



## **Researchstudie (Anno)**

### **MPH Health Care AG**



- Kursrückgang der Beteiligung M1 Kliniken AG hat negative  
Ergebnisentwicklung zur Folge -**
- Sum-of-Parts-Bewertung zeigt hohes Kurspotenzial -**

**Kursziel: 70,72 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 15

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 Fertigstellung der Studie: 02.06.2022 (08:18 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 02.06.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

## MPH Health Care AG \*5a,6a,11

### KAUFEN

Kursziel: 70,72 EUR  
(zuvor: 81,85 EUR)

aktueller Kurs: 20,20  
01.06.2022 / XETRA / 10:56  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A289V03  
WKN/ST: A289V0  
Börsenkürzel: 93M1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 4,281  
Marketcap<sup>3</sup>: 86,48  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 36,0 %

Transparenzlevel:  
Basic Board  
Marktsegment:  
Open Market  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Beteiligungen  
Fokus: Gesundheitswesen; Immobilien

Mitarbeiter: über 400 (auf Ebene der Beteiligungen)  
Gründung: 2008  
Firmensitz: Berlin  
Vorstand: Patrick Brenske

Die MPH Health Care AG ist eine an der Frankfurter Wertpapierbörse (Basic Board) gelistete Investment- und Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Berlin. Ihre Geschäftstätigkeit besteht in der Beteiligung an Unternehmen mit dem Ziel des langfristigen Vermögenszuwachses. Der strategische Fokus der Aktivitäten liegt auf dem Kauf und Aufbau von Unternehmen und Unternehmensanteilen insbesondere aus Wachstumssegmenten des Gesundheitsmarktes und der Pharmaindustrie. Dies schließt sowohl versicherungsfinanzierte („erster“ Gesundheitsmarkt) als auch privatfinanzierte (sog. „zweiter“ Gesundheitsmarkt) Segmente ein. Aber auch außerhalb dieser Märkte nutzt die MPH AG Potenziale aus wachstumsstarken Branchen, wie z.B. der Immobilienwirtschaft. Ziel ist es, durch aktive Weiterentwicklung ein profitables Wachstum der Beteiligungsunternehmen zu generieren und so den Unternehmenswert der MPH zu fördern



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Betriebsertrag/Umsatzerlöse	39,54	41,22	3,43	13,55
Periodenertrag	37,02	11,08	-70,38	-8,96

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,86	0,26	-16,43	-2,09
Dividende je Aktie	0,20	0,00	0,00	0,00

### Bilanzkennzahlen in Mio. EUR

Eigenkapital (NAV)	269,13	271,14	201,26	192,31
NAV/Aktie (in EUR)	62,87	63,34	47,01	44,92
Liquide Mittel	1,02	1,80	0,37	1,84
Finanzanlagen	285,10	290,85	206,35	193,51

### Finanztermine

14.07.2022: Hauptversammlung  
01.09.2022: Halbjahresbericht 2022  
24.11.2022: Q3-Zahlen 2022

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
16.11.2020: RS / 81,85 / KAUFEN  
06.09.2019: RS / 8,92 / KAUFEN  
16.08.2019: RS / 8,96 / KAUFEN  
05.12.2018: RS / 8,35 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 16

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die operative Entwicklung der MPH Health Care AG (kurz: MPH AG) war sowohl im Geschäftsjahr 2020 als auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 von den Marktveränderungen der beiden gehaltenen börsennotierten Beteiligungen M1 Kliniken AG und CR Capital AG geprägt. Dabei war der Aktienkurs der M1 Kliniken AG, die seit Mitte 2020 auch die Mehrheit an der ehemaligen MPH-Beteiligung HAEMATO AG hält, von einer rückläufigen Entwicklung geprägt. Trotz einer positiven Wertentwicklung der Beteiligung CR Capital AG, war der Kursrückgang der M1 Kliniken AG hauptverantwortlich für das erneut negative Nachsteuerergebnis der MPH AG in Höhe von -8,96 Mio. € (VJ: -70,38 Mio. €). Auch im ersten Quartal 2022 kam es weiteren leichten Kursverlusten der beiden Beteiligungen und damit lag das Nachsteuerergebnis mit -3,9 Mio. € (Q1 21: 22,2 Mio. €) im negativen Bereich.
- Nach der Übernahme der HAEMATO-Anteile hat die M1 Kliniken AG in 2021 einen starken Umsatzanstieg auf 314,61 Mio. € (VJ: 159,59 Mio. €) erreicht, welcher insbesondere durch einen deutlichen Ausbau der Umsätze des Handels-Segments auf rund 261,8 Mio. € (2020: 122,2 Mio. €) geprägt war. Im Handels-Segment ist ein Großteil der HAEMATO-Umsätze enthalten. Aber auch im Beauty-Segment verzeichnete die M1 Kliniken AG einen starken Umsatzanstieg auf rund 52,8 Mio. € (2020: 37,4 Mio. €) und läutete damit die Trendwende ein. Seit Beginn der Corona-Pandemie hat die M1-Aktie aber deutliche Kursverluste hinnehmen müssen. In 2020 hat die M1-Aktie -35,4 % und im abgelaufenen Geschäftsjahr insgesamt -18,8 % an Wert verloren. Diese Entwicklung ist hauptverantwortlich für den Ergebnisrückgang der MPH Health Care AG.
- Demgegenüber kletterte jedoch der Marktwert der CR Capital AG, als zweite MPH-Beteiligung. Die Kurssteigerung auf 33,40 € (31.12.2020: 30,50 €) hat, bei einem gleichzeitigen leichten Ausbau des Aktienbestandes, zu einem Anstieg des CR-Wertansatzes um 12,19 Mio. € auf 77,75 Mio. € (31.12.2020: 65,56 Mio. €) geführt. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 hat die CR Capital AG Beteiligungserträge in Höhe von 68,91 Mio. € (VJ: 64,38 Mio. €) ausgewiesen. Größtenteils stammen diese aus der Beteiligung CR Opportunities. Abzüglich Holdingkosten kletterte das EBITDA auf 66,49 Mio. € (VJ: 61,39 Mio. €) und das Nachsteuerergebnis lag bei 65,39 Mio. € (VJ: 51,27 Mio. €).
- Wir haben eine Sum-of-Parts-Bewertung für die Ermittlung des fairen Wertes der MPH AG herangezogen. Die Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung ist der zum Bilanzstichtag 31.12.2021 von der MPH AG kommunizierte Aktienbestand an den gehaltenen börsennotierten Beteiligungen. Derzeit handelt es sich dabei um insgesamt 12,24 Mio. gehaltene Aktien an der M1 Kliniken AG sowie um 2,33 Mio. Aktien der CR Capital AG. Bei der CR Capital haben wir im Rahmen der zuletzt veröffentlichten Researchstudie (siehe Studie vom 02.05.2022) einen fairen Wert von 58,82 € je Aktie ermittelt, was wir als Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung heranziehen. Für die M1 Kliniken AG haben wir keinen aktuellen fairen Wert ermittelt, weswegen wir für die MPH-Bewertung Konsensschätzungen heranziehen. Im Durchschnitt sehen vier Research Häuser der M1 Kliniken AG ein Kursziel in Höhe von 13,40 € je Aktie.
- Der faire Wert je MPH-Aktie beläuft sich gemäß Sum-of-Parts-Bewertungsansatz auf 70,72 € (bisher: 81,85 €). Der Rückgang des Kursziels ist insbesondere auf den niedrigeren Wertansatz der Beteiligung an der M1 Kliniken AG zurückzuführen. Ausgehend vom aktuellen MPH-Aktienkurs in Höhe von 20,20 € liegt weiterhin ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

