



Researchstudie (Anno)

MagForce AG

magforce[®]

THE NANOMEDICINE COMPANY

**Kommerzialisierung und Zulassung sind vollständig durchfinanziert,
Wichtiger Finanzierungsmilestone erreicht;
Anstieg der Behandlungszahlen erwartet,
Zulassung in den USA anvisiert**

Kursziel: 15,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

MagForce AG ^{*5a,5b,6a,11}

Kaufen

Kursziel: 15,00 €
(bisher: 13,90 €)

aktueller Kurs: 8,00
23.8.2017 / ETR / Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
WKN: A0HGQF
Börsenkürzel: MF6
Aktienanzahl³: 26,34
Marketcap³: 210,82
EnterpriseValue³: 196,49
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

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

Fokus: Krebstherapie

Mitarbeiter: 28 Stand: 31.12.2016

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Ben J. Lipps, Prof. Dr. Hoda Tawfik,



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	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Umsatz	0,47	3,67	28,73	83,12	102,53
EBITDA	-6,56	-5,97	8,09	36,88	45,84
EBIT	-7,46	-6,13	7,92	36,71	45,67
JÜ vor Minderheiten	-7,23	-5,57	8,79	38,71	35,80

Kennzahlen in EUR

EPS vor Minderheiten	-0,28	-0,21	0,33	1,47	1,36
----------------------	-------	-------	------	------	------

Kennzahlen

EV/Umsatz	414,53	53,60	6,84	2,36	1,92
EV/EBITDA	neg.	neg.	24,28	5,33	4,29
EV/EBIT	neg.	neg.	24,80	5,35	4,30
KGV (vor Minderheiten)	neg.	neg.	23,99	5,45	5,89

Finanztermine

29.09.17: HJ-Bericht 2017

27.-29.11.17: EK-Forum Frankfurt

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

23.03.2017: RS / 13,90 / KAUFEN

21.10.2016: RS / 14,30 / KAUFEN

12.08.2016: RS / 14,30 / KAUFEN

11.05.2016: RS / 14,30 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die MagForce AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 die eigene Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie weiter vorangetrieben. Im Rahmen dieser wurde die Basis zur Behandlung von Glioblastom-Patienten in Europa durch den Einbezug des Klinikum Vivantes in Berlin Friedrichshain erweitert. Nunmehr sind insgesamt sechs NanoActivator-Geräte an Kliniken in Deutschland installiert, wobei vier davon für die kommerzielle Behandlung verwendet werden.
- Parallel dazu hat die Gesellschaft in 2016 die Zulassung der eigenen Technologie zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA vorangetrieben. Auf Empfehlung der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA wurden alle bereits in Deutschland durchgeführten Studien zur Biokompatibilität erneut durchgeführt. Dabei wurde nochmals belegt, dass die Nanopartikel nicht toxisch sind und am Ort der Applikation verbleiben.
- Darüber hinaus hat die MagForce AG in 2016 die Grundlage für den Ausbau der finanziellen Basis gelegt. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der noch niedrigen Kommerzialisierungserlöse und des daraus resultierenden Liquiditätsabflusses von hoher Wichtigkeit. Nach Aufnahme der Gespräche konnten nach dem Bilanzstichtag 31.12.2016 eine Reihe von Kapitalmaßnahmen erfolgreich abgeschlossen werden. Hierzu gehört die Ausgabe einer 5,00 Mio. €-Wandelanleihe, die Aufnahme verschiedener Darlehen sowie die erfolgreiche Platzierung einer Kapitalerhöhung in Höhe von 5,00 Mio. €. Besonders im Fokus steht aber die kürzlich gemeldete Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB), im Rahmen derer die MagForce AG Fremdkapital in Höhe von bis zu 35,0 Mio. € aufnehmen kann. Gemäß Unternehmensangaben ist dieses über mehrere Tranchen abzurufende Kreditvolumen ausreichend, um die Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie vollständig zu finanzieren. Gleichzeitig wird damit das Finanzierungsrisiko deutlich reduziert und die operative Flexibilität signifikant erhöht.
- Nach Sicherstellung der künftigen Finanzierung liegt der Fokus der Gesellschaft auf dem geplanten europäischen Roll-Out der Technologie, wobei hier in erster Linie neue Behandlungszentren in den Nachbarländern Deutschlands einbezogen werden sollen. Diesbezüglich ist es geplant, Behandlungszentren in fünf weiteren europäischen Ländern mit einem NanoActivator[®] auszustatten. Darüber hinaus soll, nach der erfolgreichen Wiederholung der toxikologischen Studien, die Zulassung zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA vorangetrieben werden. Wir rechnen hier mit der Marktzulassung im zweiten Halbjahr 2018. Weiteres Upsidepotenzial, welches wir derzeit jedoch noch nicht in unseren Prognosen einbezogen haben, ergibt sich aus der geplanten Ausweitung der Behandlung von Prostatakrebs auf Europa. Zudem steht die Erlangung der Kostenerstattung durch die Krankenversicherungen ebenfalls im Fokus der kommenden Berichtsperioden. Diesbezüglich ist es geplant, Erstattungsstudien durchzuführen.
- Auf Grundlage unserer bis zum Geschäftsjahr 2024 konkret erstellten Prognosen, haben wir einen fairen Wert von 15,00 € (bisher: 13,90 €) je Aktie ermittelt. Die Kurszielanhebung ist in erster Linie auf eine die Reduktion der gewichteten Kapitalkosten zurückzuführen, als eine Folge der jüngst abgeschlossenen Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB). Die in den kommenden Jahren abzurufenden 35 Mio. € führen zu einer Erhöhung des typischerweise niedrigeren verzinsten Fremdkapitalanteils innerhalb des WACC, wodurch sich die gewichteten Kapitalkosten auf 11,0 % (bisher: 11,5 %) reduzieren. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 8,00 € ergibt sich ein hohes Bewertungspotenzial und wir vergeben daher das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

