10 %. Als besondere Treiber dieses dynamischen Marktwachstums gelten dabei der technologische Fortschritt bei der Behandlung und bei der Diagnose, die zunehmende Ausgabebereitschaft für medizinische Behandlungen sowie der mittlerweile gute und einfache Zugang zu kosmetischen Behandlungen. Besonders im Vordergrund steht aber das steigende und zum Teil auch sich schnell veränderte Schönheitsbewusstsein innerhalb einer Gesellschaft.

Bei den weltweit größten Märkten für ästhetische Behandlungen haben diese Faktoren innerhalb einer relativ kurzen Zeit für starke Wachstumsraten gesorgt. In den USA, dem mit Abstand wichtigsten Markt weltweit, stieg gemäß ISAPS-Statistiken (International Society of Aesthetic Plastic Surgery), die Anzahl der Schönheitsbehandlungen zwischen 2010 und 2015 um insgesamt 34,4 % auf 4,04 Mio. (2010: 3,01 Mio.). In Brasilien, als zweitgrößtem Markt, wurden im gleichen Zeitraum insgesamt 46,7 % mehr Behandlungen durchgeführt. Deutschland ist der wichtigste Markt in Europa und weist mit einem Anstieg bei den ästhetischen Behandlungen in Höhe von 73,7 % sogar eine deutlich höhere Dynamik auf:

#### Anzahl der Schönheitsbehandlungen in den wichtigsten Märkten (in Millionen)



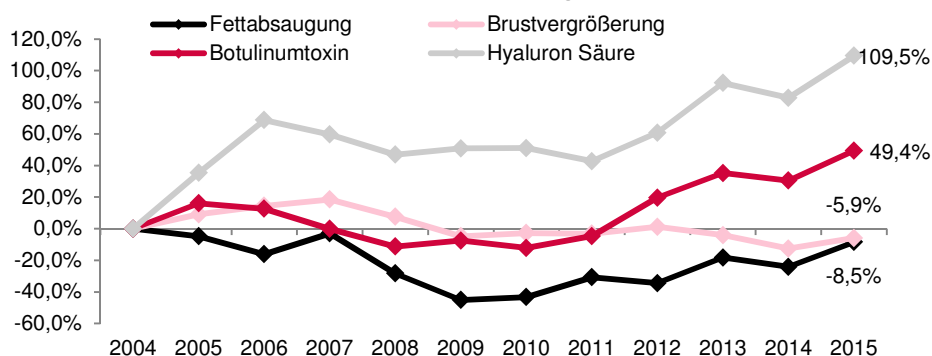
Quelle: GBC AG; ISAPS (International Society of Aesthetic Plastic Surgery)

Gemessen an der Anzahl der Schönheitsbehandlungen belegte Deutschland in 2015 weltweit den sechsten Platz hinter den USA, Brasilien, Südkorea, Indien und Mexiko. Bezogen auf die Gesamtbevölkerung herrscht insbesondere bei den erstplatzierten Ländern eine vergleichsweise hohe Akzeptanz für schönheitschirurgische Eingriffe. In

Deutschland bietet sich, besonders unter Einbezug einer vergleichsweise hohen Kaufkraft, noch ein hohes Aufholpotenzial. Während in Deutschland der an der Gesamtbevölkerung gemessene Anteil der schönheitschirurgischen Eingriffe bei 0,8 % liegt, beläuft sich dieser in den USA bei 1,3 %, in Brasilien bei 1,2 % und in Südkorea bei 2,3 %.

Unseres Erachtens sind die höhere Bereitschaft sowie der bessere Zugang zu nicht invasiven Behandlungen wichtige Treiber der weltweiten Marktentwicklung. Bezeichnend steht hier die nach Behandlungsarten getrennte umfangreiche Statistik für den US-Amerikanischen Markt, in der sichtbar wird, dass die größten Wachstumsraten bei Behandlungen mit Botulinumtoxin (Botox) oder mit Hyaluron-Säure erzielt wurden. Klassische Schönheitsoperationen wie etwa Fettabsaugung oder Brustvergrößerungen entwickelten sich hingegen vergleichsweise konstant:

### Kumuliertes Wachstum verschiedener Behandlungen in den USA



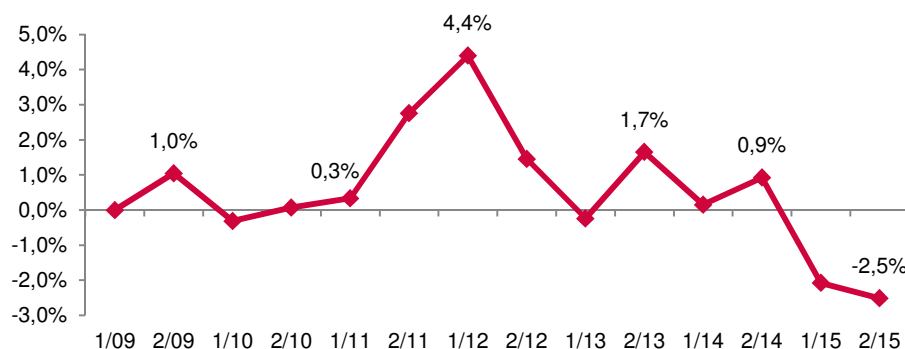
Quelle: ASAPS (American Society for Aesthetic Plastic Surgery's); GBC AG

Insofern ist die Strategie des M1-Konzerns, mit dem Fokus auf einfache und von Kunden stark nachgefragte Schönheitsbehandlungen, nachvollziehbar. Zeit- und kostenintensive Maßnahmen wie etwa Nasen- oder Ohrenkorrekturen sollen dabei nur in Ausnahmefällen angeboten werden.

