Researchstudie (Anno)

M1 Kliniken AG

Gesellschaft hält hohes Wachstumstempo aufrecht, Verdoppelung der Standortanzahl bis Ende 2020 geplant, Starkes Auslandswachstum und neue Behandlungsfelder im Fokus

Kursziel: 21,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstelltung der Studie: 05.08.2019 (16:45 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 06.08.2019 (10:00 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

M1 Kliniken AG[*5a,11]

Rating: KAUFEN
Kursziel: 21,30 €
(bisher: 19,00 €)

aktueller Kurs: 11,40
05.08.19 / XETRA / 16:21 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0STSQ8
WKN: A0STSQ
Börsenkürzel: M12
Aktienanzahl[3]: 17,500
Marketcap[3]: 199,50
EnterpriseValue[3]: 162,57
[3] in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Open Market

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

GJ-Ende: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank
Kepler Cheuvreux

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

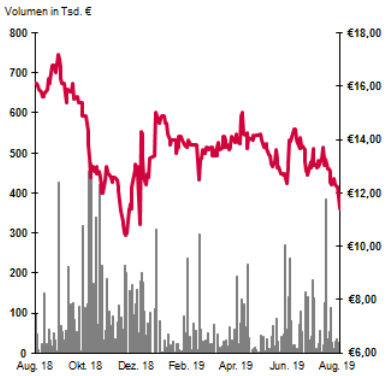
Branche: Klinik und Dienstleistungen

Fokus: Medizinische Schönheitsbehandlungen

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Walter von Horstig



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	65,21	81,75	100,45	117,63
EBITDA	7,17	8,38	10,36	14,66
EBIT	6,46	7,93	9,86	14,16
Jahresüberschuss	6,61	7,62	8,60	11,00

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,38	0,44	0,49	0,63
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,35	0,40

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,49	1,99	1,62	1,38
EV/EBITDA	22,67	19,40	15,69	11,09
EV/EBIT	25,17	20,50	16,49	11,48
KGV	30,18	26,18	23,20	18,14
KBV	3,13			

Finanztermine
23.08.2019: Hauptversammlung
27.08.2019: HJ-Bericht 2019

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
24.09.2018: RS / 19,00 / KAUFEN
17.05.2018: RS / 18,50 / KAUFEN
16.10.2017: RS / 16,15 / KAUFEN
11.05.2017: RS / 11,90 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 hat die M1 Kliniken AG das hohe Wachstumstempo aufrecht halten können und hat mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 38,2 % auf 65,21 Mio. € (VJ: 47,19 Mio. €) sogar unsere bisherigen Prognosen übertroffen. Die planmäßige Fortsetzung des Standortausbaus auf mittlerweile 24 Fachzentren (VJ: 19) und der dazugehörige Anstieg der medizinischen Behandlungen auf etwa 190.000 (VJ: ca. 150.000) bildet die Grundlage für den Ausbau der Wachstumsdynamik. Neben dem Standortausbau hatte der M1-Konzern in 2018 das Behandlungsangebot um den Bereich Laserbehandlungen und ästhetische Zahnmedizin erweitert.

- Zwar verzeichnete die Gesellschaft infolge des Umsatzwachstums einen EBIT-Anstieg auf 6,46 Mio. € (VJ: 5,72 Mio. €), erwartungsgemäß ist dieser jedoch unterproportional ausgefallen, wie es anhand der rückläufigen EBIT-Marge auf 9,9 % (VJ: 12,1 %) sichtbar wird. Dafür sind insbesondere die Investitionen in den Aufbau der neuen Fachzentren sowie die typische, von niedrigen Ergebnisniveaus geprägte, Anlaufphase verantwortlich. Zudem weist die Gesellschaft eine etwas stärkere Entwicklung im margenschwächeren Handelsgeschäft (Handel mit Arzneimittel und Belieferung der Behandlungszentren) auf.

- Für das laufende und kommende Geschäftsjahr stellt das M1-Management eine signifikante Steigerung des Kliniknetzwerkes in Aussicht. Bis Ende 2020 soll dabei die Anzahl der betriebenen Beauty-Kliniken auf 50 ansteigen, mit rund 20 Standorten im Ausland. Unserer Ansicht nach dürfte dieser geplante Ausbau finanziell gut zu stemmen sein. Wir rechnen dabei mit Investitionen in Höhe von ca. 100.000 € je Standort (Betriebsausstattung, Behandlungsinstrumente etc.), was bis Ende 2020 einem Investitionsvolumen von 2,6 Mio. € entsprechen würde.

- Parallel dazu plant die M1 Kliniken AG das Kliniknetzwerk für ästhetische Zahnbehandlungen auszuweiten. Bis 2020 unterstellen wir einen Anstieg auf 10 M1 Dental-Standorte. Dieser Bereich ist dabei besonders interessant, da hier eine hohe Nachfrage bei einer hohen Preissensitivität der Kunden vorherrscht. Wie im Beauty-Bereich, positioniert sich die M1 Kliniken AG auch hier als Kostenführer.

- Einen weiteren Wachstumstreiber sehen wir im Ausbau der eigenen Kosmetikproduktmarke M1 Select. Die derzeit über eigene Onlinekanäle sowie über das Kliniknetzwerk vertriebenen hochwertigen Kosmetikprodukte sollen sukzessive stärker für den Vertrieb im B2C-Bereich positioniert werden. Hier sollen beispielsweise durch die mittelfristig geplante Platzierung im stationären Handel neue Umsatzpotenziale erschlossen werden.

- Analog zur Unternehmensguidance rechnen wir auf dieser Basis mit einer Fortsetzung des zweistelligen Umsatzwachstums in den kommenden Geschäftsjahren. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen dabei die typischen Expansionsaufwendungen und daher rechnen wir für 2019 und 2020 mit einem unterproportionalen Ergebnisanstieg. Im „eingeschwungenen“ Zustand, also ab dem Geschäftsjahr 2021, sollten wieder steigende Margenniveaus aufgezeigt werden.