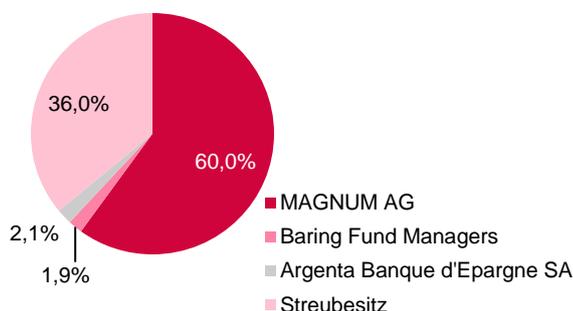
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Geschäftsbereiche der MPH AG .....	4
M1 Kliniken AG.....	4
HAEMATO AG .....	5
CR Capital AG.....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
Marktumfeld M1 Kliniken AG.....	7
Schönheitsbehandlungen .....	7
Marktumfeld Specialty Pharma (HAEMATO AG) .....	7
Marktumfeld Lifestyle & Ästhetic (HAEMATO AG) .....	8
Marktumfeld CR Capital AG.....	8
<b>Geschäftsentwicklung 2021.....</b>	<b>10</b>
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021 .....	11
<b>Geschäftsentwicklung Investments.....</b>	<b>12</b>
M1 Kliniken AG – Gruppe .....	12
M1 Kliniken AG.....	12
CR Capital Real Estate AG .....	13
<b>Sum-of-Parts-Bewertung .....</b>	<b>14</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>15</b>

## UNTERNEHMEN

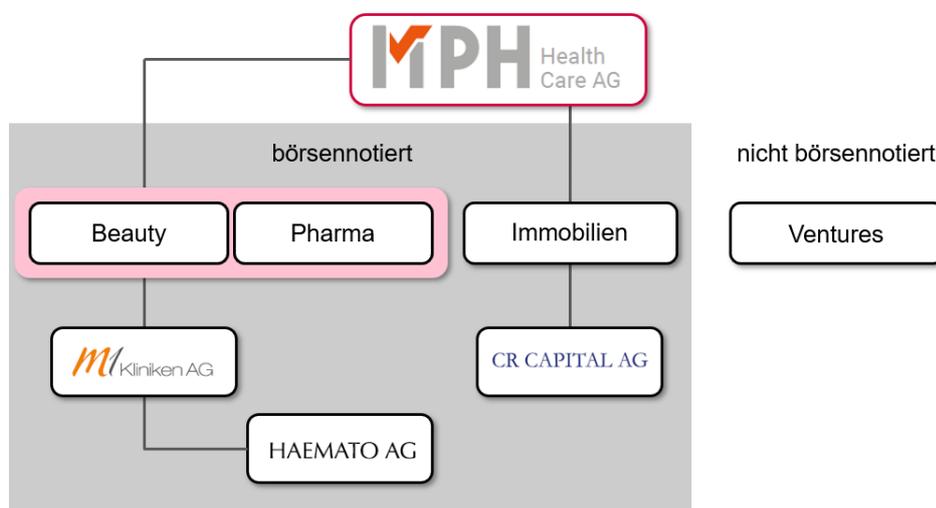
### Aktionärsstruktur

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



### Geschäftsbereiche der MPH AG



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die MPH Health Care AG (kurz MPH AG) ist derzeit an zwei börsennotierten Gesellschaften direkt beteiligt und ist über die M1 Kliniken AG indirekt an der börsennotierten HAEMATO AG beteiligt. Im nicht-börsennotierten Bereich hält die Gesellschaft Anteile an der MPH Ventures GmbH und der Pharmigon GmbH.

### M1 Kliniken AG

Gemessen an der Marktkapitalisierung und am Wert der Beteiligung ist die börsennotierte **M1 Kliniken AG** die wichtigste Beteiligung der MPH AG. Dabei handelt es sich um den Marktführer für plastische und ästhetische Behandlungen in Deutschland. An den insgesamt über 46 Fachzentren weltweit bietet die Gesellschaft minimal-invasive und chirurgische Eingriffe an. Grundsätzlich zielt die Strategie des M1-Konzerns auf einen breiten, regional diversifizierten Kundenzugang einerseits, sowie auf die Erlangung der Kostenführerschaft andererseits. Im immer noch vom Corona geprägten Geschäftsjahr 2021 hat die Gesellschaft insgesamt nahezu 340.000 Behandlungen durchgeführt.