### Deutscher Markt für Schönheitsbehandlungen

Da es für Deutschland noch keine offiziellen Statistiken zum Volumen und zur Entwicklung des Marktes für Schönheitsbehandlungen gibt, greifen wir auf die umfragebasierten Statistiken der ISAPS (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) sowie der DGÄPC (Deutsche Gesellschaft für Ästhetisch-Plastische Chirurgie) zurück, welche beide ein insgesamt einheitliches Bild zeichnen. Dieses Bild ist geprägt von einem dynamischen Wachstum mit einer insgesamt signifikant steigenden Anzahl an ästhetischen Behandlungen von 355.435 (2010) auf 617.408 (2015).

### Kostenentwicklung der wichtigsten Schönheitsbehandlungen in Deutschland

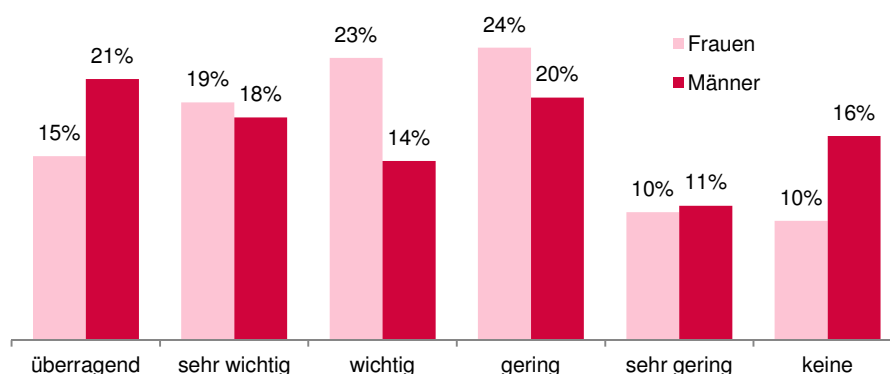


Quelle: mybody.de

Dabei trifft die stetig steigende Nachfrage nach Schönheitsbehandlungen auf eine vergleichsweise konstante Preisentwicklung. Gemäß Statistiken von mybody.de sind die Kosten bei den beliebtesten Schönheitsbehandlungen zwischen 2009 und 2015 im Durchschnitt nur um etwa 2,5 % gefallen. Angesichts des mittlerweile zwar stark fragmentierten jedoch zunehmenden Angebots hätten wir auch vor dem Hintergrund der aktuell niedrigen Preisinflation mit einem stärkeren Kostenrückgang gerechnet.

Die Bedeutung des Kostenfaktors bei der Entscheidung für eine Schönheitsbehandlung ist von hoher Relevanz. Dies ergab eine von der DGÄPC durchgeführte Befragung, wonach 56,6 % der Frauen sowie 53,3 % der Männer angaben, dass die Kosten ein wichtiger Entscheidungsfaktor für eine ästhetische Behandlung sind. Insofern ist die M1-Strategie mit der bereits erreichten Preisführerschaft vielversprechend, da hier davon auszugehen ist, neue Kundengruppen zu erreichen. Die aktuellen Angebotspreise des M1-Konzerns (zu finden unter [m1-beauty.de](http://m1-beauty.de)) liegen dabei bei allen Behandlungen zum Teil deutlich unterhalb der Marktpreise.

### Umfrageergebnis zu der Bedeutung der Kosten



Quelle: DGÄPC; GBC AG

Mit den bundesweit 12 Fachzentren sowie der Klinik in Berlin weist der M1-Konzern eine breite regionale Abdeckung in Deutschland auf. Hier ist zudem der Faktor entscheidend, wonach die Bereitschaft, Schönheitsbehandlungen im Ausland durchzuführen, trotz Kostenvorteilen sehr gering ist. Gemäß einer Umfrage bei Patienten von DGÄPC-Mitgliedern lehnt die überwiegende Mehrheit eine OP im Ausland strikt ab. Lediglich 22,9 % der Männer und 19,9 % der Frauen würden überhaupt eine Behandlung im Ausland in Betracht ziehen.

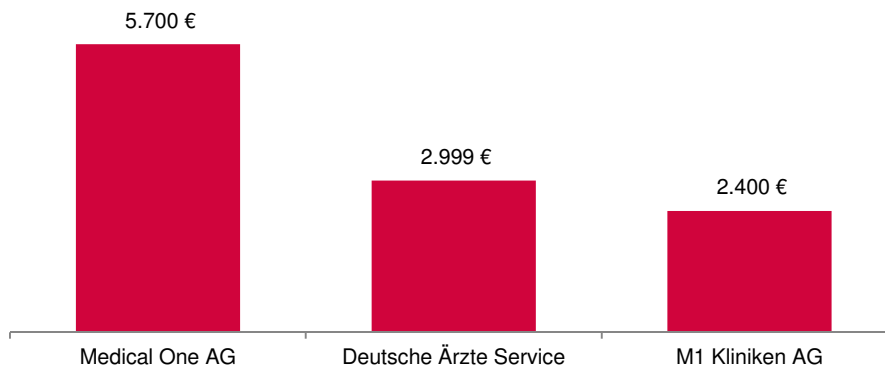
Zusammen mit der attraktiven Preisgestaltung positioniert sich die M1 Kliniken AG in einem Markt, welcher insbesondere in Deutschland von Aufholeffekten und einer entsprechend zunehmenden Nachfrage nach Schönheitsbehandlungen geprägt ist. Mit der Konzentration auf weitestgehend standardisierte, einfache Behandlungen und der daraus resultierenden Möglichkeit, im Niedrigpreissegment zu agieren, dürfte die Gesellschaft zusätzliche Kundengruppen und folglich eine im Marktvergleich sogar überproportionale Geschäftsausweitung erreichen.