- In unserem aktualisierten DCF-Bewertungsmodell haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 21,30 € (bisher: 19,00 €) ermittelt. Der Roll-Over-Effekt aufgrund der Änderung des Kurszielhorizonts auf das Geschäftsjahresende 2020 (bisher: 2019) sowie die erstmalige Berücksichtigung der höheren 2021er Prognosen haben zum Kurszielanstieg geführt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

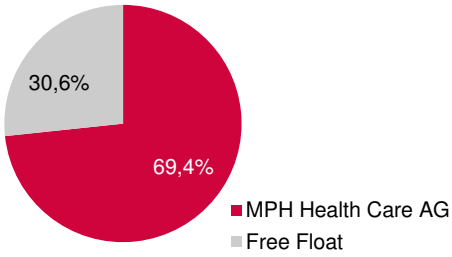
Executive Summary **2**
Unternehmen **4**
Aktionärsstruktur 4
Unternehmensstrategie 6
Markt und Marktumfeld **8**
Unternehmensentwicklung & Prognose **9**
Kennzahlen im Überblick 9
Geschäftsentwicklung 2018 10
Entwicklung der Umsatzerlöse 2018 10
Entwicklung des operativen Ergebnisses 2018 11
Bilanzielle und finanzielle Situation 12
Prognose und Bewertung **13**
Prognosegrundlage 13
Umsatzprognosen 2019 – 2021 14
Ergebnisprognosen 2019 - 2021 14
Bewertung 16
Modellannahmen 16
Bestimmung der Kapitalkosten 16
Bewertungsergebnis 16
DCF-Modell 17
Anhang **18**

UNTERNEHMEN

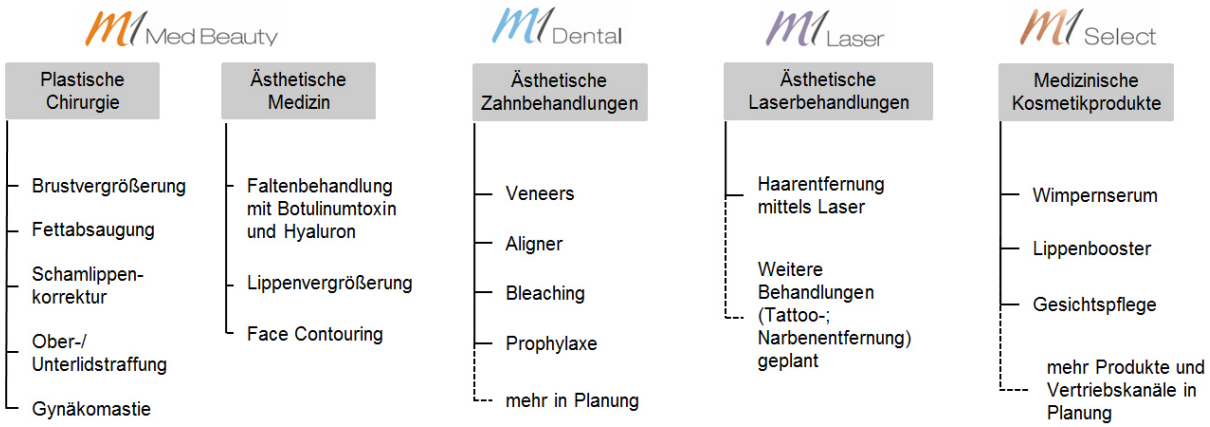
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	
MPH Health Care AG	69,4%
Free Float	30,6%

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG



Aktuelle Unternehmensstruktur



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Der M1-Konzern bietet an seinen insgesamt 25 Standorten (24 Fachzentren + 1 stationäre Klinik) medizinische Leistungen innerhalb des Schönheitswesens an. Der Bereich der plastischen Chirurgie wird dabei ausschließlich über die Marke „**M1 Med Beauty**“ an der Schlossklinik Berlin angeboten. Für die Privatklinik wurde im Juni 2015 die Konzession zum Klinikbetrieb erteilt. Innerhalb des vierstöckigen Gebäudes verfügt die Gesellschaft über sechs Operationssäle sowie über mehrere Räume für nicht-invasive Behandlungen und 35 stationäre Betten.

Nicht-operative Behandlungen, wie etwa Faltenbehandlungen, Lippenvergrößerungen und Face Contouring werden deutschlandweit in den 24 Fachzentren angeboten. Bezogen auf die Standortanzahl weist der M1-Konzern in den vergangenen Jahren eine hohe Wachstumsdynamik auf. In 2018 sind für den Bereich der ästhetischen Medizin insgesamt vier neue Standorte hinzugekommen, darunter mit Wien der erste im Ausland befindliche Standort, was zugleich den Startpunkt der ausländischen Expansion markierte.

Flankierend zum Bereich ästhetische Medizin wurde in 2018 das erste Behandlungszentrum für ästhetische Zahnbehandlungen in Berlin eröffnet. In den vergangenen Monaten sind mit München, Frankfurt und Hamburg weitere Behandlungsstandorte hinzugekommen. Hier bietet die M1 Kliniken AG unter der Marke „**M1 Dental**“ Zahnbehandlungen für den Selbstzahlerbereich an, wie etwa Bleaching, Prophylaxe, Aligner etc. Die Eröffnung weiterer Standorte bzw. die Ausweitung des Behandlungsangebotes (bspw. Implantate) soll das geplante Wachstum in diesem Bereich unterstützen. Schließlich werden mit „**M1 Laser**“ auch erstmals ästhetische Laserbehandlungen abgedeckt. Für dieses Angebot müssen keine extra Fachzentren eröffnet bzw. Mietereinbauten vorge-

nommen werden, so dass die bestehende Infrastruktur an Fachzentren genutzt werden kann.

