



Researchstudie (Anno)

MPH Health Care AG



Hohes Ergebnisniveau auch in 2017 erreicht, NAV je Aktie liegt bei 6,25 €, Die drei MPH-Beteiligungen befinden sich auf dynamischen Wachstumskurs

Kursziel: 8,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 12

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

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

KAUFEN

Kursziel: 8,00 EUR
(zuvor: 7,18 EUR)

aktueller Kurs: 4,98
14.06.2018 / XETRA-
Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A0L1H32
WKN/ST: A0L1H3
Börsenkürzel/ST: 93M
Aktienanzahl³/ST: 42,814
Marketcap³: 213,21
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat/ST: 36,0 %

Transparenzlevel:
Basic Board
Marktsegment:
Open Market
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Gesundheitswesen
Fokus: Pharma und medizinische Dienstleistungen

Mitarbeiter: über 250 (auf Ebene der Beteiligungen)

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske



Die MPH Health Care AG ist als ein in Berlin ansässiges Unternehmen auf die Bereiche Pharma und Patientenversorgung spezialisiert. Der strategische Fokus der Unternehmensgruppe liegt auf den Therapiegebieten „chronische Erkrankungen“ und „Ästhetik“. Es wird erwartet, dass diese Segmente an der zukünftigen Entwicklung des deutschen Gesundheitsmarktes partizipieren und entsprechendes Wachstum generieren. Über die börsennotierte Tochtergesellschaft HAEMATO AG wird dabei der Speciality Pharma-Bereich mit sehr wachstumsstarken Therapiegebieten abgedeckt. Das Kliniksegment mit dem Geschäftsschwerpunkt Schönheitschirurgie ist in der Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG gebündelt. Seit dem Geschäftsjahr 2015 ist die CR Capital Real Estate AG in den MPH-Konsolidierungskreis einbezogen. Die MPH-Gruppe wird das Know-How der CR-Gruppe für den Aufbau von Gesundheitsimmobilien nutzen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Umsatz	219,25	262,89	0,05	0,07
EBITDA	12,75	18,34	7,92	-0,65
EBIT	10,92	13,15	7,89	-0,68
Jahresüberschuss	4,95	82,59	80,07	31,86

Kennzahlen in EUR

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

Finanztermine

11.07.2018: Hauptversammlung
31.08.2018: Halbjahresbericht 2018
30.10.2018: Q3-Bericht 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.12.2017: RS / 7,18 / KAUFEN
08.06.2017: RS / 6,18 / KAUFEN
20.03.2017: RS / 5,00 / KAUFEN
07.12.2016: RS / 5,00 / KAUFEN
05.09.2016: RS / 5,00 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