## Wettbewerbsumfeld

Das Wettbewerbsumfeld ist in Deutschland stark fragmentiert und von einzelnen niedergelassenen Ärzten oder Arztpraxen dominiert. Als Markteintrittsbarrieren sind dabei die geltenden Berufsrechte für Ärzte oder Heilpraktiker mit entsprechenden Zertifizierungen zu nennen. Für den Betrieb einer Privatklinik, wie die von der M1-Gruppe betriebene Schlossklinik in Berlin-Köpenick, ist dabei eine Konzession notwendig. Damit soll überprüft und nachgewiesen werden, dass die betrieblich-organisatorischen Voraussetzungen für den Betrieb einer Klinik erfüllt sind. Als wichtigste Eintrittsbarriere sehen wir grundsätzlich die notwendigen Vorlaufinvestitionen für den Klinikbetrieb (inkl. Operationsaal). Die M1-Strategie der Einbindung von Fachberatungszentren als Zuweiserverstruktur für die stationären Operationen ermöglicht vor diesem Hintergrund ein schnelles Wachstum, da nur geringe Vorlaufinvestitionen notwendig sind.

Als größte Konkurrenten in einem heterogenen Marktumfeld sind die Medical One AG und die Deutsche Ärzte Service GmbH zu nennen. Bei beiden Wettbewerbern handelt es sich um Klinikverbünde mit einer flächendeckenden regionalen Abdeckung im deutschsprachigen Raum. Gemäß unseren Recherchen positioniert sich die M1-Gruppe als Kostenführer gegenüber beiden Wettbewerbern im preisgünstigeren Bereich. Beispielhaft wird dies anhand der „Brustvergrößerung“ ersichtlich, der in Deutschland am häufigsten durchgeführten Schönheitsbehandlung:

### Wettbewerbsvergleich Preis für eine Brustvergrößerung



Quelle: Medical One AG; Deutsche Ärzte Service GmbH; M1 Kliniken AG; GBC AG; (Mindestpreisangaben, abgerufen am 09.09.2016)

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	23,02	34,93	37,02	43,69	52,42
Bestandsveränderungen	-0,95	0,01	0,00	0,00	0,00
sonstige betriebliche Erträge	3,57	0,45	3,92	1,25	1,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>25,64</b>	<b>35,39</b>	<b>40,94</b>	<b>44,94</b>	<b>53,42</b>
Materialaufwand	-18,79	-24,60	-29,62	-31,45	-37,22
<b>Rohertrag</b>	<b>6,85</b>	<b>10,78</b>	<b>11,32</b>	<b>13,48</b>	<b>16,20</b>
Personalaufwand	-0,87	-1,57	-2,20	-2,70	-3,20
Abschreibungen	-0,11	-0,22	-0,25	-0,26	-0,27
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,84	-1,98	-2,12	-3,20	-3,32
<b>EBIT</b>	<b>5,02</b>	<b>7,02</b>	<b>6,75</b>	<b>7,32</b>	<b>9,41</b>
Zinserträge	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,20	-0,27	-0,20	-0,22	-0,24
<b>EBT</b>	<b>4,83</b>	<b>6,77</b>	<b>6,55</b>	<b>7,10</b>	<b>9,17</b>
Steuern	-0,24	-0,14	-1,97	-2,13	-2,75
<b>JÜ</b>	<b>4,59</b>	<b>6,63</b>	<b>4,59</b>	<b>4,97</b>	<b>6,42</b>
EBITDA	5,13	7,23	7,00	7,58	9,68
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>23,2%</i>	<i>20,7%</i>	<i>18,9%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,5%</i>
EBIT	5,02	7,02	6,75	7,32	9,41
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>22,7%</i>	<i>20,1%</i>	<i>18,2%</i>	<i>16,8%</i>	<i>18,0%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,31	0,44	0,31	0,33	0,43
Dividende je Aktie in €	0,00	0,30	0,30	0,30	0,35
Aktienzahl in Mio. Stück	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## Historische Geschäftsentwicklung