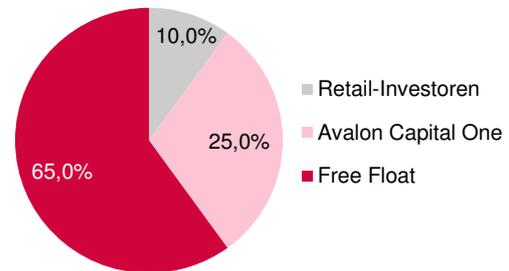
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Wichtiger Finanzierungsmilestone erreicht	4
Die NanoTherm®-Technologie	5
NanoTherm®	5
NanoActivator®	6
NanoPlan®	6
Markt und Marktumfeld	8
Marktpotenziale Glioblastom	8
Marktpotenziale Prostatakrebs	9
Unternehmensentwicklung	10
Operative Geschäftsentwicklung 2016	10
Vergleich Geschäftsentwicklung zu GBC-Prognosen	11
Vermögenssituation zum 31.12.2016	11
Prognose und Modellannahmen	13
Prognosegrundlage	13
Umsatz- und Ergebnisprognosen	14
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Retail-Investoren	10,0%
Avalon Capital One	25,0%
Free Float	65,0%

Quelle: MagForce AG; GBC AG



Wichtiger Finanzierungsmilestone erreicht

Zum 08.08.2017 hat die MagForce AG eine Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB) unterschrieben, wonach in den kommenden drei Jahren Fremdkapital in Höhe von bis zu 35,0 Mio. € aufgenommen werden kann. Gemäß Unternehmensangaben ist dieses über mehrere Tranchen abzurufende Kreditvolumen ausreichend, um die Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie vollständig zu finanzieren. Gleichzeitig wird damit das Finanzierungsrisiko deutlich reduziert und die operative Flexibilität signifikant erhöht. Dass damit die Finanzierung folgender Maßnahmen sichergestellt ist, ist als eines der wesentlichen Meilensteine der vergangenen Geschäftsjahre zu betrachten:

- Im Rahmen der Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie soll, nachdem kommerzielle Behandlungen von Gehirntumoren in Deutschland bereits angeboten werden, ein Roll-Out der MagForce-Technologie in Europa erfolgen. Hierfür sollen weitere Geräte in zusätzliche Behandlungszentren in den Nachbarländern Deutschlands installiert werden. Derzeit sind insgesamt sechs Kliniken in Deutschland mit einem NanoActivator® ausgestattet, wobei vier dieser Kliniken die kommerzielle Behandlung von Gehirntumorpatienten abdecken. Zwar ist die Behandlung ausländischer Patienten von Deutschland aus möglich, durch den geplanten Roll-Out sollen die Patienten in ihren Heimatländern behandelt werden, was mit einer entsprechend höheren Anzahl an Behandlungen einhergehen dürfte. Zudem ergeben sich bei der Vor-Ort-Behandlung Kostenvorteile, was nicht nur für die Patienten von Vorteil sein dürfte, die Kostenübernahme wäre in diesem Fall auch leichter zu erlangen.

Wir gehen davon aus, dass Behandlungszentren in insgesamt fünf weiteren Ländern mit einem NanoActivator® ausgestattet werden. Gemäß Unternehmensangaben sollen hierfür fünf neue Geräte (Kosten pro Gerät: ca. 0,50 Mio. €) gebaut sowie die beiden nicht kommerziell genutzten NanoActivator®-Geräte in Deutschland verwendet werden. Mit der jüngst erfolgten Finanzierungszusage, ist dieser strategische Schritt problemlos zu bewerkstelligen.

- Der zweite wichtige strategische Baustein der MagForce AG ist die geplante Zulassung der MagForce-Technologie zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA. Auf Empfehlung der FDA wurde im vergangenen Geschäftsjahr 2016 mit der erfolgreichen Wiederholung der in Deutschland bereits durchgeführten präklinischen Studie, die Grundlage für die Marktzulassung in den USA gelegt. Es wurde erneut belegt, dass die Nanopartikel nicht toxisch sind und am Ort der Applikation verbleiben. Nach der Einreichung der Ergebnisse Ende 2016 rechnen wir mit dem Beginn der klinischen Zulassungsstudie innerhalb des zweiten Halbjahres 2017 und mit der entsprechenden Marktzulassung noch Ende 2018.

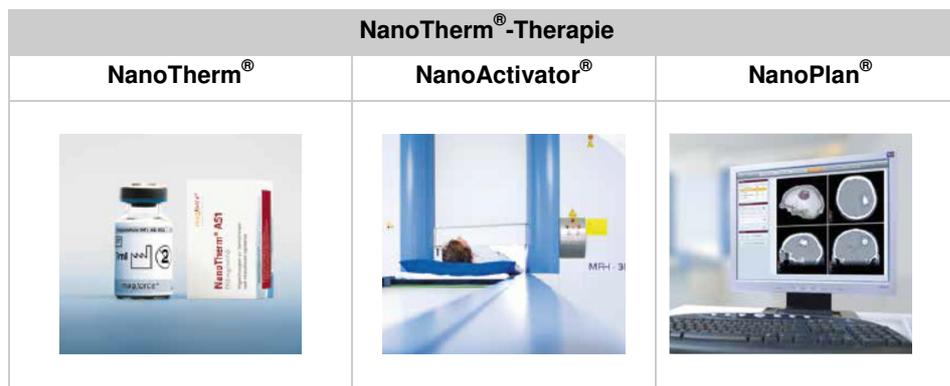
Analog zur Zulassung in den USA soll der Indikationsbereich Prostatakrebs auch in Europa adressiert werden. Aufbauend auf den Erkenntnissen innerhalb des Zulas-

sungsprozesses in den USA, soll die angepasste MagForce-Technologie auch in Europa eine CE-Zertifizierung erlangen und bereits ab 2020 für kommerzielle Behandlungen zur Verfügung stehen. In unseren Prognosen haben wir diesen Behandlungsstrang noch nicht explizit berücksichtigt und sehen hieraus ein mögliches zusätzliches Upsidepotenzial, welches bei näherer Konkretisierung im Rahmen unseres Bewertungsmodells berücksichtigt werden kann.