EXECUTIVE SUMMARY

- Die MPH Health Care AG hat im vergangenen Geschäftsjahr 2017 erneut ein hohes Nachsteuerergebnis in Höhe von 31,86 Mio. € (VJ: 80,07 Mio. €) erreicht. Da die Gesellschaft selbst kein operatives Geschäft betreibt sondern vielmehr von der Kursentwicklung der mehrheitlich gehaltenen drei Börsenbeteiligungen profitiert, gibt das Nachsteuerergebnis nahezu ausschließlich die Kursentwicklung sowie die Dividendeneinnahmen dieser Beteiligungen wieder. Die Volatilität der Aktienkursentwicklung ist letztendlich für die hohen Schwankungsbreiten bei der Ergebnisentwicklung der MPH AG verantwortlich.
- Die drei Beteiligungen der MPH AG sind vornehmlich in der Gesundheitsbranche tätig. Die M1 Kliniken AG, an der eine 75,0%ige Beteiligung gehalten wird, deckt den wachstumsstarken Bereich der ästhetischen Medizin und plastischen Chirurgie ab. In den bundesweit 18 Fachzentren sowie in der Berliner Klinik wurden alleine in 2017 rund 150.000 Behandlungen durchgeführt. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies eine Steigerung der Behandlungsanzahl um über 50 %, was sich in einer deutlichen Umsatzausweitung in Höhe von 31,3 % auf 47,19 Mio. € (VJ: 35,96 Mio. €) bei einer proportionalen EBIT-Entwicklung wiederfindet. Aktuell befindet sich die M1 Kliniken AG in einer stark expansiven Phase, wodurch die künftige Umsatz- und Ergebnisbasis gesteigert werden sollte.
- Die 50,1 %ige Beteiligung HAEMATO AG ist ein Spezialpharmazeutika-Unternehmen mit Fokus auf den Therapiegebieten Onkologie, HIV, Rheumatologie sowie Neurologie. Dabei profitiert die HAEMATO AG von den steigenden Gesundheitsausgaben in Deutschland und den daraus resultierenden zunehmenden Einsparbemühungen der Kostenträger. In 2017 kletterten die Umsätze um 5,2 % auf 289,86 Mio. € (275,61 Mio. €), gefolgt von einem bereinigten EBIT-Anstieg auf 4,39 Mio. € (VJ: 3,78 Mio. €). Auch künftig sollte die HAEMATO AG in der Lage sein, vom über mehrere Jahre hinweg aufgebauten Netzwerk (Apotheken, Einkauf etc.) zu profitieren und damit stärker als der Markt zu wachsen. Das erwartete Umsatzwachstum sollte von einer tendenziellen Rentabilitätsverbesserung begleitet werden.
- Die 61,3%ige Beteiligung CR Capital Real Estate AG weist ein ebenfalls hohes Wachstumspotenzial auf. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate AG liegt in der Projektentwicklung mit dem Fokus auf den Wohnungsneubau in Berlin, Leipzig und dem Berliner Umland. Darüber hinaus soll zukünftig auch der Bereich Gesundheitsimmobilien verstärkt adressiert werden. Gemäß vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2017 hat die CR Capital Real Estate AG den Jahresüberschuss mehr als verdoppelt. Dies liegt in erster Linie am aktuell größten Neubauvorhaben der Gesellschaft in der Metropolregion Leipzig/Halle begründet, bei dem der 1. Bauabschnitt bereits vollständig veräußert und in 2018 fertiggestellt und übergeben werden soll. Hierauf basierend dürften starke Umsatz- und Ergebniszuwächse verzeichnet werden.
- Im Rahmen unseres Sum-of-Parts-Bewertungsansatzes haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 8,00 € (bisher: 7,18 €) ermittelt. Hierbei haben wir die innerhalb separater Researchstudien ermittelten fairen Unternehmenswerte der drei MPH-Beteiligungen herangezogen. Die Kurszielanhebung resultiert aus einem von uns errechneten Anstieg der Unternehmenswerte der M1-Beteiligung sowie der HAEMATO-Beteiligung. Ausgehend vom Aktienkurs in Höhe von 4,98 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

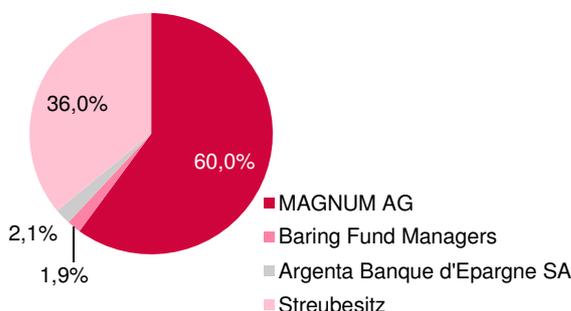
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsstrategie	4
Markt und Marktumfeld	5
Marktumfeld Parallelimporte und Generika	5
Marktumfeld Ästhetische Behandlungen	5
Marktumfeld Immobilienentwicklung Berlin, Leipzig, Dresden	6
Geschäftsentwicklung 2017	7
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2017	7
Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2017	9
Operative Entwicklung Q1 2018	9
Geschäftsentwicklung Investments	10
HAEMATO AG	10
M1 Kliniken AG	10
CR Capital Real Estate AG	10
Sum-of-Parts-Bewertung	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

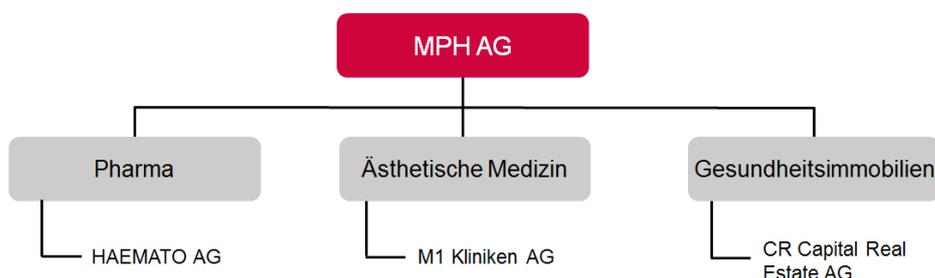
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MAGNUM AG	60,0 %
Baring Fund Managers	1,9 %
Argenta Banque d'Epargne SA	2,1 %
Streubesitz	36,0 %