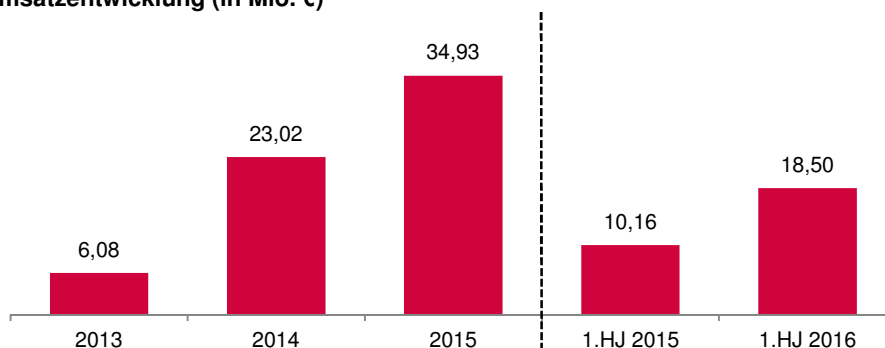
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	6,08	22,07	34,94	18,50
EBITDA	0,05	5,13	7,23	3,14
EBITDA-Marge	0,8%	23,2%	20,7%	17,0%
EBIT	0,01	5,02	7,02	3,05
EBIT-Marge	0,1%	22,7%	20,1%	16,5%
Nachsteuerergebnis	0,11	4,59	6,63	2,89
EPS in €	0,01	0,31	0,44	0,19

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

### Historische Umsatzentwicklung

Seit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit in der jetzigen Form im Jahr 2012 ist die M1 Kliniken AG sehr dynamisch gewachsen. Zwischen den Geschäftsjahren 2013 und 2015 konnte das Umsatzniveau von 6,08 Mio. € auf 34,94 Mio. € mehr als verfünffacht werden. Auch in den ersten sechs Monaten 2016 setzte sich der Wachstumskurs mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 82,1 % auf 18,50 Mio. € (1.HJ 15: 10,16 Mio. €) fort. Dieses starke Umsatzwachstum wird von einer gestiegenen Anzahl der Behandlungen am Standort „Schlossklinik Berlin-Köpenick“, von einem Ausbau der M1-Fachberatungszentren sowie einem zunehmenden Einkaufsvolumen getragen. Während zum Geschäftsjahresende 2014 das M1-Kliniknetzwerk gerade erst ein Fachberatungszentrum umfasste, konnte dieser Wert zum Geschäftsjahresende 2015 auf 5 gesteigert werden. Mittlerweile (Stand: 12.09.2016) werden insgesamt 12 Fachzentren betreut.

### Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

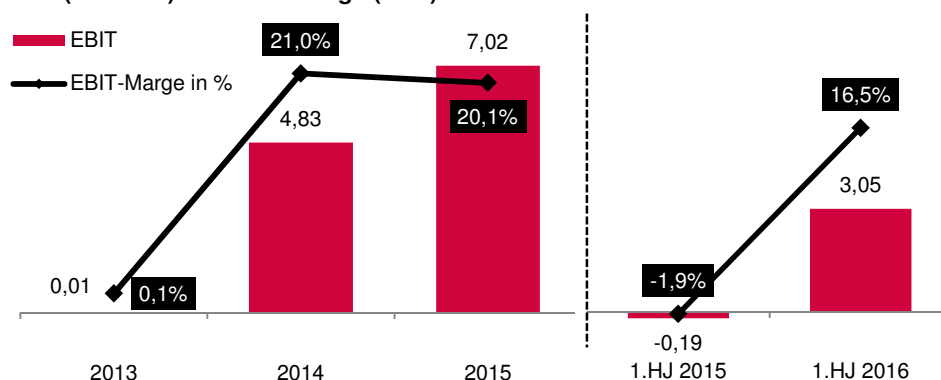
Gemäß der Unternehmensstrategie weist der M1-Konzern drei Umsatzströme auf. Neben den Umsätzen aus Schönheitsbehandlungen sowie den Dienstleistungsumsätzen im Rahmen der Kooperationen mit den Fachzentren erzielt die M1 Kliniken AG umfangreiche Umsätze aus dem Handelsgeschäft mit pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkten für die ästhetische Medizin, plastische Chirurgie und kosmetische Dermatologie. Das innerhalb der M1 Aesthetics GmbH gebündelte Einkaufsvolumen sieht dabei die Vermarktung von Markenprodukten an Ärzte, Apotheken und Großhändler vor, und es gibt Überlegungen, exklusive Medizinprodukte (Brustimplantate, Hyaluronsäure etc.) gemeinsam mit Herstellern weiter zu entwickeln und zu vermarkten.

Die Dienstleistungsumsätze innerhalb der Klinikkooperationen lassen sich unter dem Begriff „Administrations- und Verwaltungsdienstleistungen“ zusammenfassen und hängen sowohl vom Dienstleistungsaufwand als auch von der Anzahl der vereinbarten Kooperationen ab.

### Historische Ergebnisentwicklung

Die Ergebnisentwicklung des M1-Konzerns ist noch von einer für Unternehmen in der Wachstumsphase typischen Volatilität geprägt. Dies steht in erster Linie mit den notwendigen Vorleistungen bei neuen Fachberatungszentren in Verbindung. So müssen beispielsweise mit Aufnahme eines neuen Standortes zunächst intensive Marketingmaßnahmen sowie die Implementierung der Infrastruktur, bei einer grundsätzlich noch steigenden Auslastungskurve, abgedeckt werden. Gemäß Unternehmensangaben dauert es etwa sechs Monate, bis ein neues M1-Fachzentrum einen positiven Ergebnisbeitrag leistet. Die hohe Anzahl an im laufenden Geschäftsjahr 2016 gewonnenen neuen Standorten hatte sich dementsprechend zunächst ergebnisbelastend ausgewirkt, wodurch sich die EBIT-Marge auf 16,5% (GJ 2015: 20,1 %) reduziert hat. Mit dem absoluten EBIT-Niveau in Höhe von 3,05 Mio. € konnte der vergleichbare Halbjahreswert des Vorjahres (1.HJ 15: -0,19 Mio. €) aber deutlich übertroffen werden.