- Ein weiterer wichtiger Aspekt der künftigen Unternehmensentwicklung ist die Erlangung der Kostenerstattung durch die Versicherungen. Derzeit wird die Behandlung noch privat getragen. Gemäß Aussagen des Managements sollen die noch offenen Fragestellungen hinsichtlich der Kostenerstattungen im laufenden Geschäftsjahr 2017 gelöst werden. Darüber hinaus sollen in den Ländern, in denen nun der Markteintritt geplant ist, auch Erstattungsstudien durchgeführt werden. Mit der jüngst bekannt gegebenen Finanzierungszusage sind auch die notwendigen Erstattungsstudien vollständig durchfinanziert.

Die NanoTherm[®]-Technologie

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

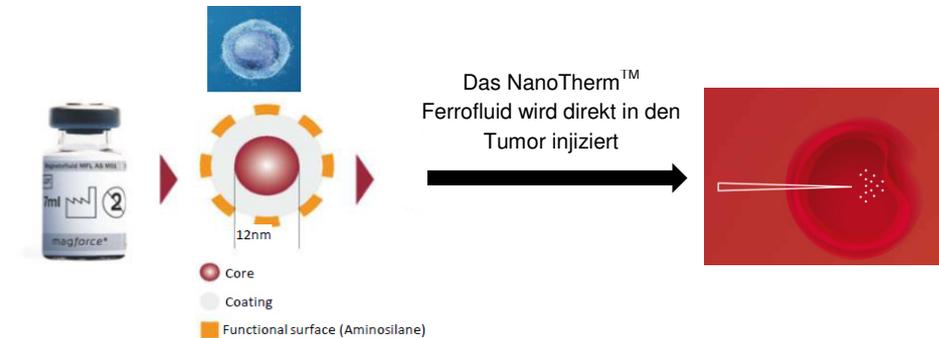


Quelle: MagForce AG; GBC AG

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.

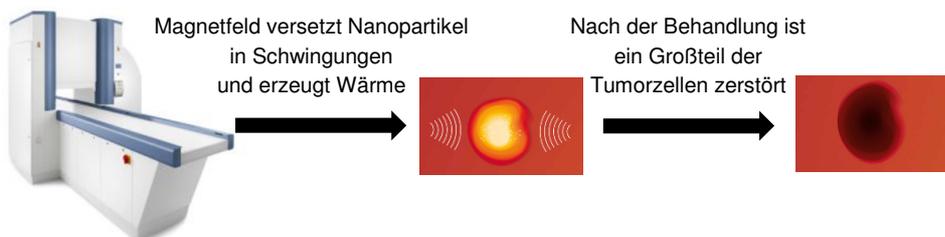


Quelle: MagForce AG; GBC AG

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-institution 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 um-

liegenden gesunden Gewebe in Relation zu dem eingesetzten Wechsellmagnetfeld. 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 Installation 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.

MARKT UND MARKTUMFELD

Mit ihrer Technologie adressiert die MagForce AG zwar zunächst die Indikationsgebiete „Glioblastom“ und „Prostatakrebs“, grundsätzlich ist jedoch eine indikationsübergreifende Behandlung solider Tumore möglich. Bei der Darstellung der Marktpotenziale soll jedoch entsprechend der von der Gesellschaft adressierten Indikationsgebiete auf die Bereiche Glioblastom und Prostatakrebs eingegangen werden.

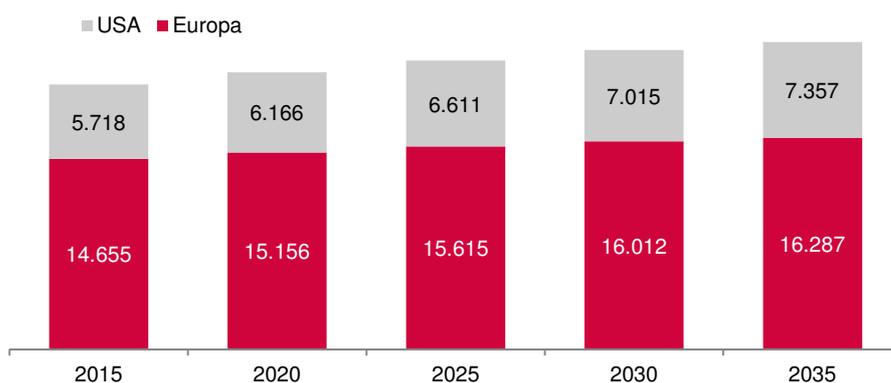
Marktpotenziale Glioblastom

Da die Risikofaktoren oder die Ursachen von Glioblastom noch überwiegend unbekannt sind, kann eine Prognose zu den Fallzahlen nur unter Einbezug der historisch ermittelten statistischen Werte getroffen werden.