Die M1 Kliniken AG hat mit Wirkung zum 01.07.2020 die 48 % der Anteile an der HAEMATO AG, die zuvor von der MPH AG gehalten wurden, im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung erworben. Per 01.01.2021 hat die M1 Kliniken AG ihre Beteiligung M1 Aesthetics GmbH ebenfalls im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung in die HAEMATO AG eingebracht und hält insgesamt, nach Abschluss dieser Transaktion, 75,8 % an der HAEMATO AG.

## **HAEMATO AG**

MPH AG ist, über die M1 Kliniken-Beteiligung, indirekt auch an der HAEMATO AG beteiligt. Die HAEMATO AG unterteilt ihre Geschäftstätigkeit in die beiden Bereiche Specialty Pharma und Lifestyle & Aesthetics.

Im **Specialty Pharma**-Bereich agiert die Gesellschaft insbesondere als Großhändler von patentgeschützten Arzneimitteln. Mit dem über 700 Produkte umfassenden Portfolio adressiert die HAEMATO AG fünf große Therapiebereiche: HIV/Aids, Neurologie, Onkologie, Rheumatologie und Ophthalmologie. Hier tritt die Gesellschaft sowohl als pharmazeutischer Hersteller (Generika) als auch als Großhändler auf (Parallelimporte) und ist in der Lage, Apotheken, Großhändler und Kliniken zu beliefern und zu beraten. Ebenfalls im Specialty Pharma-Segment wird der Handel mit biopharmazeutischen Arzneimitteln (patentgeschützt und patentfrei) abgedeckt. Seit 2021 hat die HAEMATO AG zudem das behördliche Audit für den Handel mit margenstarken Betäubungsmitteln erfolgreich bestanden.

Im Geschäftssegment **Lifestyle & Aesthetics** tritt die HAEMATO AG sowohl als Händler von Produkten anderer Anbieter als auch als Entwickler, Hersteller und Vertreiber von Eigenmarken auf. Zu den Eigenmarken gehören in erster Linie kosmetische Produkte der Hauptmarke M1 Select, einer eigenproduzierter, medizinischen Pflegelinie. Über den Online-Vertriebsweg sowie über lokale Distributoren werden Produkte verkauft, die in Deutschland mit einem medizinischen Know-How hergestellt werden. In erster Linie handelt es sich dabei um Hautpflegeprodukte, Produkte der medizinische Kosmetik, Spezialpflege-Produkte sowie Nahrungsergänzungsmittel.

Ebenfalls unter dem Eigenmarken-Bereich des Lifestyle & Aesthetics-Segments werden die diagnostischen Tests zusammengefasst. Besonders im Mittelpunkt stehen hier die Antigen-Schnelltests sowie PCR-Schnelltests zur Ermittlung von Covid-19. Das Testportfolio soll in Zukunft um diagnostische Tests zur Ermittlung von beispielsweise Nachweistests für den Vitaminmangel erweitert werden.

Lifestyle & Aesthetics soll in den kommenden Geschäftsjahren vom geplanten Vertrieb eines eigenen Botox-Produktes geprägt sein. Hierfür hat die HAEMATO AG mit dem südkoreanischen Pharmaunternehmen Huons BioPharma Co., Ltd. einen exklusiven Lizenz- und Liefervertrag geschlossen. Für die Zulassung in Deutschland muss ein europäisches Zulassungsverfahren durchlaufen werden, wofür die HAEMATO AG einen Zeitraum von drei bis vier Jahren veranschlagt. Im Anschluss daran soll ein europaweiter Roll-Out unter eigenem Markenauftritt erfolgen.

## **CR Capital AG**

Seit dem Geschäftsjahr 2019 agiert die CR Capital AG als Investmentgesellschaft mit Fokus auf wachstumsstarke und innovative Technologieunternehmen. Per 31.12.2021 stehen insbesondere vier Beteiligungen im Fokus.

Die **Terrabau GmbH** konzentriert sich auf die Errichtung „bezahlbaren Wohnraums“. Gemeint sind damit schwerpunktmäßig Immobilien unterhalb von 350.000 €, für die aufgrund des aktuellen Marktumfelds eine besonders hohe Nachfrage vorliegt. Die Gesellschaft hat den Bereich des geförderten Wohnungsbaus im Fokus, welcher für Käufer den Vorteil eines im Vergleich zur Miete geringeren Kapitaldienstes hat. Zusammen mit dem Aspekt der Bezahlbarkeit adressiert die Terrabau GmbH auch den Nachhaltigkeitsbereich. Dieser wird beispielsweise durch den Einsatz moderner Smart Home-Technologien, einer effizienten Energie- und Stromnutzung oder der Installation von Elektro-Ladestationen erreicht. Die Nachhaltigkeit soll mit den beiden zum Ende 2021

HAEMATO AG

CR CAPITAL AG

gegründeten Beteiligungen der CR Capital AG, der Solartec GmbH und der Greentec GmbH noch stärker adressiert werden.

Innerhalb der Ende 2021 gegründeten **Solartec GmbH** sollen Anlagen zur klimaneutralen Energieerzeugung in Privathäusern installiert werden. Als Grundlage dient eine Kombination aus Photovoltaik und emissionsfreier Wasserstofftechnologie, welche auch in mittelgroße Wohnanlagen wirtschaftlich eingesetzt werden können. Mit der von Solartec GmbH eigenentwickelten Lösung ist es geplant, innerhalb kurzer Zeit ein Umsatzniveau in Höhe mehr als 20 Mio. € zu erreichen.

Unserem Verständnis nach könnte die ebenfalls Ende 2021 gegründete **Greentec GmbH** das Geschäftsmodell der Terrabau GmbH horizontal erweitern. Denn in dieser Gesellschaft liegt der Fokus auf der ressourcenschonenden Herstellung von Stahl, welcher bei der Immobilien-Errichtung zum Einsatz kommen soll. Der von der Greentec GmbH angebotene Stahl wird dabei nicht in kohlebetriebenen Hochöfen hergestellt, sondern mit Wasserstoff, welcher zuvor aus regenerativen Quellen erzeugt wurde. Derzeit entsteht auf Grundlage dieses Konzeptes ein erstes Haus der Terrabau in Ludwigsfelde. Künftig sollen alle Terrabau-Objekte mit dem „grünen Stahl“ hergestellt werden und damit eine Reduktion der Treibhausgasemissionen erreicht werden.