Das Produktangebot wird von den medizinischen Kosmetikprodukten abgeschlossen, die unter der Marke „**M1 Select**“ vertrieben werden. Dieser Produktbereich wurde im Dezember 2017 eingeführt und wird derzeit vornehmlich über die M1-Fachzentren sowie über den Online-Shop vertrieben. Es ist zudem geplant, künftig den Einzelhandel als Vertriebskanal zu nutzen.

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

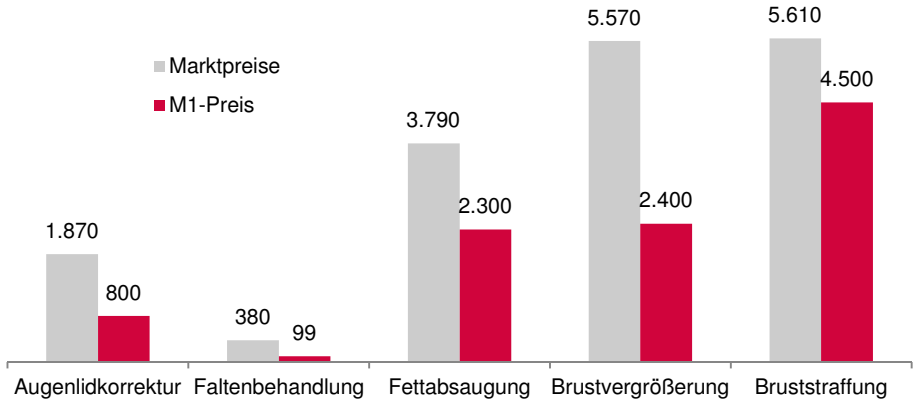
Unternehmensstrategie

Grundsätzlich zielt die Strategie des M1-Konzerns auf einen breiten regional diversifizierten Kundenzugang einerseits sowie auf der anderen Seite auf die Erlangung der Kostenführerschaft. Parallel hierzu soll zudem der internationale Roll-Out der Geschäftstätigkeit, der mit der Eröffnung des Wiener Standortes begonnen hat, weiter forciert werden.

Mit den aktuell 24 Standorten liegt bereits ein hoher und regional stark diversifizierter Kundenzugang vor. Mit 3 Standorten in Berlin, jeweils 2 in Hamburg und in München ist die Gesellschaft dabei in wichtigen Metropolregionen präsent. Mit den weiteren Standorten wie Düsseldorf, Köln, Stuttgart, Frankfurt, Hannover etc. ist zudem eine deutschlandweite Präsenz der M1-Fachzentren vorhanden. Bis zum Ende des kommenden Jahres 2020 sollen bis zu 30 Fachzentren in Deutschland sowie weitere 20 Standorte im Ausland eröffnet werden.

Die anvisierte Kostenführerschaft, als wichtiger strategischer Baustein für den M1-Konzern, ist weitestgehend erreicht. Bei allen Behandlungen liegen die von der Gesellschaft aufgerufenen Preise deutlich unterhalb der Marktniveaus:

Vergleich Marktpreise mit M1-Preisen (in €)



Quelle: mybody.de; M1 Kliniken AG; GBC AG; (Abruf am 16.07.2019)

Es tragen dabei unterschiedliche Faktoren zur Kostenführerschaft des M1-Konzerns bei. Die Gesellschaft bietet dabei nur diejenigen Behandlungen an, die von den Kunden am häufigsten nachgefragt werden. Damit wird ein hoher Standardisierungsgrad, verbunden mit entsprechenden Skaleneffekten, erreicht. Ein weiterer Vorteil der hohen Standardisierung ist die Möglichkeit, die Prozesskette soweit zu optimieren, dass es zu einer hohen Auslastung und zu einem effektiven und effizienten Einsatz der Ressourcen (z.B. Operationssäle) und Mitarbeiter kommt. Damit werden Kostenvorteile generiert, die kleinere Wettbewerber - mithin ca. 95 % des Wettbewerbsumfelds - nicht generieren können.

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

Auf der anderen Seite erlangt der Konzern mit der horizontalen Abdeckung der vorgelagerten Wertschöpfungsstufen bei Schönheitsbehandlungen ein besseres Verständnis zu

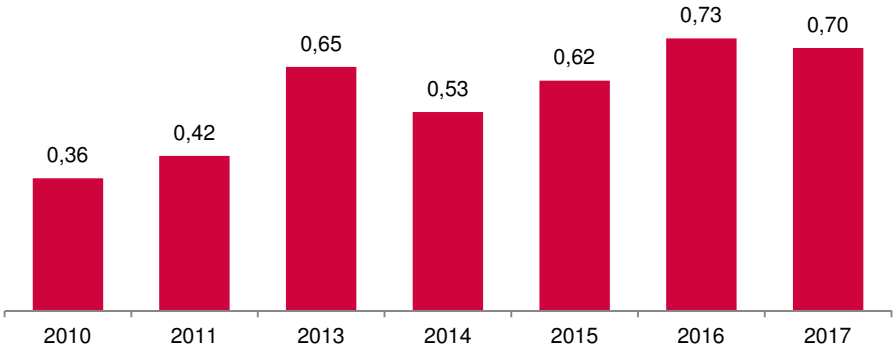
den Abläufen und kann hier entsprechend ebenfalls Synergieeffekte heben. So können beispielsweise die Erfahrungen aus der großen Anzahl durchgeführter Schönheitsbehandlungen für den Handelsbereich gewinnbringend genutzt werden. Es ist geplant, ein auf die bestehenden Kundenwünsche optimiertes Produktportfolio an Arzneimitteln und Medizinprodukten aufzubauen, um damit weitere Kostenvorteile zu erreichen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die 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.