Weltweit gehören dabei die Hirntumore zu den seltenen Tumorerkrankungen. Gemäß Daten von GLOBOCAN lag die weltweite Zahl der Krebserkrankungen, die das Gehirn und Nervensystem betrafen, bei 256,2 Tausend, was in etwa 1,8 % aller Krebserkrankungen ausmacht. Wird lediglich das seltene bösartige Glioblastom herangezogen, dann liegt der Anteil deutlich unterhalb von 1,0 %. Dieses Verhältnis gilt auch für Deutschland, wo die durchschnittliche Häufigkeit an einem bösartigen primären Hirntumor zu erkranken bei 10,0 (Männer) bzw. bei 7,7 (Frauen) je 100.000 Menschen liegt (Quelle: Robert Koch Institut). Insgesamt werden jedes Jahr bei etwa 7.080 Personen in Deutschland Hirntumore diagnostiziert. Das mittlere Erkrankungsalter liegt bei 62 Jahren (Männer) bzw. bei 66 Jahren (Frauen).

Unter Einbezug der von GLOBOCAN veröffentlichten Prognosen hinsichtlich Tumorerkrankungen des Gehirn- und Nervensystems sowie der damit zusammenhängenden Glioblastom-Fallzahlen errechnet sich für Europa und für die USA folgende Grundgesamtheit:

GBC-Prognose zu den Glioblastom-Erkrankungen



Quelle: GLOBOCAN; Robert-Koch-Institut; eigene Berechnungen

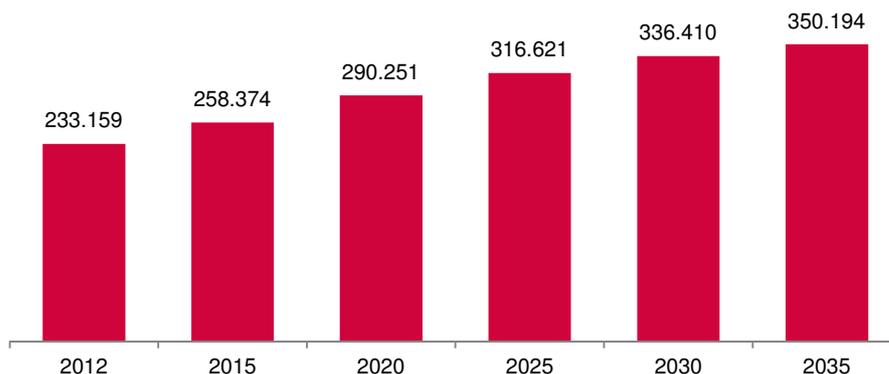
Unsere Prognose verdeutlicht, dass diese Krankheit mit einer vergleichsweise geringen sowie konstanten Inzidenz einhergeht. Ein wichtiger Faktor ist hier allerdings die vergleichsweise hohe Therapiebereitschaft der Betroffenen, vor dem Hintergrund des Bewusstseins der schlechten Prognose bei dieser Erkrankung. Personen, die an Glioblastom erkrankt sind, wenden in der Regel verschiedene Therapieformen in Kombination an. Demzufolge ist bei dem neuen MagForce-Behandlungsansatz von einer relativ hohen Marktdurchdringung auszugehen.

Marktpotenziale Prostatakrebs

Im Vergleich zum Glioblastom weist der zweite von der MagForce AG adressierte Indikationsbereich „Prostatakrebs“ aufgrund signifikant höherer Fallzahlen deutlich höhere Marktpotenziale auf. Prostatakrebs ist dabei eine Krankheit, die besonders häufig in den Industrieländern auftritt, mit dem Schwerpunkt auf Australien, Nordamerika und Westeuropa. In diesen Regionen liegt die Wahrscheinlichkeit einer Prostatakarzinom-Erkrankung zwischen 85,0 und 111,6 / 100.000 Einwohner und damit deutlich höher als im Rest der Welt (30,6 / 100.000 Einwohner).

In den USA, dem von der MagForce AG zunächst adressierten Markt, erkranken jedes Jahr etwa 260.000 Männer an Prostatakrebs, wobei hier für die nächsten Jahre von einem deutlichen Anstieg der jährlichen Fallzahlen ausgegangen wird. Bis zum Jahr 2035 sollen jährlich rund 350.000 neue Fälle hinzukommen. Dabei spielt bei den Fallzahlen von Prostatakrebs die Altersverteilung, mit einer erwarteten überproportionalen Bevölkerungszunahme in der älteren Bevölkerungsgruppe, eine wichtige Rolle. Denn das Medianalter liegt zum Diagnosezeitpunkt bei 66 Jahren, wobei der überwiegende Anteil der Erkrankungen an Prostatakrebs zwischen 65 - 74 Jahren diagnostiziert wird.

Prognose zu den Fallzahlen Prostatakrebs in USA



Quelle: GLOBOCAN; GBC AG

Die insgesamt sehr hohen Fallzahlen, in Verbindung mit einer vergleichsweise langsamen Progression der Krankheit, sind ausschlaggebend für die Ausgaben bei der Behandlung von Prostatakrebs. Die relative 5-Jahres-Überlebensrate für Prostatakrebs liegt dabei mit 93,0% im Vergleich zu anderen Krebsarten relativ hoch, was einen langen Behandlungszeitraum mit entsprechend hohen Ausgaben bedeutet. Gemäß Statistiken von IMS Health besaß der Markt für Prostatakrebstherapien im Jahr 2012 weltweit insgesamt ein Volumen in Höhe von 3,9 Mrd. US-Dollar. Bis zum Jahr 2022 soll sich das Marktvolumen auf insgesamt 12,1 Mrd. US-Dollar vervielfachen. Neben dem Anstieg der Erkrankungen sollen auch neue Behandlungstechnologien für den CAGR (2012-2022) in Höhe von 12,0 % verantwortlich sein.

Die beiden derzeit von der MagForce AG adressierten Indikationsbereiche illustrieren beispielhaft die hohen Marktpotenziale in den wichtigen Regionen Europa und USA. Grundsätzlich lässt sich dabei die MagForce-Technologie auch bei der Behandlung von weiteren soliden Tumoren einsetzen, so dass eine breitere Abdeckung der Marktpotenziale denkbar ist. Die Behandlung von Glioblastom und Prostatakrebs wird von der MagForce AG dabei im ersten Schritt als „Proof of Concepts“ herangezogen.