Die neben der Terrabau GmbH zweite wichtige Beteiligung der CR Capital AG, die **CR Opportunities GmbH**, investiert in unterbewertete Private Equity-Unternehmen. Über das von der CR Opportunities GmbH emittierte Investment-Vehikel wird Vermögensverwaltern, Family Offices oder auch Privatpersonen die Anlageklasse Private Equity zugänglich gemacht. Die Private Equity-Anleihe ist mit einer jährlichen Verzinsung von 9,5 % ausgestattet und enthält eine Wandlungskomponente, im Falle des Rechtsformwechsels der CR Opportunities GmbH in eine Aktiengesellschaft. Weitere Instrumente mit unterschiedlichem Risiko-Rendite-Profil werden, gemäß Unternehmensangaben, derzeit vorbereitet.

## MARKT UND MARKTUMFELD

### Marktumfeld M1 Kliniken AG

#### *Schönheitsbehandlungen*

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.

Gemäß aktuellen Statistiken der Vereinigung der deutschen ästhetischen Chirurgen (VDÄPC) kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 zu Aufholeffekten gegenüber dem ersten Corona-Jahr. Die Gesamtzahl der Eingriffe lag mit 93.853 (VJ: 81.516) um 15,1 % über dem Vorjahreswert. Dabei legten sowohl die Ästhetisch-Plastischen Operationen (+17,1 %) als auch die minimalinvasiven Behandlungen (+13,8 %) deutlich zu. Insbesondere ästhetische Behandlungen der Gesichts- und Augenpartie, wie etwa Botox-Behandlungen, Behandlungen mit Hyaluron-Säure oder Lippenkorrekturen waren stark nachgefragt. Dies dürfte mit der verstärkten Nutzung von Videokonferenzen im Zusammenhang gestanden haben. Zudem konnten die Folgen ästhetischer Behandlungen im Lock-Down und vor dem Hintergrund der Masken-Nutzungspflicht besser kaschiert werden. Eine besondere Folge der Corona-Pandemie waren aber auch die deutliche Zunahme von Fettabsaugungen, die gegenüber dem Vorjahr um 32,6 % am stärksten angestiegen waren.

Grundsätzlich agiert die M1 Kliniken AG in einem tendenziellen Wachstumsmarkt, welcher in 2020 und 2021 von der Corona-Pandemie geprägt war. Die in einer VDÄPC-Umfrage ermittelte kritischere Auseinandersetzung mit dem eigenen Bild, die Popularität von sozialen Medien sowie die rückläufigen Tabus bei Schönheitsbehandlungen sollten den Wachstumskurs fortsetzen lassen.

#### *Marktumfeld Specialty Pharma (HAEMATO AG)*

Im Produktbereich Specialty Pharma tritt die M1-Beteiligung HAEMATO AG in erster Linie als Händler patentgeschützter und generischer Arzneimittel auf. Die Marktangaben lassen sich insbesondere durch die Entwicklung des Arzneimittelumsätze in Deutschland ableiten. Gemäß IQVIA-Daten legten die Umsätze in Deutschland im abgelaufenen Jahr 2021 um 7,3 % auf 53,6 Mrd. €. Auch langfristig betrachtet, weisen die Arzneimittelausgaben in Deutschland deutliche Wachstumsraten auf. Zwischen 2011 und 2021 wuchsen diese mit einem dynamischen CAGR in Höhe von 5,3 % von 31,9 Mrd. € auf 53,6 Mrd. € deutlich an. Speziell die demografische Entwicklung in Deutschland, die von einem steigenden Anteil der arzneimittelverbrauchenden Bevölkerung geprägt ist, dürfte hier zu beitragen. Darüber hinaus dürften auch Neuentwicklungen und allgemeine Preissteigerungen ein Faktor für diesen Anstieg sein. Insofern wirkt die HAEMATO AG mit dem Parallelimport von Arzneimitteln den tendenziell höheren Ausgaben entgegen.

Gleiches gilt auch für den Einsatz von Biosimilars, also von biologisch hergestellten Arzneimitteln, nach dem Auslauf des Patentschutzes von Biopharmazeutika. Da Biopharmazeutika kompliziert in der Herstellung sind, ist diese Arzneimittelgattung vergleichsweise hochpreisig. Demzufolge liegt hier ein hoher Bedarf an im Vergleich hierzu kostengünstigeren Biosimilars. Gemäß einem IQVIA-Studienpapier lag der Biopharmazeutika-Anteil bei 32 % oder 16,6 Mio. € des Arzneimittelmarktes (Stand. August 2021). In 2006 entfielen auf Biopharmazeutika lediglich 14 % bzw. 3,5 Mrd. € des Gesamtmark-

tes und damit wird der erhebliche Bedeutungsgewinn der biologisch hergestellten Arzneimittel sichtbar. Noch stärker ist der Gesamtmarkt der Nachahmerprodukte Biosimilars gewachsen. Während in 2007 noch kein Biosimilar zugelassen war wurden in 2020 damit Gesamtumsätze in Höhe von rund 1,8 Mrd. € erwirtschaftet. Der Biosimilar-Anteil ist dabei allein innerhalb von zwei Jahren von 36 % auf 61 % deutlich angestiegen. Dass die HAEMATO AG auch den Biosimilars-Bereich adressiert, ist vor diesem Hintergrund nachvollziehbar.

### **Marktumfeld Lifestyle & Ästhetic (HAEMATO AG)**

Im zweiten HAEMATO-Segment Lifestyle & Aesthetics adressiert die HAEMATO AG über Eigenmarken, zu denen diagnostische Tests sowie kosmetische Produkte gehören, den Selbstzahlermarkt. Darüber hinaus wird die HAEMATO AG, sobald das europäische Zulassungsverfahren für die Botox-Produkte des Lizenzpartners Huons BioPharma abgeschlossen ist, auch den Volumenmarkt für Botox-Produkte adressieren.