Neuesten Statistiken von ISAPS (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) zur Folge wurden in Deutschland in 2017 insgesamt 704.800 Behandlungen durchgeführt, was gegenüber dem Vorjahr einem 3,5 %igen Rückgang entspricht. Während dieser Rückgang alleine auf die chirurgischen Eingriffen zurückzuführen ist, legten die nicht-operativen Behandlungen um 5,1 % deutlich gegenüber dem Vorjahr zu. Der mehrjährige Trend bei den Schönheitsbehandlungen ist dabei, trotz der rückläufigen Entwicklung in 2017, weiterhin als positiv einzustufen. Gegenüber 2010 hat sich die Anzahl der Schönheitsbehandlungen mit einem Anstieg um 98,3 % nahezu verdoppelt.

Anzahl Schönheitsbehandlungen in Deutschland (in Mio.)



Quelle: ISAPS; GBC AG

Die mit Abstand gefragtesten chirurgischen Schönheitsbehandlungen in Deutschland waren in 2017 die Brustvergrößerung (46.164), die Fettabsaugung (45.871) sowie die Lidkorrektur (46.086). Diese drei Operationen gehören zu den Standardverfahren der M1 Kliniken AG und werden mit entsprechenden Kostenvorteilen angeboten. Gleiches gilt für die nicht-operativen Behandlungen, wie die Unterspritzung mit Botulinumtoxin (220.211) und Hyaluronsäure (137.919), die ebenfalls am häufigsten nachgefragt werden und von der M1 Kliniken besonders günstig angeboten werden.

Mit der Ausweitung des Angebotes um beispielsweise Laserbehandlungen zur Haar- oder Tattoo-Entfernung adressiert der M1-Konzern zudem potenziell wachstumsstarke Märkte. So wurden beispielsweise in 2017, gemäß ISAPS-Statistiken, 21,6 % mehr dauerhafte Haarentfernungen durch Laser durchgeführt als im Jahr davor. Unterstützend zu dieser dynamischen Entwicklung sollte der Bereich Tattoo-Entfernung künftig eine wichtige Rolle bei der Laserbehandlung spielen. Zumal sich hier die Bundesregierung darauf geeinigt hat, dass künftig Tattoo-Entfernungen nur noch von Fachärzten für plastische Chirurgie oder Hautärzten erfolgen dürften. Bislang gab es in diesem Bereich noch keine Regelung. Diese Vorgabe spielt dem M1-Konzern in die Karten, da die Laserbehandlungen ohnehin in den Fachzentren angeboten werden. Das hohe künftige Marktpotenzial für die lasergestützte Tattoo-Entfernung leitet sich dabei aus der mittlerweile starken Verbreitung von Tattoos ab, die naturgemäß für die kommenden Jahren einen hohen Bedarf an Korrekturen darstellen. Gemäß Statista-Umfrage hat jeder vierte Deutsche ein Tattoo und weitere 21 % denken darüber nach, sich eins stechen zu lassen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	47,19	65,21	81,75	100,45	117,63
sonstige betriebliche Erträge	0,26	0,18	0,10	0,10	0,30
Gesamtleistung	**47,46**	**65,39**	**81,85**	**100,55**	**117,93**
Materialaufwand	-28,70	-42,26	-51,99	-63,89	-74,10
Rohertrag	**18,76**	**23,13**	**29,86**	**36,66**	**43,82**
Personalaufwand	-7,17	-9,44	-13,08	-16,00	-17,60
Abschreibungen	-0,46	-0,71	-0,45	-0,50	-0,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,41	-6,51	-8,40	-10,30	-11,56
EBIT	**5,71**	**6,46**	**7,93**	**9,86**	**14,16**
Zinserträge	1,66	1,64	1,60	1,60	1,60
Zinsaufwendungen	-0,01	-0,01	0,00	0,00	-0,05
EBT	**7,36**	**8,09**	**9,53**	**11,46**	**15,71**
Steuern	-1,58	-1,48	-1,91	-2,87	-4,71
sonstige Steuern	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
JÜ	**5,78**	**6,61**	**7,62**	**8,60**	**11,00**
EBITDA	6,18	7,17	8,38	10,36	14,66
in % der Umsatzerlöse	13,1%	11,0%	10,2%	10,3%	12,5%
EBIT	5,71	6,46	7,93	9,86	14,16
in % der Umsatzerlöse	12,1%	9,9%	9,7%	9,8%	12,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,35	0,38	0,44	0,49	0,63
Dividende je Aktie in €	0,30	0,30	0,30	0,40	0,50
Aktienzahl in Mio. Stück	16,50	17,50	17,50	17,50	17,50

Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	34,94	35,96	47,19	65,21
EBITDA	7,23	4,65	6,18	7,17
EBITDA-Marge	*20,7%*	*12,9%*	*13,1%*	*11,0%*
EBIT	7,02	4,36	5,71	6,46
EBIT-Marge	*20,1%*	*12,1%*	*12,1%*	*9,9%*
Nachsteuerergebnis	6,63	5,01	5,78	6,61
EPS in €	0,44	0,33	0,38	0,38

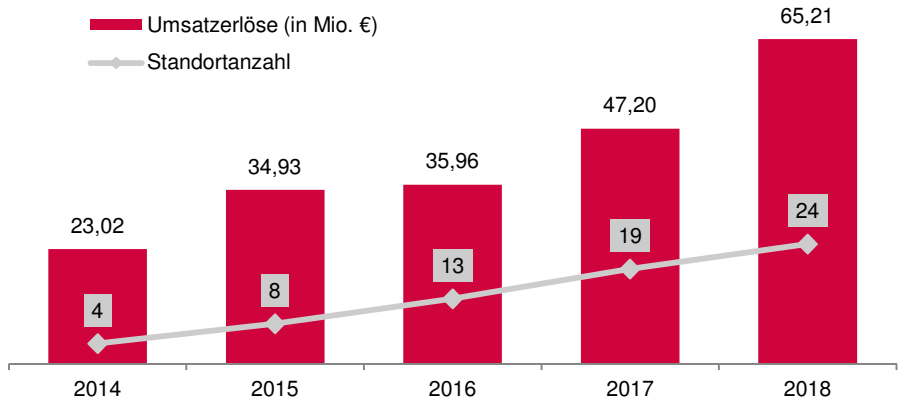
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Entwicklung der Umsatzerlöse 2018

Wie erwartet, hat die M1 Kliniken AG in 2018 das Wachstumstempo nochmals steigern und die Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 38,2 % auf 65,21 Mio. € (VJ: 47,19 Mio. €) ausbauen können. Auch unsere Umsatzprognose (GBC-Prognose: 62,62 Mio. €) wurde dabei sichtbar übertroffen.