Die Positionierung der MagForce AG als Anbieter einer neuen Tumor-Behandlungstechnologie in den wichtigsten Märkten Europa und USA ist dabei nachvollziehbar und vielversprechend.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Operative Geschäftsentwicklung 2016

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	0,00	0,00	2,58	0,47
Gesamtleistung	5,44	7,66	7,70	1,58
EBIT	-1,58	-1,28	-1,88	-7,46
Periodenergebnis	-1,63	-1,01	-1,55	-7,23

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016 lag der Fokus der MagForce AG auf dem Ausbau der kommerziellen Behandlungen von Glioblastom-Patienten in Europa. Flankierend hierzu wurden innerhalb des zweiten Behandlungspfades, der geplanten Behandlung von Prostatapatienten in den USA, wichtige Meilensteine im Rahmen des Zulassungsverfahrens erreicht.

Ende 2016 waren insgesamt sechs NanoActivator-Geräte an den Universitätskliniken in Berlin, Kiel, Münster, Köln, Frankfurt und Göttingen installiert, wobei vier dieser Kliniken die kommerzielle Behandlung von Gehirntumorpatienten abdecken. Zuletzt hat im April 2016 das Vivantes Klinikum Berlin Friedrichshain die kommerzielle Behandlung aufgenommen. Der Standort weist dabei insbesondere vor dem Hintergrund der regionalen Nähe zu den osteuropäischen Märkten einen strategischen Vorteil auf. Die in 2016 durchgeführten kommerziellen Behandlungen bewegen sich jedoch noch auf niedrigem Niveau, weswegen die MagForce AG mit 0,18 Mio. € (VJ: 0,16 Mio. €) vergleichsweise niedrige Behandlungsumsätze aufweist.

Die noch niedrigen Umsätze sind unseres Erachtens auf zwei wesentliche Punkte zu reduzieren:

- Bekanntheit der vergleichsweise neuen MagForce-Therapieform ist noch gering
- Die Kostenerstattung bei der Behandlung mit NanoTherm ist noch ungeklärt

Beide Punkte wurden von der MagForce AG im vergangenen Geschäftsjahr adressiert und sind weiterhin ein wichtiger Bestandteil der künftigen Unternehmensstrategie. Diesbezüglich wurden im vergangenen Geschäftsjahr die Aktivitäten auf den Fachkonferenzen und Veranstaltungen forciert und damit wichtige Neurochirurgen in das Unternehmensnetzwerk einbezogen. Darüber hinaus finden Verhandlungen mit den Trägern der Krankenversicherungen statt, um die Kostenerstattung in Deutschland zu erhalten und auszuweiten. Im Zuge der geplanten Expansion auf die Nachbarländer Deutschlands soll ein Erstattungsprozess in Europa etabliert werden.

Innerhalb des zweiten geplanten Pfades zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2016, auf Empfehlung der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA, alle bereits in Deutschland durchgeführten Studien zur Biokompatibilität erfolgreich wiederholt. Es wurde demnach erneut der Beleg erbracht, dass die Nanopartikel nicht toxisch sind und am Ort der Applikation verbleiben. Nach Einreichung der Ergebnisse Ende 2016 wurde damit die Zulassung der MagForce-Technologie zur Prostatabehandlung in den USA weiter vorangetrieben.

Dementsprechend lag der operative Fokus der MagForce AG in 2016 auf der Forcierung der Kommerzialisierung bei der Behandlung von Gehirntumoren in Deutschland einerseits sowie andererseits auf das Voranbringen der Zulassung zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA. Aufgrund der noch niedrigen Kommerzialisierungserlöse und der dementsprechend noch niedrigen Umsatzbasis, weist die Gesellschaft eine weiterhin

negative Ergebnissituation auf. Das Nachsteuerergebnis ist zwar mit -7,23 Mio. € deutlich niedriger als in den Vorjahren ausgefallen, dies ist jedoch auf fehlende positive Sondereffekte zurückzuführen. Die Ertragssituation der vergangenen Geschäftsjahre war dabei von der Übertragung von Entwicklungs- und Vertriebsrechten auf die 76,9%ige Tochtergesellschaft MagForce USA, Inc. sowie vom Verkauf von NanoActivator®-Geräten geprägt. Bereinigt um diese Sondererträge hätte die MagForce AG in 2015 ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -5,05 Mio. € ausgewiesen, welches damit in etwa auf dem Niveau des abgelaufenen Geschäftsjahres gelegen hätte.

Vergleich Geschäftsentwicklung zu GBC-Prognosen

in Mio. €	GJ 2016 (as reported)	GBC-Prognosen 2016
Umsatzerlöse	0,47	1,15
EBIT	-7,46	-8,09
Periodenergebnis	-7,23	-8,09

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Die Geschäftsentwicklung der MagForce AG ist im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. In unserer letzten Researchstudie (siehe Researchstudie vom 23.03.17) hatten wir zwar ein etwas höheres Umsatzniveau prognostiziert, auf Ergebnisebene hatten wir aufgrund erwarteter höherer operativer Kosten sogar einen höheren Verlust antizipiert.

Vermögenssituation zum 31.12.2016

in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	15,24	24,43	22,88	15,65
<i>davon Bilanzverlust</i>	<i>-39,17</i>	<i>-40,18</i>	<i>-41,73</i>	<i>-48,96</i>
Fremdkapital	2,49	4,28	1,98	4,63
Liquide Mittel	9,27	9,15	1,39	0,61
Cashflow (Operativ)	-6,79	-8,71	-5,19	-6,58
Cashflow (Investition)	-0,89	-1,61	-2,58	3,07
Cashflow (Finanzierung)	16,26	10,20	0,00	2,72

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Ein besonderes Augenmerk liegt auf der Vermögenssituation der MagForce AG, speziell vor dem Hintergrund des noch nicht erreichten Break-Evens und des daraus resultierenden fehlenden operativen Liquiditätszuflusses.