Um die Marktpotenziale für kosmetische Produkte unter der Hauptmarke M1 Select darzustellen, beziehen wir uns auf vorliegende Marktdaten für den Beauty Care-Bereich in Deutschland. Gemäß Branchenverband IKW (Industrieverband Körperpflege- und Waschmittel) hatte die Corona-Pandemie und der damit verbundene Lock-Down die Gesamtumsätze mit Schönheitspflege auf 13,6 Mrd. € (VJ: 14,0 Mrd. €) um insgesamt 3,1 % gemindert. Dabei kam es zu einem erneut veränderten Konsummuster, mit einem Anstieg der Umsätze im Bereich der Körperhygiene bei einem gleichzeitigen Rückgang bei Produkten für dekorative Kosmetik.

Mit der anstehenden Einführung der Botox-Produkte im Rahmen der exklusiven Lizenzvereinbarung mit der südkoreanische Huons BioPharma wird die HAEMATO AG einen sehr attraktiven und volumenstarken Markt adressieren. Alleine der Blick auf die Schönheitsbehandlungen in Deutschland zeigt, dass die Beliebtheit der so genannten Botox-Behandlungen deutlich zugenommen hat. Entfielen noch im Jahr 2018 lediglich 20,1 % aller Schönheitsbehandlungen auf Botulinum, lag dieser Wert im Jahr 2021 bei 33,5 % und damit waren Botox-Behandlungen der beliebteste Schönheitseingriff. Zu einem überproportionalen Anstieg des Marktvolumens dürften aber auch steigende Kosten geführt haben. Gemessen an der statistischen Kostenentwicklung für Faltenunterspritzung, die sowohl die Unterspritzung mit Botox als auch mit Fillern umfassen, ist hier ein deutlicher Aufwärtstrend zu beobachten. Zwischen 2014 und dem ersten Quartal 2022 wurde hier ein Kostenanstieg von 370 €/Behandlung auf 475 €/Behandlung ermittelt.

Gemäß Unternehmensangaben wird das von der Huons BioPharma bezogene Botox im Konkurrenzvergleich preisgünstig sein, so dass die Gesellschaft in der Lage sein dürfte, an diesem volumen- und wachstumsstarken Markt überproportional zu profitieren.

### **Marktumfeld CR Capital AG**

Das Marktumfeld der CR Capital AG lässt sich insbesondere gut an der Hauptbeteiligung Terrabau GmbH festmachen. Mit der Fokussierung auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums in den Regionen Berlin und Leipzig agiert die CR-Beteiligung in einem wachstumsstarken Segment.

Grundsätzlich ist die Nachfrage nach Wohneigentum vom weiterhin bestehenden Niedrigzinsumfeld positiv beeinflusst. Gemäß zuletzt verfügbaren Statistiken der Deutschen Bundesbank lag der durchschnittliche Zinssatz bei Wohnungsbaukrediten mit 10jähriger Zinsbindung im Februar 2022 bei 1,48 %. Zwar wird hier gegenüber dem niedrigsten

Wert aus Dezember 2020 (1,11 %) ein Anstieg ersichtlich, gleichzeitig ist aber die Inflation deutlich angestiegen. Auch wenn sich die Anzeichen steigender Zinsniveaus mehren, so ist, angesichts fehlender Anlagealternativen sowie einer noch nicht gedeckten Nachfragerücke, weiterhin mit einer hohen Immobiliennachfrage zu rechnen.

Dies dürfte insbesondere für die von der CR Capital AG adressierten Regionen gelten. Ein wichtiger Impulsgeber für die Immobilienmärkte beider Städte sowie deren Speckgürtel dürfte die dynamische Einwohnerentwicklung der vergangenen Jahre sein. Mit einem Anstieg der Einwohner zwischen 2011 und 2021 in Höhe von 13,5 % in Berlin sowie in Höhe von 17,8 % in Leipzig, weisen beide Städte im deutschland-weiten Vergleich ein besonders hohes Wachstum auf. Dem steht aber eine nur unter-proportionale Entwicklung des Wohnungsbestandes gegenüber. Im Zeitraum 2010 bis 2020 kamen in Berlin 6,2 % und in Leipzig 9,1 % neue Wohnungen hinzu, so dass von einer nicht gedeckten Nachfrage ausgegangen werden kann. Institutionelle und ausländische Investoren außen vor gelassen, führt solch eine Entwicklung zu einem Leerstands-Rückgang einerseits sowie auf der anderen Seite zu einem allgemeinen Anstieg der Preisniveaus.

Gemäß Daten der Investitionsbank Berlin sind die durchschnittlichen Kaufpreise für Ein- und Zweifamilienhäuser in Berlin in einer Dekade um über 120 % angestiegen. Im Jahr 2020 lag der durchschnittliche Kaufpreis bei rund 515.000 €.

Mit dem Fokus auf der Errichtung bezahlbaren Wohnraums steht die Beteiligungsgesellschaft Terrabau GmbH dieser Entwicklung entgegen und beabsichtigt dabei über das Konzept der standardisierten Bauweise insbesondere die Nachfragerücke bei kostengünstigeren Objekten zu schließen.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2021

Investment	31.12.2019		31.12.2020		31.12.2021	
	MPH-Aktienzahl	Kurswert	MPH-Aktienzahl	Kurswert	MPH-Aktienzahl	Kurswert
M1 Kliniken AG	11,40 Mio.	163,03 Mio. €	12,68 Mio.	117,13 Mio. €	12,24 Mio.	91,81 Mio. €
HAEMATO AG	11,01 Mio.	32,38 Mio. €	-	-	0,01 Mio.	0,28 Mio. €
CR Capital AG	2,15 Mio.	68,78 Mio. €	2,15 Mio.	65,56 Mio. €	2,33 Mio.	77,75 Mio. €
<b>Gesamt</b>		<b>264,19 Mio. €</b>		<b>182,68 Mio. €</b>		<b>169,84 Mio. €</b>

Quelle: MPH AG; GBC AG

In der operativen Entwicklung der MPH Health Care AG (MPH AG), die selbst kein operatives Geschäft betreibt und daher keine Umsätze ausweist, sind in erster Linie die Marktwertveränderungen der gehaltenen Beteiligungen enthalten. Darüber hinaus weist die Gesellschaft Beteiligungserträge aus, bei denen es sich in der Regel um die Dividenden-Ausschüttungen der gehaltenen Beteiligungen handelt.