Quelle: MPH AG; GBC AG



Geschäftsstrategie



Quelle: MPH AG; GBC AG

Mit seinen Tochtergesellschaften weist die MPH Health Care AG (kurz: MPH AG) eine umfangreiche Abdeckung relevanter Bereiche des Gesundheitsmarktes auf. Aufgrund der vergleichsweise hohen Umsatz- und Ergebnisbeiträge nimmt dabei das in der 50%igen Tochtergesellschaft gebündelte Pharma-Segment eine besondere Stellung innerhalb des MPH-Konzerns ein. In diesem Segment wird mit patentfreien und patentgeschützten Arzneimitteln ein hochregulierter Bereich der rezeptpflichtigen Arzneimittel abgedeckt. Die MPH-Tochtergesellschaft HAEMATO besitzt seit 2006 die Herstellererlaubnis nach § 13 AMG und unterliegt somit den Arzneimittelgesetzen der Europäischen Union. In den vergangenen Geschäftsjahren hat sich die HAEMATO besonders im Spezialpharmazeutika-Bereich mit Fokus auf den Therapiegebieten Onkologie, HIV, Rheumatologie sowie Neurologie eine gute Positionierung erarbeitet. HAEMATO investiert in den Aufbau von Eigenmarken in der Dermatologie. Hyaluronsäure für verschiedene Anwendungen und weitere Medizinprodukte sind künftig wichtige Bereiche für den pharmazeutischen Herstellbetrieb. Im Rahmen eines Direktvertriebes werden rund 4.800 Apotheken beliefert.



Durch die Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG wird der Bereich der ästhetischen Medizin und plastischen Chirurgie abgedeckt. Die M1 Kliniken AG ist eine Gruppe von Fachzentren für ästhetische Behandlungen mit der Konzentration auf medizinische Behandlungen und Schönheitsoperationen. Die M1 Kliniken AG betreibt durch die M1 Med Beauty Berlin GmbH eine Klinik in Berlin und bundesweit 19 Fachzentren. Eine Tochtergesellschaft ist die M1 Aesthetics GmbH, mit dem Fokus auf der Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer, medizinischer und medizintechnischer Produkte für die ästhetische Chirurgie und kosmetische Dermatologie.



Die CR Capital Real Estate AG ist eine weitere Beteiligung der MPH AG mit hohem Wachstumspotenzial. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der CR Capital Real Estate AG liegt in der Projektentwicklung mit dem Fokus auf den Wohnungsneubau in Berlin, Leipzig und dem Berliner Umland. Darüber hinaus soll zukünftig auch der Bereich Gesundheitsimmobilien verstärkt adressiert werden.



MARKT UND MARKTUMFELD

Marktumfeld Parallelimporte und Generika

Die Tochtergesellschaft HAMEATO AG ist als Spezialpharma-Unternehmen mit Fokus auf den Therapiegebieten Onkologie, HIV, Rheumatologie sowie Neurologie grundsätzlich Teil einer sehr wachstumsstarken Branche. Der wichtigste Treiber dieser Branche ist dabei unverändert ein demografisch bedingter höherer Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung, was in den vergangenen Geschäftsjahren neue Rekordwerte bei den Absatzmengen nach sich gezogen hat. Wird die Tendenz fortschreitender Preissteigerungen bei Arzneimitteln herangezogen, stellte sich im abgelaufenen Kalenderjahr ein im Vergleich zur Absatzentwicklung erneut überproportionales Umsatzwachstum des Gesamtmarktes ein. Die Umsätze lagen in 2017 mit 41,5 Mrd. € um 5,1 % oberhalb des Vorjahreswertes und damit erweist sich der Pharmamarkt, im Kontext der gesamten konjunkturellen Entwicklung, erneut als sehr wachstumsstark.

Folglich steigen die Gesundheitsausgaben in Deutschland kontinuierlich an. So kletterten beispielsweise die Arzneimittelausgaben der gesetzlichen Krankenkassen in 2016 auf 36,27 Mrd. €, was gegenüber dem Vorjahr einem Plus von 4,1 % gleichkommt. In den vergangenen Jahren war ein ähnlich hohes Wachstumstempo verzeichnet worden. Der GKV-Spitzenverband sieht hier die demografische Entwicklung sowie die zunehmenden Fortschritte als wichtige Faktoren für weitere steigende Preise.

Um die Arzneimittelausgaben zu reduzieren, schreibt der Gesetzgeber eine Mindestimportquote bei Arzneimitteln in Höhe von 5 % vor. Seit dem Jahr 2000 sind Apotheken daher verpflichtet, 5 % der verschreibungspflichtigen Medikamente als Import abzugeben. Die HAEMATO AG profitiert in erster Linie als Parallelimporteure von dieser Vorgabe und damit von den tendenziell steigenden Ausgaben im Gesundheitsbereich.