Die Basis für diese Umsatzentwicklung ist die planmäßige Umsetzung des Standortausbaus, mit einem weiteren Anstieg der Fachzentren von 19 auf 24 (Stichtag: 31.12.18). Neu in 2018 hinzugekommen sind die Fachzentren in Hamburg, Konstanz, München, Dresden und in Wien. Darüber hinaus wurde eine Ausweitung des Behandlungsangebotes um ästhetische Zahnbehandlungen (M1 Dental) in Berlin, München und Frankfurt am Main sowie um den Laser-Bereich (M1 Laser) in Berlin umgesetzt. Auf dieser Basis kletterte die Anzahl der Behandlungen um nahezu 25 % auf etwa 190.000 (VJ: ca. 150.000), wobei hier die für Neueröffnungen typische Anlaufphase zu beachten ist. Zudem wurden die neuen Standorte überwiegend im zweiten Halbjahr eröffnet, so dass alleine aufgrund von Basiseffekten für das laufende Geschäftsjahr mit einem deutlichen Sprung bei den Behandlungen zu rechnen ist.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Standortanzahl



Quelle: M1 Klinken AG; GBC AG

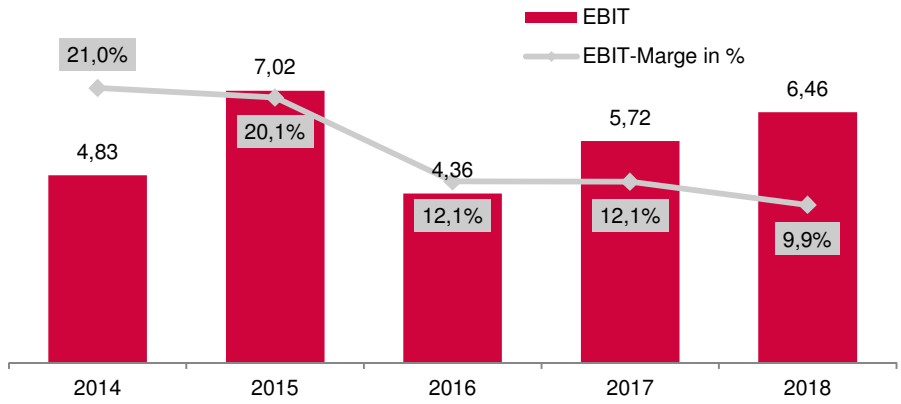
Die Umsatzerlöse des M1-Konzerns setzen sich einerseits aus Umsätzen des Beauty-Segments, in denen die OP-Aktivitäten in den Belegkliniken sowie die Behandlungsleistungen der ästhetischen Chirurgie enthalten sind, zusammen. Zudem weist die Gesellschaft Umsätze aus dem Handelssegment aus, in dem der Handel mit Arzneimitteln und Medizinprodukten zusammengefasst ist. In diesem Segment werden dabei primär die Einkaufsaktivitäten gebündelt, um attraktive Einkaufspreise für die Abnehmer (Behandlungszentren) zu erzielen.

Wie auch in den vergangenen Geschäftsjahren machte der vergleichsweise margenschwächere Handelsbereich mit 35,43 Mio. € (VJ: 25,83 Mio. €) den Großteil der Umsatzerlöse aus. Im Beauty-Segment erwirtschaftete die Gesellschaft 29,78 Mio. € (VJ: 21,37 Mio. €). Beide Geschäftssegmente leisteten dabei mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 37,2 % (Handel) bzw. 39,4 % (Beauty) gleichermaßen einen Beitrag zum konzernweiten Umsatzwachstum.

Entwicklung des operativen Ergebnisses 2018

Das dynamische Umsatzwachstum wurde zwar von einem Anstieg des EBIT auf 6,46 Mio. € (VJ: 5,72 Mio. €) begleitet, wie erwartet, fiel der EBIT-Anstieg aber nur unterproportional aus. Sichtbar wird dies anhand der rückläufigen EBIT-Marge auf 9,9 %, nachdem in den beiden Vorjahren jeweils Werte von 12,1 % erreicht wurden. An dieser Stelle machen sich insbesondere die Investitionen in den Aufbau der neuen Fachzentren und in der Internationalisierung des Geschäftsmodells bemerkbar, die naturgemäß mit höheren Aufwendungen einhergehen. Zugleich tragen neue Standorte, insbesondere in der Anlaufphase, noch einen geringen Ergebnisbeitrag bei.

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



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Darüber hinaus ist zu beachten, dass die deutlich schwächeren Handelsumsätze (Rohmarge: 4,9 %) absolut gesehen, von einem höheren Niveau kommend, mit einem Plus von 9,61 Mio. € stärker angestiegen sind als die deutlich margenstärkeren Beauty-Umsätze (Rohmarge: 71,8 %), die um 8,41 Mio. € zugelegt haben. Dies hatte einen überproportionalen Anstieg der Materialaufwendungen und damit eine rückläufige Entwicklung der Rohertragsmarge auf 35,5 % (VJ: 39,7 %) nach sich gezogen. Zusammen mit den dargestellten Anlaufaufwendungen erklärt sich die unter unseren Erwartungen (EBIT-Prognose GBC: 7,61 Mio. €) gebliebene Ergebnisentwicklung.