Im Geschäftsjahr 2020 hatte die MPH AG alle gehaltenen Anteile an der HAEMATO AG an die M1 Kliniken AG im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung veräußert. Während damit nur noch im sehr geringen Umfang direkt HAEMATO-Anteile gehalten werden, erhöhte sich die Anzahl der gehaltenen Aktien an der M1 Kliniken AG zunächst um 2,14 Mio. Indirekt ist die Entwicklung der HAEMATO AG, als M1-Konzerntochter, für die MPH AG weiterhin von Relevanz.

Das Ertrags- und Ergebnisbild der Gesellschaft war im abgelaufenen Geschäftsjahr insbesondere von den Marktwertveränderungen der M1 Kliniken AG und der CR Capital AG geprägt. Zwar war die M1 Kliniken AG (inklusive der in 2020 erworbenen HAEMATO AG) im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 in der Lage, operativ wieder auf den Wachstumspfad zurückzukehren, der Aktienkurs der Gesellschaft reduzierte sich jedoch gegenüber dem Geschäftsjahresende 2020 von 9,24 € (31.12.2020) auf 7,50 € (31.12.2021) um 18,8 %. Basierend auf einer nahezu unveränderten Anzahl gehaltener Aktien minderte sich der Wertansatz dieser MPH-Beteiligung um -25,32 Mio. € auf 91,81 Mio. € (31.12.2020: 117,13 Mio. €).

Parallel dazu fand sich die positive operative Entwicklung der zweiten Beteiligung CR Capital AG in einem Anstieg des CR-Aktienkurses wieder. Die Kurssteigerung auf 33,40 € (31.12.2020: 30,50 €) führt, bei einem gleichzeitigen leichten Ausbau des Aktienbestandes, zu einem Anstieg des CR-Wertansatzes um 12,19 Mio. € auf 77,75 Mio. € (31.12.2020: 65,56 Mio. €).

Das Ertragsbild der MPH AG wird, neben dem Fair Value-Ertrag der CR Capital AG, von Beteiligungserträgen in Höhe von 3,56 Mio. € und von realisierten Veräußerungsgewinnen aus Beteiligungen in Höhe von 0,76 Mio. € vervollständigt. Bei den Beteiligungserträgen handelt es sich um realisierte Dividenden- und Gewinnausschüttungen, die in 2021 vornehmlich auf die CR Capital AG entfallen.

Insgesamt überwiegen jedoch die dargestellten Fair Value-Verluste, so dass die MPH AG das zweite Geschäftsjahr in Folge einen Nachsteuerverlust in Höhe von -8,96 Mio. € (VJ: -70,38 Mio. €) ausweist. In 2020 hatte insbesondere die Kursentwicklung der M1 Kliniken einen stärkeren Fair Value-Verlust nach sich gezogen.

Da die Aktienkurse der beiden Beteiligungen auch in den ersten drei Monaten 2022 etwas zurückgegangen sind, weist die MPH AG auch zum 31.03.2022 ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -3,9 Mio. € (VJ: 22,2 Mio. €) aus.

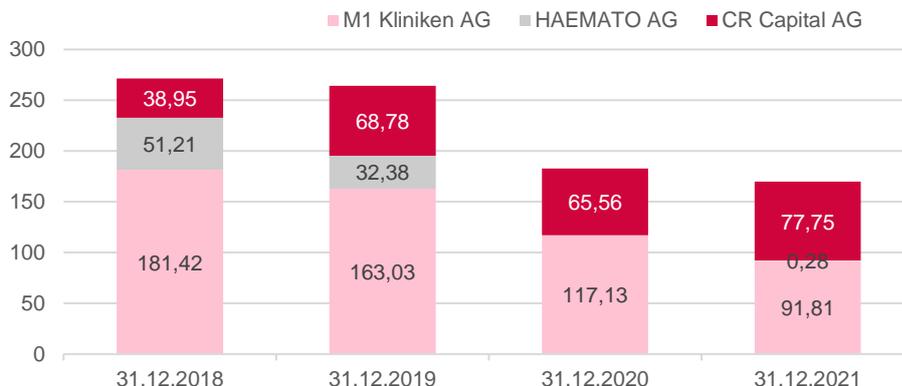
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	269,13	271,64	201,26	192,31
EK-Quote	94,0%	92,7%	95,5%	97,1%
Finanzanlagen - langfristig	255,80	286,11	206,35	193,51
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,09	18,57	7,61	4,05
Liquide Mittel	1,02	1,80	0,37	1,84
Cashflow – operativ	5,20	-1,36	-2,89	-1,09
Cashflow – Investition	3,65	6,74	12,83	6,37
Cashflow – Finanzierung	-9,07	-9,10	-11,47	-0,21

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die Bilanz der MPH AG ist, typisch für Beteiligungsunternehmen, auf der Aktivseite von den Finanzanlagen dominiert, denen auf der Passivseite eine überdurchschnittlich hohe EK-Ausstattung gegenübersteht. Analog zur Kursentwicklung der gehaltenen Beteiligungen war der bilanzielle Wertansatz der Beteiligungen in den vergangenen beiden Geschäftsjahren spürbar rückläufig. Zum 31.12.2021 lag der Wertansatz mit 193,51 Mio. € (31.12.2020: 206,35 Mio. €), aufgrund der dargestellten negativen Kursentwicklung der größten Beteiligung M1 Kliniken AG, unter dem Vorjahreswert.

### Zusammensetzung der finanziellen Vermögenswerte (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Parallel dazu hat sich auch das Eigenkapital auf 192,31 Mio. € (31.12.2020: 201,26 Mio. €) reduziert, da aber die Bilanzsumme insgesamt zurückgegangen ist, lag die EK-Quote mit 97,1 % (31.12.2020: 95,5 %) weiterhin auf einem hohen Niveau. Hierzu hat auch die Rückführung von Verbindlichkeiten beigetragen. Dabei wurde die Veräußerung von Wertpapieren genutzt, um die zinstragenden Verbindlichkeiten auf 4,05 Mio. € (31.12.2020: 7,61 Mio. €) zu reduzieren.