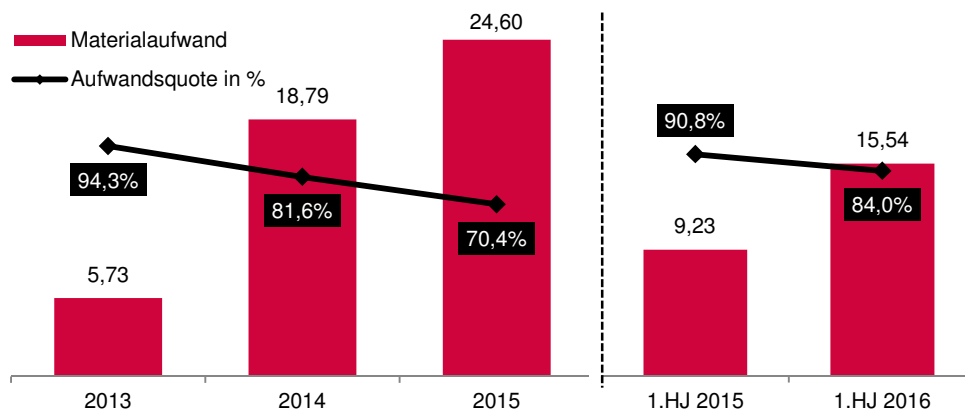
#### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

In den Geschäftsjahren 2014 und 2015 hat der M1-Konzern den Beweis erbracht, dass auch EBIT-Margen oberhalb von 20,0 % erreicht werden können. Die operative Margenentwicklung ist zudem vom Umsatzmix abhängig. So weist das Handelsgeschäft unseres Erachtens eine geringere Wertschöpfung bei einem jedoch deutlich höheren Umsatzniveau auf, wodurch ein entsprechend hoher Handelsgeschäftsanteil mit geringeren Ergebnismargen einhergeht. Ein Indiz eines hohen Anteils der Handelsumsätze findet sich in den Materialaufwendungen wieder, welche im ersten Halbjahr 2016 von einem deutlichen Anstieg der auf den Umsatz bezogenen Aufwandsquote auf 84,0 % (GJ 2015: 70,4 %) geprägt waren.

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



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG



Grundsätzlich gehen wir, insbesondere nach der im Geschäftsjahr 2015 erfolgten Veräußerung der zuvor vom M1-Konzern gehaltenen und teilweise fremdfinanzierten „Schlossklinik Berlin-Köpenick“, von einem geringen Niveau bei den Finanzaufwendungen aus. Dabei geht das M1-Geschäftsmodell mit vergleichsweise geringen Finanzierungsbedürfnissen und einer damit geringen Inanspruchnahme an Bankfinanzierungen einher. Folglich weist das Finanzergebnis im ersten Halbjahr 2016 mit 0,05 Mio. € (1.HJ 2015: -0,14 Mio. €) eine kaum erwähnenswerte Größenordnung auf.

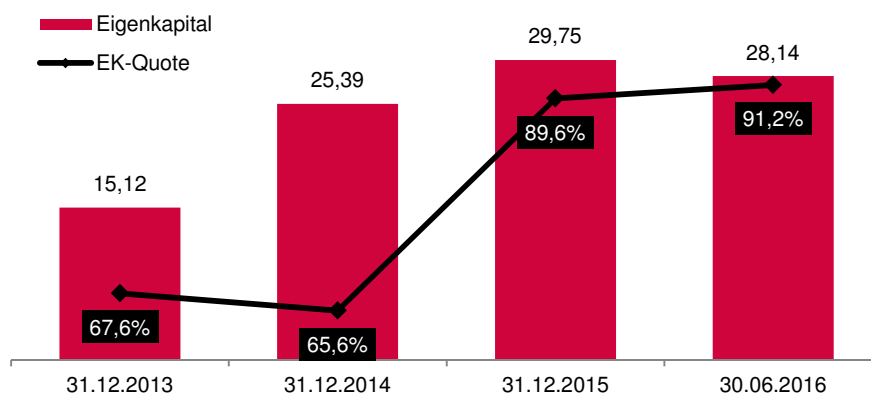
### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016

in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital	25,39	29,75	28,14
EK-Quote	65,6%	89,6%	91,2%
Working Capital	0,47	15,93	11,07
Goodwill	14,00	8,03	8,03
Anlagevermögen	13,84	0,49	1,22
Langfr. Finanzanlagen	3,33	1,31	4,77
Net Debt	5,92	-0,24	-0,32
Cashflow (operativ)	0,90	0,07	3,98
Cashflow (Investition)	-7,00	0,63	-0,46
Cashflow (Finanzierung)	7,71	-2,28	-4,52

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Die Vermögenslage des M1-Konzerns wird von einem hohen Eigenkapital (EK-Quote zum 30.06.16: 91,2 %) dominiert. Die finanziellen Verbindlichkeiten minderten sich entsprechend von zuvor 8,32 Mio. € (31.12.14) auf 0,02 Mio. € (30.06.16); damit kletterte die EK-Quote auf diesen im Branchenvergleich sehr überdurchschnittlichen Wert:

### Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



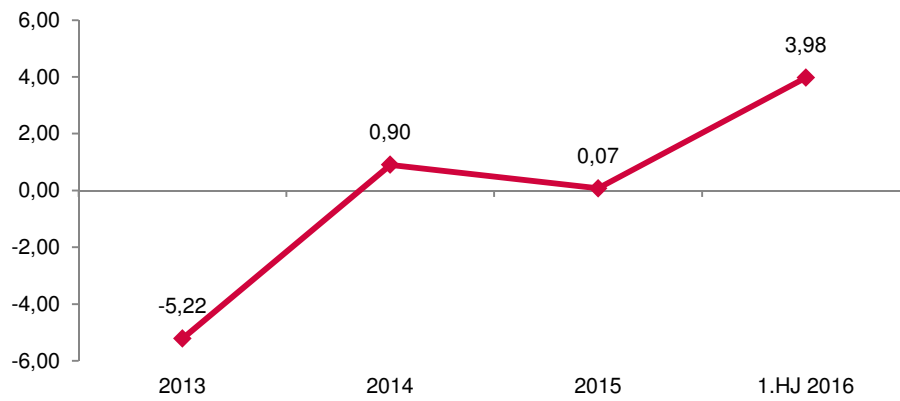
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Erwähnenswert ist der insbesondere im laufenden Geschäftsjahr 2016 erfolgte Ausbau der Finanzanlagen (Wertpapiere börsennotierter Unternehmen) auf 4,77 Mio. € (31.12.15: 1,31 Mio. €).

In den vergangenen Berichtsperioden war der M1-Konzern stets in der Lage, einen positiven operativen Cashflow zu erreichen. Im ersten Halbjahr 2016 belief sich der Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft auf 3,98 Mio. € und lag damit deutlich oberhalb des Nachsteuerergebnisses in Höhe von 2,89 Mio. €. Wie auch in den Vorjahren hängt der operative Cashflow von der Working Capital-Entwicklung ab. Im ersten Halbjahr 2016 konnte insbesondere der zuvor ausgeweitete Vorratsbestand reduziert werden, was sich entsprechend positiv auf den operativen Cashflow ausgewirkt hatte. Die im

ersten Halbjahr 2016 erfolgte Dividendenzahlung in Höhe von 4,50 Mio. € konnte damit nahezu vollständig aus dem operativen Liquiditätszufluss entrichtet werden.

**Operativer Cashflow (in Mio. €)**



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kostenführerschaft bei Schönheitsbehandlungen erreicht. Im Marktvergleich weist die M1 Kliniken AG die wettbewerbsfähigsten Preise auf.</li> <li>• Durch die Abdeckung des Handelssegments können Skaleneffekte und Größenvorteile gehoben werden.</li> <li>• Hoher Standardisierungsgrad ermöglicht einen Kostenvorteil bei den Schönheitsbehandlungen.</li> <li>• Mit den 12 Fachberatungszentren sowie der selbst betriebenen Klinik in Berlin verfügt der M1-Konzern über eine breite regionale Abdeckung in Deutschland.</li> <li>• Überdurchschnittliche Partizipation am Unternehmenserfolg durch ausschüttungsfreundliche Dividendenpolitik.</li> <li>• Es liegen sehr solide Bilanzrelationen mit einer hohen EK-Quote (91,2 %), vor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die M1-Aktie ist mit einem Freefloat von 14,3 % vergleichsweise markteng.</li> <li>• Der immaterielle Goodwill dominiert mit 8,03 Mio. € das Anlagevermögen.</li> <li>• Neue Klinikkooperationen benötigen Vorlaufinvestitionen (Marketing, Infrastruktur etc.) bis zur Erreichung des Break-Even. Hohes anorganisches Wachstum geht möglicherweise mit Margenbelastungen einher.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Für das geplante anorganische Wachstum (Vereinbarung neuer Kooperationen) sind keine hohen Investitionen notwendig.</li> <li>• Die Nachfrage nach Schönheitsbehandlungen nimmt immer stärker zu. Behandlungen in Deutschland sind besonders nachgefragt.</li> <li>• Der Kostenfaktor wird von den Patienten als sehr wichtig wahrgenommen. Der M1-Konzern dürfte als Kostenführer besonders davon profitieren. Neue Kundengruppen könnten gewonnen werden.</li> <li>• Mit der Entwicklung eigener Produkte würde das Handelssegment die Wertschöpfung steigern.</li> <li>• Im eingeschwungenen Zustand ist unseres Erachtens eine EBIT-Marge in Höhe von über 20,0 % möglich.</li> <li>• Expansion des Geschäftsmodells auf weitere Länder (DACH; EU) ist aufgrund der wettbewerbsfähigen Preise möglich.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verschärfte Regulierungsmaßnahmen im Gesundheits- und Schönheitssektor könnten sich direkt negativ auswirken.</li> <li>• Eintritt neuer Konkurrenten, insbesondere bei nicht-invasiven Behandlungen, ist vor dem Hintergrund niedriger Eintrittsbarrieren möglich.</li> <li>• Eine negative Kursentwicklung bei den Finanzanlagen (Aktien börsennotierter Unternehmen) würde mit Ergebnisbelastungen einhergehen.</li> </ul>

## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	34,94	37,02	43,69	52,42
EBITDA	7,23	7,00	7,58	9,68
EBITDA-Marge	20,7%	18,9%	17,4%	18,5%
EBIT	7,02	6,75	7,32	9,41
EBIT-Marge	20,1%	18,2%	16,8%	18,0%
Nachsteuerergebnis	6,63	4,59	4,97	6,42
EPS in €	0,44	0,31	0,33	0,43

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Der wesentliche Treiber der künftigen Geschäftsentwicklung des M1-Konzerns wird der geplante weitere Ausbau des Kliniknetzwerkes und Fachzentren sein, wodurch sowohl die Dienstleistungsumsätze als auch die Handelsumsätze (Abnahmeverträge mit M1 Aesthetics GmbH sind Bestandteil der Kooperationsvereinbarung) deutlich zunehmen dürften. Darüber hinaus ist eine weitere Ausweitung der direkt mit Schönheitsbehandlungen erwirtschafteten Umsätze in der Schlossklinik Berlin-Köpenick geplant.