Marktumfeld Ästhetische Behandlungen

Die Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG ist mit dem Fokus auf Schönheitsbehandlungen sowie auf Produkte und Dienstleistungen aus dem Schönheitsbereich in einem 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.

Gemäß Statistiken von ISAPS (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) wurden in 2016 in Deutschland insgesamt 730.437 Schönheitsbehandlungen durchgeführt, was einem neuen Rekordwert entspricht. Gegenüber 2010, als gerade einmal über 355 Tausend Schönheitsbehandlungen durchgeführt wurden, entspricht dies einem 73,7 %igen Anstieg.

Im internationalen Vergleich belegt Deutschland, gemessen an der Behandlungsanzahl, den neunten Platz, nachdem in 2015 noch der sechste Platz erreicht wurde. Daraus resultiert, dass im internationalen Vergleich ein niedrigerer Anstieg erreicht wurde. Nach wie vor gilt Deutschland hinsichtlich der Anzahl ästhetischer Eingriffe als vergleichsweise „unterentwickelt“, mit entsprechend hohen Aufholpotenzialen.

Daran partizipieren könnten insbesondere Unternehmen wie die M1 Kliniken AG, welche zugleich mit der auf einer Kostenführerschaft ausgerichteten Strategie von der zunehmenden Preissensitivität der Kunden zusätzlich profitieren dürfte. Gemäß einer von der DGÄPC (Deutsche Gesellschaft für Ästhetisch-Plastische Chirurgie) durchgeführten

Befragung haben 56,6 % der Frauen und 53,3 % der Männer angegeben, dass die Kosten ein wichtiger Entscheidungsfaktor für eine ästhetische Behandlung sind. Dem steht aber eine vergleichsweise solide Entwicklung bei den Kosten der wichtigsten Schönheitsbehandlungen gegenüber, so dass die M1 Kliniken AG, neben dem bereits ausgebauten Kliniknetzwerk und der dadurch bedingten hohen Erreichbarkeit, von den noch bestehenden Kostenvorteilen profitieren dürfte. Gegenüber 2009 reduzierten sich die Kosten der wichtigsten Schönheitsbehandlungen lediglich um 1,3 %.

Marktumfeld Immobilienentwicklung Berlin, Leipzig, Dresden

Ausgehend vom aktuellen Projektbestand der dritten Tochtergesellschaft CR Capital Real Estate AG ergibt sich ein regionaler Fokus auf den Wachstumsmärkten Berlin, Leipzig und Dresden. Die allgemeinen Vorgaben auf die Immobilienmärkte und Deutschland sind, ungeachtet der regionalen Ausrichtung, als weiterhin sehr positiv einzustufen. Unverändert gelten dabei die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie die zum Teil noch unterhalb des Bedarfs liegende Bauaktivität als prägende Faktoren für den deutschen Immobilienmarkt. Als Konsequenz sind insbesondere in den städtischen Regionen steigende Preisniveaus zu beobachten.

Dies gilt auch für die von der CR AG adressierten Regionen. Einen zusätzlichen Antrieb auf der Nachfrageseite ergibt sich beispielsweise in Berlin durch die anhaltend dynamische Bevölkerungsentwicklung. Zwischen 2011 und 2016 liegt das Bevölkerungswachstum bei insgesamt 7,5 % und damit deutlich höher als im bundesdeutschen Durchschnitt. Während in Dresden der Bevölkerungsanstieg im gleichen Zeitraum bei 5,0 % lag, erweist sich Leipzig mit einem Einwohnerplus in Höhe von 12,3 % als eines der wachstumsstärksten Städte Deutschlands. In allen Regionen steht dem jedoch ein nur geringer Zuwachs beim Wohnungsbestand gegenüber, so dass eine nachfragegerechte Entwicklung stark verfehlt wurde. In Berlin kletterte der Wohnungsbestand zwischen 2011 und 2016 lediglich um 2,4 %, in Leipzig um 1,9 % und in Dresden um 1,6 %. Nachfrageerhöhend kommen zudem weitere Faktoren wie etwa der Trend zu kleineren Haushalten hinzu.