Erwähnenswert ist der Umstand, wonach die M1 Kliniken AG, die Umsetzung des aktuellen Expansionskurses nahezu vollständig aus Eigenmitteln finanziert und daher folglich keine nennenswerten Finanzaufwendungen vorliegen. Im Gegenteil, das Finanzergebnis war in den vergangenen drei Jahren aufgrund der vereinnahmten Dividenden aus der Beteiligung an der börsennotierten CR Capital Real Estate AG sowie aus der Garantiedividende der Beteiligung HC Grundbesitz GmbH stets positiv. In 2018 lag das Finanzergebnis bei 1,63 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) und leistete daher einen nennenswerten Beitrag zum Gesamtergebnis des M1-Konzerns. Auf Nachsteuerebene lag dieses bei 6,61 Mio. € (VJ: 5,78 Mio. €), was einem Anstieg in Höhe von 14,5 % entspricht.

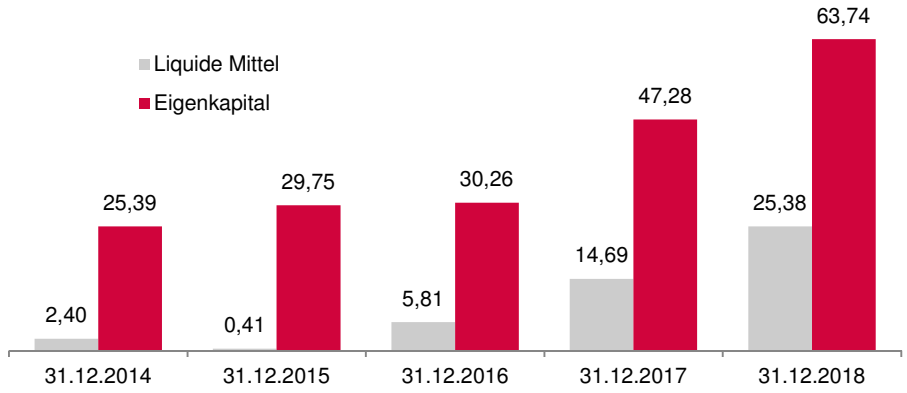
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	30,26	47,28	63,74
EK-Quote	*94,0%*	*93,5%*	*91,6%*
Working Capital	6,58	8,01	12,94
Goodwill	8,03	8,03	8,03
Anlagevermögen	1,28	4,26	5,84
Langfr. Finanzanlagen	5,88	8,76	11,06
Liquide Mittel	5,81	14,69	25,38
Cashflow (operativ)	7,94	2,09	2,86
Cashflow (Investition)	1,98	-4,65	-1,94
Cashflow (Finanzierung)	-4,52	11,44	9,78

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg wurde die Expansionsstrategie der M1 Kliniken AG vornehmlich über Eigenkapital finanziert. Nachdem in 2017 bereits eine Kapitalerhöhung (Nettoerlös: 15,74 Mio. €) erfolgreich durchgeführt worden ist, erfolgte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 eine weitere Kapitalerhöhung (Nettoerlös: 14,80 Mio. €). Unter Einbezug der jeweils positiven Nachsteuerergebnisse ergibt sich damit ein sukzessiver Anstieg des Eigenkapitals auf 63,74 Mio. € (31.12.17: 47,28 Mio. €). Analog dazu weist die Gesellschaft mit 91,6 % (31.12.17: 93,5 %) eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Die in den beiden vergangenen Geschäftsjahren durchgeführten Kapitalerhöhungen hatten zudem einen deutlichen Anstieg der liquiden Mittel auf 25,38 Mio. € (31.12.17: 14,69 Mio. €) zur Folge. Damit verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden finanziellen Spielraum, um die anvisierte Expansionsstrategie, wonach bis Ende des kommenden Geschäftsjahres 2020 weitere 26 Fachzentren eröffnet werden sollen, umzusetzen. Dabei sind die für die Eröffnung eines neuen Standortes notwendigen Investitionen vergleichsweise gering und beschränken sich zumeist auf die Ausstattung der Klinikräumlichkeiten und der Anschaffung von Behandlungsinstrumenten. Während nur in wenigen Fällen ein Erwerb der Klinikräumlichkeiten erfolgt, werden diese in der Regel angemietet. Folglich lag der Investitions-Cashflow im abgelaufenen Geschäftsjahr, trotz der neu hinzugekommenen fünf Standorte sowie des ausgebauten Behandlungsangebotes, mit -1,94 Mio. € (VJ: -4,65 Mio. €) auf niedrigem Niveau. Dem steht ein Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft in Höhe von 2,86 Mio. € (VJ: 2,09 Mio. €) gegenüber, womit die Investitionen ausreichend gedeckt waren.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	65,21	81,75	100,45	117,63
EBIT	6,46	7,93	9,86	14,16
EBIT-Marge	*9,9%*	*9,7%*	*9,8%*	*12,0%*
Nachsteuerergebnis	6,61	7,78	8,82	11,00
EPS in €	0,38	0,45	0,50	0,63

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage

Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen basieren primär auf der Aussage der Gesellschaft, wonach bis Ende 2020 die Anzahl der betriebenen Fachzentren im **Beauty-Segment** von derzeit 24 auf 50 ansteigen soll. Es ist dabei geplant, in Deutschland weitere sieben Standorte zu eröffnen und gleichzeitig mit der Eröffnung von rund 20 Standorten im Ausland die Internationalisierungsstrategie weiter zu forcieren. Nach der Eröffnung der ersten ausländischen M1-Klinik in Österreich, sollen in den kommenden Jahren das ambulante Kliniknetzwerk in der Schweiz, Holland und in UK ausgebaut werden. Dass die Gesellschaft in der Lage ist, einen dynamischen Standortausbau umzusetzen, wurde dabei in den vergangenen Geschäftsjahren bereits unter Beweis gestellt. Zwischen 2016 und 2018 kletterte die Anzahl der M1-Kliniken von 13 auf 24.