Im laufenden Geschäftsjahr 2016 hat die M1 Kliniken AG bereits fünf neue Fachberatungszentren eröffnet und damit neue Behandlungszentren in Hannover, Stuttgart, Hamburg, Bremen und Frankfurt am Main eröffnet. Auch wenn der Einbezug weiterer Standorte in bevölkerungsreichen Regionen Deutschlands konkret geplant ist, haben wir diese konservativ zunächst noch nicht in unsere Planungen einbezogen. Allein aus der in 2016 erfolgten Standortausweitung ergibt sich eine deutlich umfangreichere Grundlage für die Umsatzprognosen der kommenden Geschäftsjahre. Gemäß Unternehmensangaben ist bei neuen Standorten zunächst noch mit niedrigen Umsatzbeiträgen sowie, infolge notwendiger Vorleistungen, mit geringen Ergebnisbeiträgen zu rechnen. Erst zwei Jahre nach Standorteröffnung kann vom Erreichen des langfristigen, standortspezifischen Umsatzniveaus ausgegangen werden.

Analog zu den hieraus erwirtschafteten Dienstleistungsumsätzen dürften die Handelsumsätze von den erwarteten steigenden Umsätzen bei bestehenden und neuen Klinikkooperationen proportional profitieren. Grundsätzlich gehen wir angesichts der erfolgreich implementierten Niedrigpreis-Strategie des M1-Konzerns von einer im Vergleich zum Gesamtmarkt höheren Umsatzdynamik und damit von einem Ausbau von Marktanteilen aus. Die Niedrigpreisstrategie basiert dabei auf folgenden Faktoren:

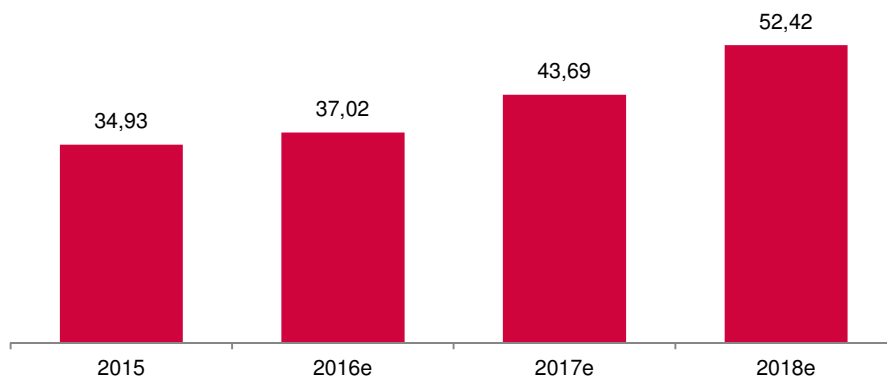
- Hohe Operations- und Auslastungsrate bei den Ärzten durch intensive Marketingmaßnahmen und Synergieeffekte
- Hoher Standardisierungsgrad, da nur die meist nachgefragten Schönheitsbehandlungen angeboten werden
- Größenvorteile beim Einkauf von Schönheitsprodukten können gehoben werden
- Hohe horizontale und vertikale Abdeckung der Wertschöpfung durch das Handelsgeschäft der M1 Aesthetics GmbH

### Umsatzprognosen 2016 - 2018

Auf der skizzierten Unternehmensstrategie aufbauend rechnen wir mit einer Fortsetzung der Umsatzdynamik und erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2016 ein Umsatzwachstum in Höhe von 6,0 % auf 37,02 Mio. € und planen mit einem Anstieg der Wachstumsrate auf bis zu 20,0 % im Geschäftsjahr 2018. Die im laufenden Geschäftsjahr 2016 neu aufgenommenen Fachberatungszentren wirtschaften aufgrund des frühen Stadiums, noch unterhalb der Kapazitätsgrenze. Der erstmalige ganzjährige Einbezug im Geschäftsjahr 2017 sowie die sukzessive Erhöhung bei den Behandlungskapazitäten dürf-

te, auch beim Handelssegment, für ein entsprechend hohes Wachstum in den Folgejahren sorgen:

### Umsatzprognosen 2016 - 2018

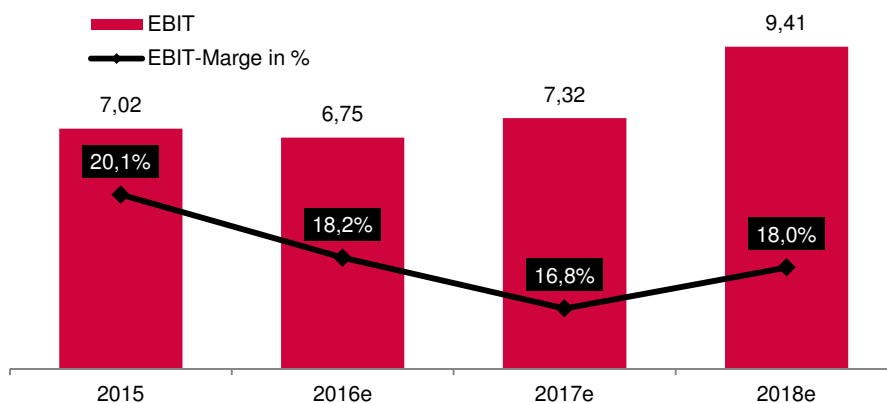


Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen 2016 - 2018

Die Ergebnisentwicklung des laufenden und kommenden Geschäftsjahres wird unseres Erachtens noch von den Vorlaufaufwendungen bei den neuen Fachberatungszentren geprägt sein. Zunächst dürften dabei insbesondere im Marketingbereich, aber auch im Rahmen der Implementierung der Dienstleistungsinfrastruktur noch Anlaufverluste entstehen. Gemäß Unternehmensangaben ist bei den neuen Standorten mindestens ein halbjähriger Zeitraum bis zum Erreichen des operativen Break-Even zu veranschlagen. Dies sollte zunächst eine rückläufige Entwicklung der EBIT-Marge nach sich ziehen. Im Geschäftsjahr 2018, sobald ein eingeschwungener Zustand bei den neuen Fachzentren erreicht ist, dürfte die EBIT-Marge aber wieder anziehen:

### EBIT-Prognose 2016 - 2018



Quelle: GBC AG

Langfristig sollte der M1-Konzern in der Lage sein, EBIT-Margenniveaus oberhalb von 20,0 % zu erreichen. Diese Annahme haben wir in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells berücksichtigt.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die M1 Kliniken AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016, 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase von 2019 bis 2023 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 22,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der M1 Kliniken AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,01 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,01 %.

### ***Bewertungsergebnis***

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,01 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 10,20 €.

## DCF-Modell

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	22,2%	ewige EBITA - Marge	22,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,6%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
Umsatz (US)	37,02	43,69	52,42	55,04	57,80	60,69	63,72	66,91	
US Veränderung	6,0%	18,0%	20,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	24,68	14,56	13,11	13,11	13,11	13,11	13,11	13,11	
EBITDA	7,00	7,58	9,68	12,21	12,82	13,46	14,13	14,84	
EBITDA-Marge	18,9%	17,4%	18,5%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	
EBITA	6,75	7,32	9,41	11,94	12,54	13,16	13,82	14,51	
EBITA-Marge	18,2%	16,8%	18,0%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	21,7%	22,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,03	-2,20	-2,82	-3,58	-3,76	-3,95	-4,15	-4,35	
EBI (NOPLAT)	4,73	5,13	6,59	8,36	8,78	9,21	9,67	10,16	30,0%
Kapitalrendite	28,8%	43,6%	80,1%	92,9%	92,5%	92,5%	92,5%	92,5%	93,1%
Working Capital (WC)	10,25	5,23	5,00	5,28	5,55	5,83	6,12	6,42	
WC zu Umsatz	27,7%	12,0%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
Investitionen in WC	5,68	5,02	0,23	-0,28	-0,26	-0,28	-0,29	-0,31	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,50	3,00	4,00	4,20	4,41	4,63	4,86	5,11	
AFA auf OAV	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	-0,30	-0,31	-0,33	
AFA zu OAV	16,7%	8,7%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	
Investitionen in OAV	-1,26	-1,76	-1,27	-0,47	-0,49	-0,52	-0,54	-0,57	
Investiertes Kapital	11,75	8,23	9,00	9,48	9,96	10,46	10,98	11,53	
EBITDA	7,00	7,58	9,68	12,21	12,82	13,46	14,13	14,84	
Steuern auf EBITA	-2,03	-2,20	-2,82	-3,58	-3,76	-3,95	-4,15	-4,35	
Investitionen gesamt	4,42	3,26	-1,04	-0,75	-0,76	-0,80	-0,84	-0,88	
Investitionen in OAV	-1,26	-1,76	-1,27	-0,47	-0,49	-0,52	-0,54	-0,57	
Investitionen in WC	5,68	5,02	0,23	-0,28	-0,26	-0,28	-0,29	-0,31	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,40	8,65	5,82	7,87	8,30	8,72	9,15	9,61	172,68

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	135,52	139,09
Barwert expliziter FCFs	41,15	36,21
Barwert des Continuing Value	94,38	102,88
Nettoschulden (Net debt)	-10,00	-13,92
Wert des Eigenkapitals	145,52	153,02
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	145,52	153,02
Ausstehende Aktien in Mio.	15,00	15,00
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,70	<b>10,20</b>

### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	<b>9,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,4%	8,7%	9,0%	9,3%	9,6%
92,6%	11,17	10,64	10,16	9,73	9,34
92,8%	11,20	10,66	10,18	9,75	9,36
93,1%	11,22	10,68	<b>10,20</b>	9,77	9,38
93,3%	11,24	10,70	10,22	9,79	9,39
93,6%	11,26	10,72	10,24	9,80	9,41

## 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 möglichen 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](mailto: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) und Jörg Grunwald.

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 der 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®**  
**- 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)