Als Konsequenz hieraus sowie unter Berücksichtigung der fehlenden Anlagealternativen sind die signifikant steigenden Preise zu nennen. Während in Berlin und Dresden zwischen 2011 und 2017 erhebliche Preissteigerungen in Höhe von 96,1 % (Berlin) bzw. 111,8 % (Leipzig) zu beobachten waren (Quelle: wohnungsbörse.net am Beispiel einer 100 qm Immobilie), legten die Preise in Dresden um 48,9 % zu. Insofern ist die Strategie der CR AG, wonach der primäre Fokus auf dem Bauträgergeschäft gemäß dem „Develop & Sell“-Ansatz liegt, vielversprechend. Zumal sich die von der Gesellschaft adressierten Immobilienmärkte, bei weiterhin positiven Vorgaben, auch in den kommenden Jahren unverändert dynamisch präsentieren dürften. Sowohl die regional bedingten günstigen sozioökonomischen Faktoren als auch die derzeit hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, vor dem Hintergrund fehlender Anlagealternativen, haben dabei tendenziell einen Nachfrageüberhang in den Metropolregionen Deutschlands (darunter Berlin, Leipzig, Dresden) zur Folge

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2017

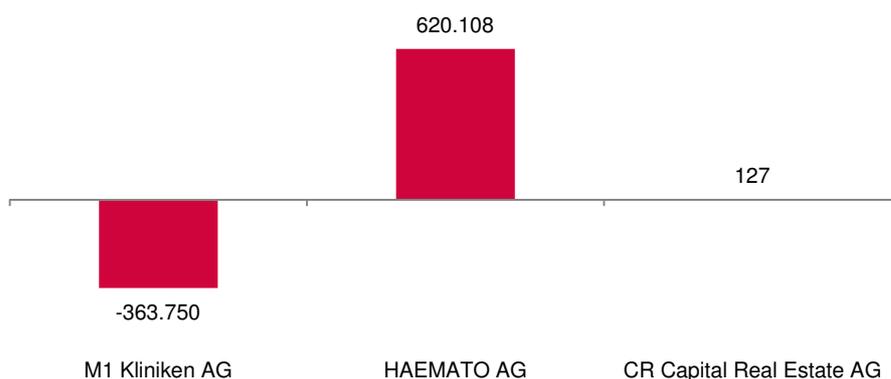
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2017

Investment	31.12.2016			31.12.2017		
	MPH-Aktienzahl	Kurs	Kurswert	MPH-Aktienzahl	Kurs	Kurswert
M1 Kliniken AG	12,73 Mio.	9,94 €	126,61 Mio. €	12,37 Mio.	13,18 €	163,05 Mio. €
HAEMATO AG	10,39 Mio.	6,44 €	66,88 Mio. €	11,01 Mio.	5,08 €	55,89 Mio. €
CR Capital Re. Es. AG*	11,51 Mio.	1,90 €	21,85 Mio. €	1,15 Mio.	20,32 €	23,38 Mio. €
Gesamt			215,34 Mio. €			242,31 Mio. €

Quelle: MPH AG; GBC AG; *Kapitalherabsetzung (10:1) erfolgte im Oktober 2017

Die MPH AG hat zum Geschäftsjahresende 2015 eine Umstellung auf die Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 vorgenommen. Dadurch wird seither keine Konsolidierung der aktuellen Beteiligungsgesellschaften mehr vorgenommen, sondern es findet ein Wertansatz entsprechend der Börsennotierung und der Beteiligungsquote im Finanzvermögen statt. Mögliche Ergebnisbestandteile wie Dividendenzahlungen oder die Bewertung der Finanzanlagen sind ausschließlich im Finanzergebnis enthalten.

Veränderung gehaltene Aktien



Quelle: MPH AG; GBC AG

Insgesamt kletterte der anteilige Börsenkurs der von der MPH AG gehaltenen Beteiligungen auf 242,31 Mio. € (VJ: 215,34 Mio. €). Den größten Beitrag leistete hierzu, wie auch schon in der Vergleichsperiode des Vorjahres, die **M1 Kliniken AG**. Bei der auf ästhetische Behandlungen spezialisierten Gesellschaft legte der Aktienkurs, infolge der umgesetzten Expansionsstrategie in 2017, deutlich um 32,6 % auf 13,18 € (31.12.16: 9,94 €). Unterjährig hatte die MPH AG ein Teil der Kursgewinne realisiert und folglich die Anzahl der gehaltenen Aktien im Saldo um rund 365 Tausend Stück auf 12,37 Mio. (31.12.16: 12,73 Mio.) reduziert. Für die MPH AG beläuft sich der Fair Value-Ertrag auf 39,25 Mio. €. Hinzu kommen noch vereinnahmte Dividenden, die unseren Berechnungen zufolge (genaue Aktienzahl zum Ausschüttungszeitpunkt nicht bekannt) bei etwa 3,75 Mio. € liegen dürften.