Per 31.03.2022 hatte sich das Eigenkapital, aufgrund der leicht negativen Entwicklung der beiden börsennotierten Beteiligungen, leicht auf 188,4 Mio. € reduziert, die EK-Quote ist aber mit 97,1 % unverändert auf dem hohen Niveau geblieben.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG INVESTMENTS

### M1 Kliniken AG – Gruppe

#### M1 Kliniken AG

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	Q1 2021	Q1 2022
Umsatzerlöse	65,21	77,22	159,59	314,61	80,8	63,5
EBIT	6,46	7,93	4,41	12,13	2,6	2,8
EBIT-Marge	9,9%	10,3 %	2,8 %	3,9 %	3,2%	4,4%
Nachsteuerergebnis	6,61	9,73	6,82	8,91	-	-

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG; \*nach Minderheiten



Auch das abgelaufene Geschäftsjahr war bei der M1 Kliniken AG deutlich von der Übernahme der HAEMATO AG geprägt, die erstmalig über einen ganzjährigen Zeitraum im M1-Konzern einbezogen war. Mitte 2020 hatte die Gesellschaft im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung (Ausgabe von 2,1 Mio. M1-Aktien) insgesamt 48 % der HAEMATO-Anteile von der MPH AG übernommen. Ende 2020 hatte die M1 Kliniken die Tochtergesellschaft M1 Aesthetics GmbH in die HAEMATO AG eingebracht. Bezahlt hatte die HAEMATO AG den Erwerb der M1-Tochter mit der Ausgabe von knapp 2,5 Mio. neuen Aktien, so dass die aktuelle Beteiligungsquote an der HAEMATO AG bei rund 75 % liegt.

Dies erklärt den im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 erreichten starken Umsatzanstieg auf 314,61 Mio. € (VJ: 159,59 Mio. €), welcher insbesondere durch einen deutlichen Ausbau der Umsätze des Handels-Segments auf rund 261,8 Mio. € (2020: 122,2 Mio. €) geprägt war. Im Handels-Segment ist ein Großteil der HAEMATO-Umsätze enthalten. Aber auch im Beauty-Segment verzeichnete die M1 Kliniken AG einen starken Umsatzanstieg auf rund 52,8 Mio. € (2020: 37,4 Mio. €). Nachdem das erste Corona-Geschäftsjahr 2020 besonders deutlich von den staatlich verordneten Schließungen betroffen war, kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr zu Aufholeffekten. Da die hinzugekommenen Handelsumsätze deutlich margenschwächer sind, hat sich das Rentabilitäts-Bild des M1-Konzerns verändert. Belegt wird dies von einer EBIT-Marge in Höhe von 3,9 % (2020: 2,8 %). Historisch betrachtet, war die M1 Kliniken AG sogar in der Lage, zweistellige EBIT-Margen zu erwirtschaften.

Jedoch dürfte hier künftig eine Verbesserung der Ergebnisqualität erreicht werden. Dies vor allem vor dem Hintergrund der fortgesetzten Portfoliobereinigung von Handelsprodukten der HAEMATO AG und der damit einhergehenden Konzentration auf margenstarke Produkte. Als Auswirkung davon ist die operative Entwicklung des ersten Quartals 2022 zu verstehen. Die Bereinigung des Produktkatalogs bei der HAEMATO AG hatte insgesamt zu einem Umsatzrückgang auf 63,5 Mio. € (Q1 21: 80,8 Mio. €) geführt. Trotz der sichtbaren Umsatzreduktion verbesserte sich das EBIT aber auf 2,8 Mio. € (Q1 22: 2,6 Mio. €) und die dazugehörige EBIT-Marge ist auf 4,4 % (Q1 21: 3,2 %) gesprungen. Ein Ausbau des Beauty-Geschäftes sowie die Konzentration auf die margenstarken Handelsprodukte sollte an dieser Stelle für weitere Verbesserungen sorgen.

Der Rückgang der HAEMATO-Umsätze im ersten Quartal 2022 hatte auch bei M1 Kliniken AG zu einem Umsatzrückgang auf 63,5 Mio. € (VJ: 80,8 Mio. €) geführt. Da dem Umsatzrückgang der HAEMATO AG ein Anstieg der Umsätze im Beauty-Segment gegenüberstand, hat sich das EBIT der M1 Kliniken AG auf 2,8 Mio. € (VJ: 2,6 Mio. €) gesteigert. Die EBIT-Marge verbesserte sich daher deutlich auf 4,4 % (VJ: 3,2 %).

## CR Capital Real Estate AG

In Mio. €	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Gesamtleistung	107,43	64,53	69,86
EBITDA	91,23	61,39	66,49
Nachsteuerergebnis	92,47	51,27	65,39

Quelle: CR Capital Real Estate AG

CR CAPITAL  
REAL ESTATE

Seit dem Geschäftsjahr 2019 agiert die CR Capital AG als Investmentgesellschaft mit Fokus auf wachstumsstarke und innovative Technologieunternehmen. Aktuell bilden vier Beteiligungen das Kernportfolio der Gesellschaft.

Die CR Opportunities GmbH, an der die CR Capital AG zu 50 % beteiligt ist, konzentriert sich auf die Finanzierung von innovativen Technologien und Projekten. Über diese Beteiligung erhalten Vermögensverwalter, Family Offices und Privatpersonen die Möglichkeit, in die Anlageklasse Private Equity zu investieren. Möglich wird dies über eine von der CR Opportunities GmbH emittierte Private Equity-Anleihe, die mit einer jährlichen Festverzinsung von 9,5 % ausgestattet ist und einen Gesamtnennbetrag von 8,0 Mio. € aufweist. Die CR-Beteiligung wird künftig weitere Instrumente emittieren, um die unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profile der Anleger abzudecken.