Dabei sind die mit der Neueröffnung einhergehenden Investitionen für die M1 Kliniken AG gut zu stemmen. Da eine Anmietung der Räumlichkeiten erfolgt, handelt es sich dabei typischerweise lediglich um Investitionen in die Betriebs- und Geschäftsausstattung der Kliniken (inkl. Behandlungsgeräte). Im Beauty-Bereich gehen wir von einem Investitionsvolumen von ca. 100.000 € je Standort aus, was bis Ende 2020 einem Gesamtinvestitionsvolumen von rund 2,6 Mio. € entspricht.

Zur Ausweitung der Belegkapazitäten könnten aber auch weitere stationäre Kliniken, neben den derzeit betriebenen Kliniken in Berlin (Schönefeld) und in Essen hinzukommen. Wie der Erwerb der Essener Klinik aus dem Geschäftsjahr 2017 verdeutlicht (Investitionsvolumen: ca. 3,3 Mio. €), würde dieser Schritt mit einem höheren Investitionsvolumen einhergehen. Auch wenn wir den Ausbau der von der M1 Klinken AG betriebenen Belegkapazitäten nicht in unseren Prognosen konkret unterstellen, so verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden Liquiditätsbestand, um den Erwerb von Klinikimmobilien kurzfristig zu stemmen.

Zusätzlich zur Ausweitung des Kliniknetzwerkes im Beauty-Bereich sollen neue Behandlungsangebote wie der Bereich der **Laser-Behandlungen (M1 Laser)** sowie der **ästhetischen Zahnmedizin (M1 Dental)** zunehmend adressiert werden. Während die Einbindung von M1 Laser im bestehenden Kliniknetzwerk umstandslos erfolgen kann, wird M1 Dental an jeweils eigenen Klinikstandorten betrieben. In Berlin, Frankfurt am Main und München hat die M1 Kliniken AG bereits erste M1 Dental-Standorte eröffnet. Bis Ende 2020 könnte die Gesellschaft das Behandlungsnetzwerk auf 10 Standorte erweitern. Dieser Bereich ist dabei besonders interessant, da hier eine deutlich höhere Nachfrage vorherrscht, bei einer ähnlich hohen Preissensitivität der Kunden. Krankenkassen kommen oftmals bei kosmetischen Zahnbehandlungen für die Kosten nicht auf, was in den vergangenen Jahren zu einem zunehmenden „Dentaltourismus“ geführt hatte. Durch das Angebot standardisierter Verfahren könnte sich die M1 Kliniken AG als Preisführer in diesem Bereich etablieren.

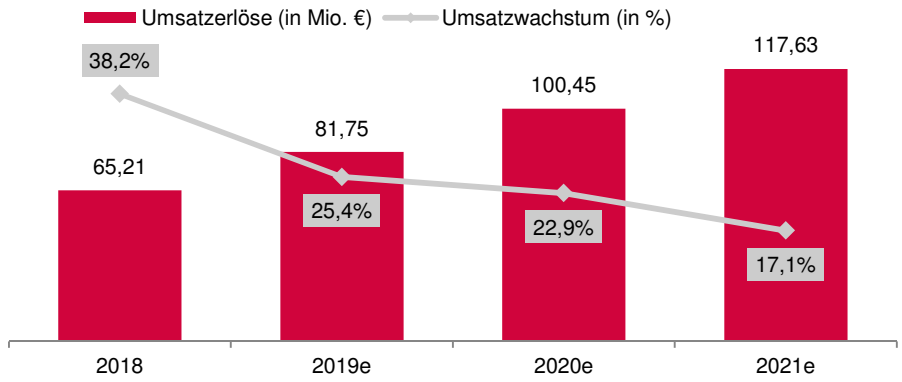
Künftig soll auch der Handel mit eigenen Produkten unter der Marke **M1 Select** an Bedeutung gewinnen. Die derzeit über eigene Onlinekanäle sowie über das Kliniknetzwerk

vertriebenen hochwertigen Kosmetikprodukte sollen sukzessive stärker für den Vertrieb im B2C-Bereich positioniert werden. Hier sollen beispielsweise durch die mittelfristig geplante Platzierung im stationären Handel neue Umsatzpotenziale erschlossen werden.

Umsatzprognosen 2019 – 2021

Auf Grundlage der geplanten Standortausweitung und der damit deutlichen Steigerung der Behandlungskapazitäten sowie mit der Annahme einer Steigerung der standortspezifischen Umsatzerlöse unterstellen wir für die kommenden Geschäftsjahre jeweils zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz. Auch wenn die erwarteten neuen Eröffnungen im laufenden Geschäftsjahr noch keine hohen Umsatzerlöse beitragen sollten, so sollte die Gesellschaft in 2019 beispielsweise von den im zweiten Halbjahr 2018 eröffneten Kliniken profitieren und entsprechendes Umsatzwachstum vorweisen. Folglich werden die bis 2020 unterstellten 50 Kliniken erst ab den Geschäftsjahren 2021/2022 eine volle Umsatzauswirkung haben. Hier ist zudem die typische Anlaufphase enthalten, die üblicherweise in den ersten sechs bis neun Monaten von niedrigen Umsätzen und Ergebnissen geprägt ist.

Umsatzprognosen 2019 – 2021 (in Mio. €)

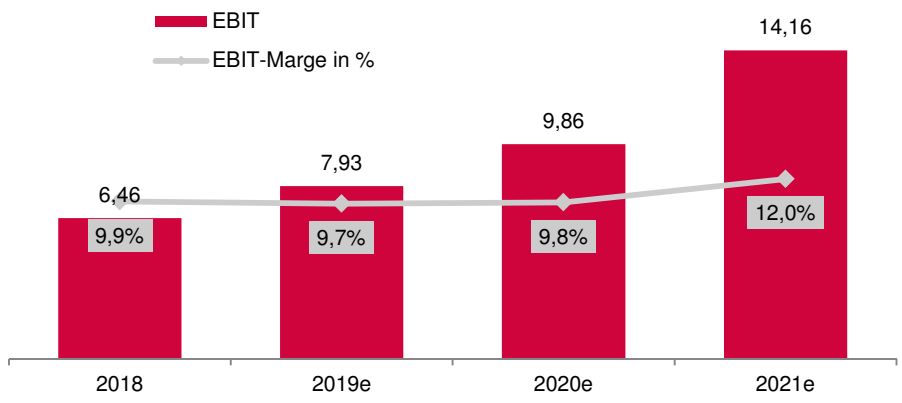


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2019 - 2021

Wie im vergangenen Geschäftsjahr dürfte die Expansionsstrategie Auswirkungen auf die Ergebnisentwicklung der Gesellschaft haben. Neben den geringen Ergebnisbeiträgen während der Anlaufphase neuer Standorte sollten während der aktuellen Wachstumsphase die Investitionen in Marketing, Personal etc. zudem die Ergebnismarge drücken.