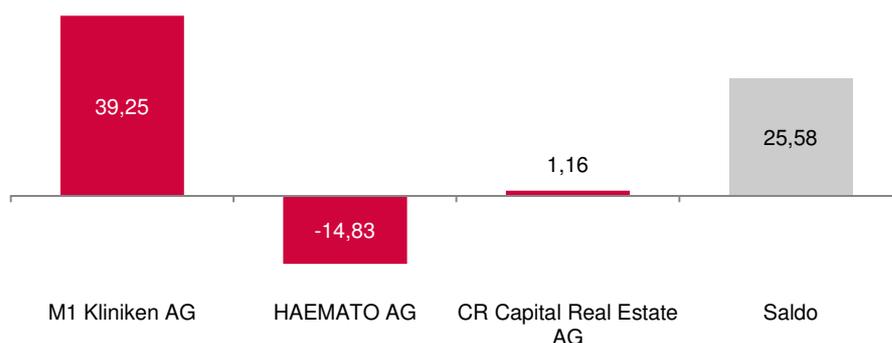
Eine ebenfalls positive Kursentwicklung weist der Aktienkurs der Immobilienprojektgesellschaft **CR Capital Real Estate AG**. In 2017 kletterte der Aktienkurs um 7,0 % auf 20,32 € je Aktie (rechnerischer Aktienkurs unter Berücksichtigung der im Oktober 2017 erfolgten Kapitalherabsetzung in Höhe von 10:1 zum 31.12.2016: 18,99 €). Bei einem nahezu unveränderten Anteilsbesitz der MPH AG beträgt der Fair Value-Ertrag insgesamt 1,16 Mio. €. In 2017 hat die CR Capital Real Estate AG zwar keine Dividendenaus-

schüttung vorgenommen, in 2018 soll erstmals seit 2010 wieder eine Dividende in Höhe von 1,00 € je Aktie ausgezahlt werden.

Ein Fair Value-Verlust in Höhe von -14,83 Mio. € ergab sich hingegen bei der **HAEMATO AG**. Bei dieser Tochtergesellschaft erfolgte einerseits eine rückläufige Kursentwicklung in Höhe von -21,1 % auf 5,08 € (31.12.16: 6,44 €), auf der anderen Seite wurden die gehaltenen Aktien um rund 620 Tausend Stück auf 11,01 Mio. Aktien aufgestockt. Die vereinnahmten Dividendenerträge belaufen sich gemäß unserer Kalkulation auf rund 3,30 Mio. € (0,30 € je Aktie).

In Summe beträgt das Fair Value-Ergebnis, als wichtigste Ergebniskomponente der MPH AG, 25,58 Mio. €. Dieses setzt sich aus Erträgen in Höhe von 40,41 Mio. €, denen Verluste in Höhe von 14,83 Mio. € gegenüberstehen, zusammen. In 2016 hatte die MPH AG einen Ertrag in Höhe von 72,22 Mio. € erzielt, welcher größtenteils aus der stark positiven Kursentwicklung der M1 Kliniken AG resultierte. Es wird also der vergleichsweise volatile Charakter der MPH-Erträge ersichtlich, welche hauptsächlich die Aktienkursentwicklung der drei gehaltenen Beteiligungen wiedergeben.

Ergebnis nach Fair Value der MPH-Investments (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Flankierend zum skizzierten Fair Value-Ergebnis in Höhe von 25,58 Mio. € belaufen sich die Erträge aus Beteiligungen (Dividendenerträge) auf 7,38 Mio. € (VJ: 7,48 Mio. €). Hier kommt der MPH AG die ausschüttungsfreundliche Dividendenpolitik der HAEMATO AG und der M1 Kliniken AG zu Gute, die jeweils große Teile des Jahresüberschusses an die Aktionäre ausgeschüttet haben. Im laufenden Geschäftsjahr sollten die Beteiligungserträge, bei einer unterstellten konstanten Entwicklung der Beteiligungsquote, aufgrund der erwarteten Dividendenausschüttung der CR Capital Real Estate AG, zunehmen.

Das Finanzergebnis, als Summe aus Beteiligungsergebnis und Fair Value-Erträge, liegt aufgrund niedrigerer Fair Value-Erträge mit 32,80 Mio. € (VJ: 73,26 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. Im Nachsteuerergebnis in Höhe von 31,86 Mio. € (Finanzergebnis abzüglich Overhead und Steuern) wird ebenfalls eine gegenüber dem Vorjahr rückläufige Entwicklung ersichtlich (GJ 2016: 80,07 Mio. €), die MPH AG weist jedoch ein allgemein hohes Ergebnisniveau auf. Selbst bei einer nur konstanten Aktienkursentwicklung der Beteiligungen vereinnahmt die MPH AG laufende Dividendenerträge, die ein positives Ergebnisniveau sicherstellen sollten.

Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	139,02	213,95	240,67
EK-Quote	92,0 %	92,9 %	93,5%
Finanzanlagen (inkl. liquide Mittel)	150,89	230,27	255,80
Zinstragende Verbindlichkeiten	10,26	14,09	14,09
Cashflow – laufende Geschäftstätigkeit	0,34	-4,77	1,01
Cashflow – Investition	-8,19	5,56	4,88
Cashflow – Finanzierung	2,17	-0,34	-5,64

Quelle: MPH AG; GBC AG

Das Bilanzbild der MPH AG wird, typisch für ein nach den Maßstäben von IFRS 10 (Investmentgesellschaft) bilanzierendes Unternehmen, vom hohen Finanzanlagevermögen dominiert. Analog zum dargestellten Anstieg der gehaltenen Investments kletterten die Finanzanlagen zum 31.12.2017 weiter auf 255,80 Mio. € (31.12.16: 230,27 Mio. €) und stellen mit 99,4 % an der Bilanzsumme weiterhin die ausschließliche Vermögensposition der MPH AG dar.

Ein ähnlich klares Bild ergibt sich auf der Passivseite der Bilanz, welche vom Eigenkapital in Höhe von 240,67 Mio. € (31.12.16: 213,95 Mio. €) und einer EK-Quote in Höhe von 93,5 % (31.12.16: 92,9 %) dominiert wird. In 2016 hat die MPH AG zwei langfristige Schuldscheindarlehen in Höhe von 14,0 Mio. € ausgegeben, die sich auch in der 2017er Bilanz wiederfinden.

Es ist erwähnenswert, dass die Gesellschaft einen positiven freien Cashflow in Höhe von 5,89 Mio. € (VJ: 0,80 €) aufweist. Dieser stammt überwiegend aus den Dividendenzahlungen der HAEMATO AG und der M1 Kliniken AG und basiert somit auf einem konstanten Kapitalzufluss. Die MPH AG erweist sich ihrerseits als ausschüttungsfreundlich, mit Dividendenabflüssen in Höhe von 5,14 Mio. € (0,12 € je Aktie), wodurch der Finanzierungscashflow mit -5,64 Mio. € (VJ: -0,34 Mio. €) im negativen Bereich lag. Der freie Cashflow hatte jedoch die erfolgten Liquiditätsabflüsse überkompensiert.

Operative Entwicklung Q1 2018

Die ersten drei Monate 2018 bilden eine Fortsetzung der erfolgreichen Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres. Insbesondere die zwei großen Beteiligungen M1 Kliniken AG (Kursanstieg: +12,3 %) und HAEMATO AG (Kursanstieg: +14,7 %) weisen innerhalb der ersten drei Monate 2018 eine positive Kursdynamik auf, wodurch die MPH AG in der Lage war, einen hohen vorläufigen Periodenüberschuss in Höhe von 26,75 Mio. € (VJ: -2,39 Mio. €) auszuweisen. Analog dazu kletterte der Net Asset Value (NAV) je Aktie, also der bilanzielle Eigenkapitalwert je Aktie, auf 6,25 € (31.03.2017: 4,94 €).

GESCHÄFTSENTWICKLUNG INVESTMENTS

HAEMATO AG

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	275,61	289,86	304,36	334,79	351,53
EBIT (EBIT-Marge)	13,44 (4,9%)	9,42 (3,2%)	9,91 (3,3%)	13,00 (3,9%)	14,33 (4,1%)
Periodenüberschuss	11,04	6,98	6,81	9,40	10,59

Quelle: HEAMATO AG; GBC AG

Die HAEMATO AG hat nach einem sehr starken zweiten Halbjahr 2017 auf Gesamtjahresbasis 2017 einen Umsatzanstieg in Höhe von 5,2 % auf 289,86 Mio. € erreicht. Das EBIT verringerte sich zwar gegenüber dem Vorjahr, im Vorjahresergebnis waren jedoch deutlich höhere Bewertungserträge aus Finanzanlagen enthalten, so dass die Gesellschaft de facto einen bereinigten EBIT-Anstieg auf 4,39 Mio. € (VJ: 3,78 Mio. €) und eine Verbesserung der EBIT-Marge erreicht hat. Auch künftig sollte die HAEMATO AG in der Lage sein, vom über mehrere Jahre hinweg aufgebauten Netzwerk (Apotheken, Einkauf etc.) zu profitieren und damit stärker als der Markt zu wachsen. Das erwartete Umsatzwachstum sollte von einer tendenziellen Rentabilitätsverbesserung begleitet werden.