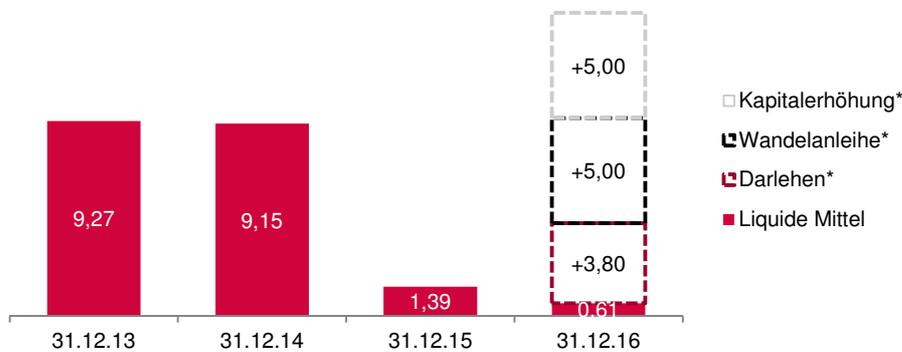
Dabei weist die MagForce AG innerhalb der letzten zwölf Monate einen deutlichen Rückgang der liquiden Mittel auf 0,61 Mio. € (31.12.2015: 1,39 Mio. €) auf. Grundsätzlich ist dieses Niveau, besonders vor dem Hintergrund eines negativen operativen Cashflows in Höhe von -6,58 Mio. € (GJ 2015: -5,19 Mio. €) als niedrig einzustufen.

Allerdings war die Gesellschaft in der Lage, nach dem Bilanzstichtag, eine deutliche Verbesserung der Liquidität zu erreichen. Im März des laufenden Geschäftsjahres 2017 wurde dabei eine dreijährige Wandelanleihe in Höhe von 5,00 Mio. € zu einem Zinssatz von 5,0 % emittiert, was einen deutlichen Anstieg der Liquidität nach sich gezogen hat. Darüber hinaus wurde im Februar 2017 ein Darlehen in Höhe von 0,40 Mio. € (Zinssatz: 5,0 %) und Juni 2017 ein weiteres Darlehen in Höhe von 3,00 Mio. USD (Zinssatz: 4,0 %) aufgenommen. Ende Juni 2017 hat die MagForce AG überdies die erfolgreiche Platzierung einer Kapitalerhöhung in Höhe von 5,00 Mio. € (Ausgabe von 0,72 Mio. € neuen Aktien zu einem Preis von 6,94 € je Aktie) bekanntgegeben.

Schließlich hat die MagForce AG im August 2018 eine Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB) unterschrieben, wonach in den kommenden drei Jahren Fremdkapital in Höhe von bis zu 35,0 Mio. € aufgenommen werden kann. Gemäß Unternehmensangaben ist dieses über mehrere Tranchen abzurufende Kreditvolumen ausreichend, um die Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie vollständig zu finanzieren. Gleichzeitig wird damit das Finanzierungsrisiko deutlich reduziert und die operative Flexibilität signifikant erhöht.

Aus den nach dem Bilanzstichtag 31.12.2016 erfolgten Finanzierungsmaßnahmen sind der Gesellschaft bereits neue liquide Mittel in Höhe von insgesamt über 13,00 Mio. € zugeflossen, was zu einer deutlichen Verbesserung der Liquiditätsreichweite geführt hat. Wird das noch abzurufende EIB-Fremdkapital in Höhe von bis zu 35,0 Mio. € hinzugezogen, dann wird eine vollständige Finanzierung bis zur finalen Umsetzung der Zulassungs- und Kommerzialisierungsstrategie ersichtlich.

Liquiditätsentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG; *die Liquiditätsmaßnahme ist nach dem 31.12.2016 erfolgt

Mit der im Juni 2017 erfolgten Kapitalerhöhung dürfte die Gesellschaft zudem eine deutliche Verbesserung beim Eigenkapital um ca. 5,00 Mio. € verzeichnet haben. Zudem ist bei der Wandelanleihe beim aktuellen Wandlungspreis in Höhe von 5,00 € (Aktienkurs aktuell: 8,00 €) mit einer hohen Wandlungsquote zu rechnen, was mit einer weiteren Verbesserung beim Eigenkapital einhergeht. Zuletzt hatte hier der ergebnisbedingte Anstieg des Bilanzverlustes zu einem Rückgang des Eigenkapitals auf 15,65 Mio. € (31.12.15: 22,88 Mio. €) geführt.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

in Mio. €	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatzerlöse	3,67	28,73	83,12	102,53	111,74	131,66	159,83	172,15
EBITDA	-5,97	8,09	36,88	45,84	49,92	58,98	71,50	76,93
EBIT	-6,13	7,92	36,71	45,67	49,75	58,81	71,33	76,76
JÜ vor Minderheiten	-5,57	8,79	38,71	35,80	34,83	41,17	49,93	53,73

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage

Auf Basis der jüngst abgeschlossenen Finanzierungsvereinbarung mit der EIB (Europäische Investitionsbank) ist die MagForce AG in der Lage, über mehrere Tranchen Fremdkapital in Höhe von bis zu 35,0 Mio. € aufzunehmen. Damit sind unsere nachfolgend dargestellten strategischen Schritte als Prognosegrundlage vollständig durchfinanziert, was das Erfüllungsrisiko deutlich mindert.