EBIT-Prognose 2019 – 2021 (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Dementsprechend rechnet der M1-Vorstand in seiner Prognose, bei einer Fortsetzung des zweistelligen Umsatzwachstums, zwar mit einem Anstieg des operativen Ergebnisses, dieses sollte jedoch im Vergleich zum Umsatz nur unterproportional ausfallen. Zumindest für das laufende und kommende Geschäftsjahr rechnen wir daher mit einer im Vergleich zum Geschäftsjahr 2018 leicht rückläufigen EBIT-Marge. Im „eingeschwungenen" Zustand, also ab dem Geschäftsjahr 2021, sollten wieder steigende Margenniveaus aufgezeigt werden.

Bewertung

Modellannahmen

Die M1 Kliniken AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 – 2021 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase von 2022 bis 2026 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 9,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (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 1,46. Dieses Beta haben wir um einen marktorientierten Ansatz erweitert. Im Rahmen einer Regressionsanalyse des M1-Aktienkurses zum SDAX und CDAX haben wir ein nach *Blume* geglättetes marktorientiertes Beta in Höhe von 0,45 (bisher: 0,46) ermittelt. Als Grundlage für die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten haben wir das bisherige fundamentale Beta (Gewichtung 2/3) um den marktorientierten Ansatz (Gewichtung 1/3) ergänzt und als Resultat ein Beta in Höhe von 1,12 (bisher: 1,13) ermittelt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,16 % (bisher: 7,47 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,16 % (bisher: 7,47 %).

Bewertungsergebnis

Unter Berücksichtigung des Roll-Over-Effektes haben wir im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 21,30 € (bisher: 19,00 €) ermittelt.

DCF-Modell

M1 Kliniken AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	8,0%
EBITDA-Marge	15,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	9,0%
Working Capital zu Umsatz	15,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	3,0%
ewige EBITA - Marge	15,6%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	End-wert
Umsatz (US)	81,75	100,45	117,63	127,04	137,20	148,17	160,03	172,83	
US Veränderung	25,4%	22,9%	17,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	9,62	9,05	9,05	9,05	9,05	9,05	9,05	9,05	
EBITDA	8,38	10,36	14,66	19,06	20,58	22,23	24,00	25,92	
EBITDA-Marge	10,2%	10,3%	12,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	7,93	9,86	14,16	17,89	19,32	20,86	22,53	24,33	
EBITA-Marge	9,7%	9,8%	12,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	15,6%
Steuern auf EBITA	-1,59	-2,47	-4,25	-5,37	-5,79	-6,26	-6,76	-7,30	
zu EBITA	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,34	7,40	9,91	12,52	13,52	14,60	15,77	17,03	
Kapitalrendite	33,8%	34,4%	39,2%	42,6%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	43,1%
Working Capital (WC)	13,00	14,20	16,36	19,06	20,58	22,23	24,00	25,92	
WC zu Umsatz	15,9%	14,1%	13,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
Investitionen in WC	-0,06	-1,20	-2,16	-2,70	-1,52	-1,65	-1,78	-1,92	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	8,50	11,10	13,00	14,04	15,16	16,37	17,68	19,10	
AFA auf OAV	-0,45	-0,50	-0,50	-1,17	-1,26	-1,36	-1,47	-1,59	
AFA zu OAV	5,3%	4,5%	3,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
Investitionen in OAV	-3,11	-3,10	-2,40	-2,21	-2,39	-2,58	-2,78	-3,01	
Investiertes Kapital	21,50	25,30	29,36	33,09	35,74	38,60	41,69	45,02	
EBITDA	8,38	10,36	14,66	19,06	20,58	22,23	24,00	25,92	
Steuern auf EBITA	-1,59	-2,47	-4,25	-5,37	-5,79	-6,26	-6,76	-7,30	
Investitionen gesamt	-3,17	-4,30	-4,56	-4,90	-3,91	-4,22	-4,56	-4,93	
Investitionen in OAV	-3,11	-3,10	-2,40	-2,21	-2,39	-2,58	-2,78	-3,01	
Investitionen in WC	-0,06	-1,20	-2,16	-2,70	-1,52	-1,65	-1,78	-1,92	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,62	3,60	5,85	8,78	10,87	11,74	12,68	13,70	434,52

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	316,75	335,83
Barwert expliziter FCFs	48,97	48,88
Barwert des Continuing Value	267,78	286,96
Nettoschulden (Net debt)	-36,91	-36,85
Wert des Eigenkapitals	353,66	372,69
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	353,66	372,69
Ausstehende Aktien in Mio.	17,50	17,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,21	**21,30**

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,12
Eigenkapitalkosten	7,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	**7,2%**

Kapitalrendite \ WACC	6,2%	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%
41,1%	26,60	23,11	20,48	18,42	16,78
42,1%	27,17	23,59	20,89	18,78	17,09
43,1%	27,73	24,07	**21,30**	19,13	17,40
44,1%	28,30	24,54	21,70	19,49	17,71
45,1%	28,87	25,02	22,11	19,84	18,02

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

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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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

§ 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,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
(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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
(5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
(7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienerstellung 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.)
(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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