M1 Kliniken AG

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	35,96	47,19	62,62	81,20	93,45
EBIT (EBIT-Marge)	4,36 (12,1%)	5,71 (12,1%)	7,61 (12,2%)	10,41 (12,8%)	12,11 (13,0 %)
Periodenüberschuss	5,01	5,78	6,15	8,09	9,28

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Die M1 Kliniken AG hat in 2017 die Standortanzahl erheblich von 13 auf 19 ausgebaut und damit die Grundlage für das erreichte und künftige Umsatzwachstum erweitert. Auf dieser Basis kletterten die Umsätze in 2017 um 31,3 % auf 47,19 Mio. € sowie das EBIT dazu direkt proportional um 31,0 % auf 5,72 Mio. €. In den kommenden Jahren soll der Standortausbau weiter fortgesetzt werden. Bis 2020 könnte die M1 Kliniken AG über rund 50 Standorte verfügen. Neue Geschäftssegmente wie etwa die Adressierung der ästhetischen Zahnmedizin oder die Ausweitung des Handelsgeschäftes (auch mit Eigenmarken) sind bereits angelaufen und sollten das insgesamt dynamisch erwartete Umsatzwachstum unterstützen.

CR Capital Real Estate AG

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	17,50	10,41	33,63	35,16
EBIT (EBIT-Marge)	2,38 (13,6%)	3,99 (38,4%)	5,91 (17,6%)	6,91 (19,7%)
Periodenüberschuss	2,17	5,77	4,14	4,83

Quelle: CR Capital Real Estate AG; GBC AG;

Gemäß vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2017 hat die CR Capital Real Estate AG den Jahresüberschuss mehr als verdoppelt. Dies liegt in erster Linie am aktuell größten Neubauvorhaben der Gesellschaft in der Metropolregion Leipzig/Halle, bei dem der 1. Bauabschnitt bereits vollständig veräußert und in 2018 fertiggestellt und übergeben werden soll. Hierauf basierend dürften starke Umsatz- und Ergebniszuwächse verzeichnet werden.

SUM-OF-PARTS-BEWERTUNG

Die Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung ist der zum Bilanzstichtag 31.12.2017 von der MPH AG kommunizierte Aktienbestand. Der Bewertungsansatz der drei wichtigsten Investments lässt sich dabei im Rahmen eines fairen Wertes (DCF-Bewertung) herleiten. Die jeweiligen fairen Werte haben wir im Rahmen separater Researchstudien bei der HAEMATO AG (siehe Researchstudie vom 18.05.2018), bei der CR Capital Real Estate AG (siehe Researchstudie vom 01.06.2017) sowie bei der M1 Kliniken AG (siehe Researchstudie vom 17.05.2018) ermittelt.

Investment	Beteiligungsquote	fairer Wertansatz	MPH-Anteil
HAEMATO AG	50,1%	175,87 Mio. € ¹	88,11 Mio. €
CR Capital Real Estate AG	61,3%	53,51 Mio. € ²	32,78 Mio. €
M1 Kliniken AG	75,0%	305,27 Mio. € ³	228,88 Mio. €
Nicht börsennotierte Beteiligungen			6,67 Mio. €
		Summe	356,53 Mio. €

Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG; ¹fairer Wert je Aktie zum 31.12.19 (siehe GBC-Researchstudie vom 18.05.18); ²fairer Wert je Aktie zum 31.12.18 (siehe GBC-Researchstudie vom 01.06.17); ³fairer Wert je Aktie zum 31.12.19 (siehe GBC-Researchstudie vom 17.05.2018)

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

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

in Mio. €	
MPH-Investments	356,53 Mio. €
Finanzanlagen	+6,76 Mio. €
Bankverbindlichkeiten	-14,00 Mio. €
Fairer Wert des MPH-Eigenkapitals	342,53 Mio. €
MPH-Aktienzahl	42,81 Mio.
Fairer Wert je Aktie	8,00 €

Quelle: MPH AG; GBC AG

Der faire Wert je Aktie beläuft sich gemäß Sum-of-Parts-Bewertungsansatz auf 8,00 € (bisher: 7,18 €). Die Kurszielanhebung ist dabei sowohl ein Resultat des höheren Wertansatzes der Beteiligung M1 Kliniken AG als auch der Beteiligung HAEMATO AG. Im Rahmen separater Reserchstudien haben wir, auf Basis der jeweils positiven Unternehmensentwicklungen bei beiden Beteiligungen eine Anpassung der fairen Unternehmenswerte vorgenommen.

Der MPH-Aktienkurs liegt derzeit bei 4,98 € und liegt damit deutlich unterhalb des ermittelten inneren Wertes je Aktie in Höhe von 8,00 €. Wir vergeben damit weiterhin das Rating KAUFEN.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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