Gemäß strategischer Unternehmensplanung soll der Ausbau der kommerziellen Behandlungen von Glioblastom-Patienten durch einen geplanten Roll-Out der MagForce-Technologie in Europa umgesetzt werden. Bisher wird die europäische Nachfrage von den Behandlungszentren in Deutschland adressiert. Künftig ist es geplant, zusätzliche Behandlungszentren in den Nachbarländern Deutschlands einzurichten, was, aufgrund von Kosten- und Zeitvorteilen für die Patienten, mit einer entsprechend höheren Behandlungsanzahl einhergehen dürfte. Diesbezüglich ist es geplant, Behandlungszentren in fünf weiteren europäischen Ländern mit einem NanoActivator[®] auszustatten. Gemäß Unternehmensangaben sollen hierfür fünf neue Geräte (Kosten pro Gerät: ca. 0,50 Mio. €) gebaut sowie die beiden nicht kommerziell genutzten NanoActivator[®]-Geräte in Deutschland verwendet werden.

Ein weiterer wichtiger Aspekt der künftigen Unternehmensentwicklung ist die Erlangung der Kostenerstattung durch die Versicherungen. Derzeit wird die Behandlung noch privat getragen. Gemäß Aussagen des Managements sollen die noch offenen Fragestellungen hinsichtlich der Kostenerstattungen im laufenden Geschäftsjahr 2017 gelöst werden. Darüber hinaus sollen in den Ländern, in denen nun der Markteintritt geplant ist, auch Erstattungsstudien durchgeführt werden.

Ein weiterer wichtiger Meilenstein wird die für das kommende Geschäftsjahr 2018 geplante Zulassung der MagForce-Technologie zur Behandlung von Prostatakrebs sein. Auf Empfehlung der FDA wurde im vergangenen Geschäftsjahr 2016 mit der erfolgreichen Wiederholung der in Deutschland bereits durchgeführten präklinischen Studie die Grundlage für die Marktzulassung in den USA gelegt. Es wurde erneut belegt, dass die Nanopartikel nicht toxisch sind und am Ort der Applikation verbleiben.

Nach der Einreichung der Ergebnisse Ende 2016 rechnen wir mit dem Beginn der klinischen Zulassungsstudie innerhalb des zweiten Halbjahres 2017. Bisher hatten wir mit dem Studienbeginn noch innerhalb der ersten sechs Monate 2017 gerechnet, woraus sich eine leichte Verzögerung bei der Marktzulassung ergibt. Die Gesellschaft ist aber nach wie vor positiv gestimmt, die Marktzulassung zur Behandlung von Prostatakrebs in 2018 zu erhalten, was wir als Grundlage für unsere Prognosen herangezogen haben. In der Zwischenzeit war die MagForce AG zudem in der Lage, weitere Behandlungszentren zu identifizieren und damit vor der Marktzulassung ein umfangreiches Netzwerk an Interessenten zu erschließen.

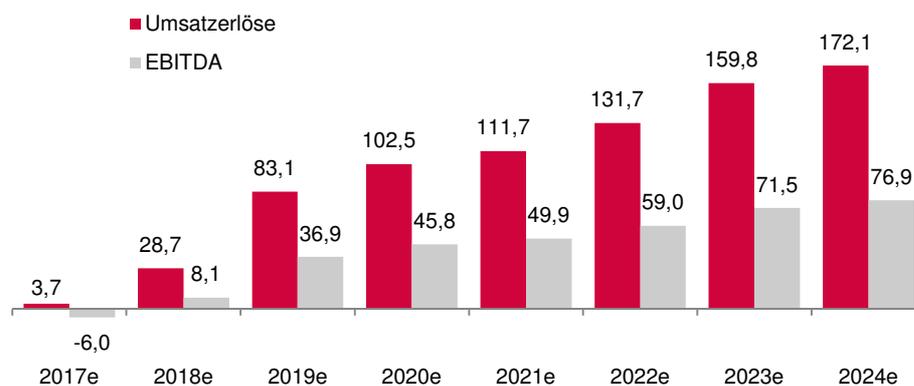
Analog zur Zulassung in den USA soll der Indikationsbereich Prostatakrebs auch in Europa adressiert werden. Aufbauend auf den Erkenntnissen innerhalb des Zulassungsprozesses in den USA, soll die angepasste MagForce-Technologie auch in Europa eine CE-Zertifizierung erlangen und bereits ab 2020 für kommerzielle Behandlungen zur Verfügung stehen. In unseren Prognosen haben wir diesen Behandlungsstrang noch nicht explizit berücksichtigt und sehen hieraus ein mögliches zusätzliches Upsidepotenzial, welches bei näherer Konkretisierung gehoben werden kann.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

In unseren Prognosen haben wir für das laufende Geschäftsjahr 2017 in erster Linie eine steigende Anzahl an Behandlungen von Gehirntumor-Patienten in Deutschland angenommen. Gemäß Unternehmensangaben wurde zuletzt aufgrund der höheren Bekanntheit der NanoTherm®-Therapie ein deutlicher Anstieg auf etwa 600 Anfragen pro Jahr verzeichnet. Für das laufende Geschäftsjahr unterstellen wir auf dieser Basis eine steigende Anzahl bei den Behandlungen.