Die stärkere Fokussierung auf Nachhaltigkeitsaspekte der CR Capital AG wird mit den beiden Ende 2021 neu gegründeten Beteiligungen Solartec GmbH und Greentec GmbH illustriert. Die Solartec GmbH plant Anlagen zur klimaneutralen Energieerzeugung in Privathäusern zu installieren. Als Grundlage dient eine Kombination aus Photovoltaik und emissionsfreier Wasserstofftechnologie. Innerhalb kurzer Zeit soll ein Umsatzniveau von mehr als 20 Mio. € erreicht werden. Der Fokus der Greentec GmbH liegt auf der ressourcenschonenden Herstellung von Stahl, welcher bei der Immobilien-Errichtung zum Einsatz kommen soll. Der von der Greentec GmbH angebotene Stahl wird dabei nicht in kohlebetriebenen Hochöfen hergestellt, sondern mit Wasserstoff, welcher zuvor aus regenerativen Quellen erzeugt wurde. Derzeit entsteht auf Grundlage dieses Konzeptes ein erstes Haus in Ludwigsfelde.

Nach unseren Erkenntnissen ist die aktuell größte Beteiligung die Terrabau GmbH, ein Unternehmen, das sich auf die Errichtung preiswerter Häuser in den Ballungsgebieten Berlin und Leipzig konzentriert. Mit preiswerten Häusern sind schwerpunktmäßig Immobilien unter 350.000 € gemeint, für die eine besonders hohe Nachfrage vorherrscht und womit die Gesellschaft die Wohnungsknappheit in den deutschen Metropolregionen adressiert. Es werden aber auch mit dem Einsatz von Smart Home, einer effizienten Energie- und Stromnutzung etc. Nachhaltigkeitsaspekte adressiert.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 hat die Gesellschaft Beteiligungserträge in Höhe von 68,91 Mio. € (VJ: 64,38 Mio. €) ausgewiesen. Größtenteils stammen diese aus der Beteiligung CR Opportunities. Abzüglich Holdingkosten kletterte das EBITDA auf 66,49 Mio. € (VJ: 61,39 Mio. €) und das Nachsteuerergebnis lag bei 65,39 Mio. € (VJ: 51,27 Mio. €). Angesichts des hohen Nachsteuerergebnisses sowie der Tatsache, dass sich ein großer Teil der Aktionäre für die Aktiendividende entschieden hatten, verbesserte sich das Eigenkapital deutlich auf 240,78 Mio. € (VJ: 177,98 Mio. €).

## SUM-OF-PARTS-BEWERTUNG

Die Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung ist der zum Bilanzstichtag 31.12.2021 von der MPH AG kommunizierte Aktienbestand an den gehaltenen börsennotierten Beteiligungen. Derzeit handelt es sich dabei um insgesamt 12,24 Mio. gehaltene Aktien an der M1 Kliniken AG sowie um 2,33 Mio. Aktien der CR Capital AG. Bei der CR Capital haben wir im Rahmen der zuletzt veröffentlichten Researchstudie (siehe Studie vom 02.05.2022) einen fairen Wert von 58,82 € je Aktie ermittelt, was wir als Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung der MPH AG heranziehen. Für die M1 Kliniken AG haben wir keinen aktuellen fairen Wert ermittelt, weswegen wir für die MPH-Bewertung Konsensschätzungen heranziehen. Im Durchschnitt sehen vier Research Häuser der M1 Kliniken AG ein Kursziel in Höhe von 13,40 € je Aktie. (Quelle: M1 Kliniken AG).

Investment	MPH-Aktienzahl	Fairer Wert der Beteiligung
M1 Kliniken AG	12,24 Mio.	164,03 Mio. € <sup>1</sup>
CR Capital Real Estate AG	2,33 Mio.	136,93 Mio. € <sup>2</sup>
Nicht börsennotierte Beteiligungen		23,66 Mio. €
		<b>324,62 Mio. €</b>

Quelle: MPH Health Care AG; GBC AG; <sup>1</sup>durchschnittliches Kursziel der Researchstudien (Quelle: M1 Kliniken AG; Stand: 24.05.2022); <sup>2</sup>fairer Wert je Aktie in Höhe von 58,82 € (GBC-Researchstudie vom 02.05.2022)

Bei den nicht börsennotierten Beteiligungen, für die wir den in der MPH-Bilanz erfassten IFRS-Wertansatz unverändert übernehmen, handelt es sich um die Pharmigon GmbH und die MPH Ventures GmbH. Die Summe bzw. der Gesamtmarktwert der MPH-Investments wird um die Nettoverschuldung sowie um den Barwert der operativen Holdingkosten bereinigt, um den inneren fairen Wert des MPH-Eigenkapitals zu ermitteln:

in Mio. €	
MPH-Investments	324,62 Mio. €
Nettoverschuldung	-0,39 Mio. €
Holdingkosten (Barwert)	-22,23 Mio. €
<b>Fairer Wert des MPH-Eigenkapitals</b>	<b>302,78 Mio. €</b>
MPH-Aktienzahl	4,28 Mio.
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>70,72 €</b>

Quelle: MPH AG; GBC AG

Der faire Wert je MPH-Aktie beläuft sich gemäß Sum-of-Parts-Bewertungsansatz auf 70,72 € (bisher: 81,85 €). Der Rückgang des Kursziels ist insbesondere auf den niedrigeren Wertansatz der Beteiligung an der M1 Kliniken AG zurückzuführen. Im letzten Research hatten wir den von uns ermittelten fairen Wert je Aktie von 21,80 € zu Grunde gelegt. Da wir aktuell keine eigene Bewertung der M1 Kliniken AG durchführen, haben wir nun ein Konsens-Kursziel in Höhe von 13,40 € herangezogen und damit, bei einer leicht reduzierten Aktienzahl einen niedrigeren Wertansatz dieser Beteiligung ermittelt. Ausgehend vom aktuellen MPH-Aktienkurs in Höhe von 20,20 € liegt weiterhin eine deutliche Unterbewertung und somit ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben 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>

#### **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>

#### **§ 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>

**§ 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)