Im kommenden Geschäftsjahr dürften die Umsatzerlöse erstmalig Kommerzialisierungserträge im Rahmen der Behandlung von Prostatapatienten in den USA enthalten. Hier gehen wir zunächst von geringen Marktanteilen aus, jedoch weist dieser Indikationsbereich deutlich höhere Fallzahlen als bei Glioblastom auf. Zudem gehen wir von einer positiven Aufnahme dieser neuen Behandlungsform durch die Kostenträger aus, da bei der Behandlung mit der MagForce-Technologie die adressierten Patientengruppen (Gleason-Score: 7) minimalinvasiv und dadurch kostensparend mit einer sehr hohen Erfolgsquote behandelt werden können. Die typischen mit einer Operation oder einer Bestrahlung einhergehenden Nebenwirkungen bleiben hier aus. Wir rechnen daher mit einem raschen Anstieg der Umsätze nach der erfolgten Markteinführung:

Umsatzerlöse und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ausgehend vom deutlichen erwarteten Anstieg der Umsatzerlöse rechnen wir auf EBITDA-Ebene, als Ausgangsgröße für unser DCF-Bewertungsmodell, mit einem Margenniveau in Höhe von ca. 45 %, was sich bei einem steigenden Umsatzniveau in einem entsprechenden EBITDA-Anstieg wiederfinden sollte.

Die Umsatzerlöse in den USA (Glioblastom und Prostatakrebs) werden auf Ebene der 76,9%igen Tochtergesellschaft MagForce USA, Inc. erzielt. In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir dementsprechend Minderheitenanteile berücksichtigt, wodurch sich eine Minderung des fairen Unternehmenswertes ergibt.

Bewertung

Modellannahmen

Die MagForce AG wurde von uns mittels eines DCF-Modells bewertet. Dabei haben wir auf Grundlage des Kommerzialisierungsplans der Gesellschaft für die Jahre 2017 - 2024 konkrete Umsatz- und Ergebnisschätzungen erstellt. Aufgrund der aufgelaufenen Verlustvorträge haben wir eine Steuerquote in Höhe von 30 % erst ab dem Geschäftsjahr 2020e berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Umsatzwachstumsrate von 4,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MagForce 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 1,25 % (bisher: 1,25 %).

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 2,04.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,45 % (bisher: 12,45 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,01 % (bisher: 11,52 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 15,00 € (bisher: 13,90 €). Die Kurszielanhebung ist in erster Linie auf eine die Reduktion der gewichteten Kapitalkosten zurückzuführen, als eine Folge der jüngst abgeschlossenen Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB). Die in den kommenden Jahren abzurufenden 35 Mio. € führen zu einer Erhöhung des typischerweise niedrigeren verzinsten Fremdkapitalanteils innerhalb des WACC, wodurch sich die gewichteten Kapitalkosten auf 11,0 % (bisher: 11,5 %) reduzieren.

DCF-Modell

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-Marge	48,7%	ewiges Umsatzwachstum	4,0%
Working Capital zu Umsatz	30,0%	ewige EBITA - Marge	42,0%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 14e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	3,67	28,73	83,12	102,53	111,74	131,66	159,83	172,15	
<i>US Veränderung</i>	neg.	683,9%	189,3%	23,4%	9,0%	17,8%	21,4%	7,7%	4,0%
EBITDA	-5,97	8,09	36,88	45,84	49,92	58,98	71,50	76,93	
<i>EBITDA-Marge</i>	neg.	28,2%	44,4%	44,7%	44,7%	44,8%	44,7%	44,7%	
EBITA	-6,13	7,92	36,71	45,67	49,75	58,81	71,33	76,76	
<i>EBITA-Marge</i>	neg.	27,6%	44,2%	44,5%	44,5%	44,7%	44,6%	44,6%	42,0%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-13,70	-14,93	-17,64	-21,40	-23,03	
<i>zu EBITA</i>	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-6,13	7,92	36,71	31,97	34,83	41,17	49,93	53,73	
Kapitalrendite	neg.	44,7%	114,7%	66,6%	55,5%	58,4%	59,8%	52,2%	44,4%
Working Capital (WC)	8,40	15,00	22,03	30,76	33,52	39,50	47,95	51,64	
<i>WC zu Umsatz</i>	neg.	52,2%	26,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in WC	-10,87	-6,60	-7,03	-8,73	-2,76	-5,98	-8,45	-3,70	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	9,34	17,00	26,00	32,00	37,00	44,00	55,00	67,00	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	
<i>AFA zu OAV</i>	1,7%	1,0%	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	
Investitionen in OAV	-5,79	-7,83	-9,17	-6,17	-5,17	-7,17	-11,17	-12,17	
Investiertes Kapital	17,74	32,00	48,03	62,76	70,52	83,50	102,95	118,64	
EBITDA	-5,97	8,09	36,88	45,84	49,92	58,98	71,50	76,93	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-13,70	-14,93	-17,64	-21,40	-23,03	
Investitionen gesamt	-16,66	-14,43	-16,20	-14,90	-7,93	-13,15	-19,62	-15,87	
<i>Investitionen in OAV</i>	-5,79	-7,83	-9,17	-6,17	-5,17	-7,17	-11,17	-12,17	
<i>Investitionen in WC</i>	-10,87	-6,60	-7,03	-8,73	-2,76	-5,98	-8,45	-3,70	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-22,63	-6,34	20,68	17,24	27,06	28,19	30,48	38,04	683,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	422,10	474,91
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	92,83	109,38
<i>Barwert des Continuing Value</i>	329,28	365,52
Nettoschulden (Net debt)	3,76	11,38
Wert des Eigenkapitals	418,34	463,53
Fremde Gewinnanteile	-61,68	-68,35
Wert des Aktienkapitals	356,66	395,18
Ausstehende Aktien in Mio.	26,34	26,34
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,54	15,00

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	2,04
Eigenkapitalkosten	12,4%
<i>Zielgewichtung</i>	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
<i>Zielgewichtung</i>	15,0%
Taxshield	28,7%
WACC	11,0%

Kapitalrendite	WACC				
	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%
42,4%	20,72	17,02	14,42	12,50	11,03
43,4%	21,18	17,38	14,71	12,74	11,23
44,4%	21,63	17,74	15,00	12,98	11,44
45,4%	22,09	18,10	15,29	13,22	11,64
46,4%	22,55	18,46	15,59	13,47	11,85

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,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



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