



Researchstudie (Anno)

MagForce AG

magforce[®]

THE NANOMEDICINE COMPANY

**Stufe 2b der Studie zur Zulassung in den USA läuft aktuell;
Abrechnungskode durch die amerikanische Ärztesvereinigung
liegt vor
Break-Even ab 2024 erwartet**

Kursziel: 9,15 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 12.07.2022 (16:16 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 13.07.2022 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

MagForce AG*5a,11

Kaufen

Kursziel: 9,15 €
 (bisher: 11,00 €)

aktueller Kurs: 1,65
 11.07.22 / XETRA / 14:05 Uhr
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
 WKN: A0HGQF
 Börsenkürzel: MF6
 Aktienanzahl³: 29,36
 Marketcap³: 49,39
 EnterpriseValue³: 74,91
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
 Entry Standard
 Marktsegment:
 Freiverkehr
 Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

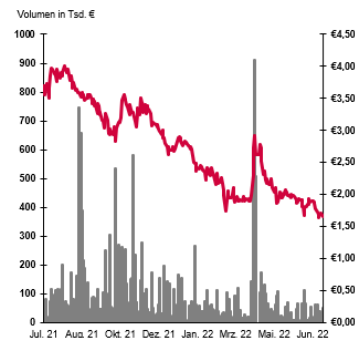
Fokus: Krebstherapie

Mitarbeiter: 33 Stand: 31.12.2021

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Ben J. Lipps, Christian von Volkmann



Die MagForce AG mit Sitz in Berlin ist nach eigenen Angaben ein führendes Unternehmen auf dem Gebiet der Nanomedizin mit Fokus auf der Krebstherapie. Die von ihr entwickelte NanoTherm® Therapie wäre nach Unternehmensangaben für die lokale Behandlung von nahezu allen soliden Tumoren geeignet. Die Behandlung erfolgt durch Wärme, die mittels Aktivierung von injizierten superparamagnetischen Nanopartikeln erzeugt wird. Die Bestandteile dieser Therapie, die Medizinprodukte NanoTherm®, NanoPlan®, Thermometrie-Katheter TK01, NanoActivator® mit der Thermometrie Einheit, haben die EU-weite Zertifizierung für die Behandlung von Gehirntumoren. Ziel der neuartigen Krebstherapie ist es, sich neben den konventionellen Therapieverfahren, wie beispielsweise Chirurgie, Strahlen- und Chemotherapie, als weitere Säule in der Krebstherapie zu etablieren. Darüber hinaus wird die MagForce-Technologie derzeit in den Vereinigten Staaten in einer Zulassungsstudie zur Behandlung von Prostatakrebs mit mittlerem Risiko untersucht. Laut verfügbaren Daten zeigt die NanoTherm-Therapie vielversprechende Effektivität und ist darüber hinaus gut verträglich.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	0,35	2,98	15,73	36,79	61,87	92,03
EBITDA	-6,06	-5,32	-3,16	8,29	26,50	43,41
EBIT	-6,74	-6,22	-4,66	6,19	23,19	38,03
JÜ vor Minderheiten	-10,57	-10,64	-9,52	1,32	17,76	34,09

Kennzahlen

EV/Umsatz	212,82	25,13	4,76	2,04	1,21	0,81
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	9,03	2,83	1,73
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	12,11	3,23	1,97
KGV (vor Minderheiten)	neg.	neg.	neg.	37,49	2,78	1,45

Finanztermine

31.08.2022: Hauptversammlung

27.10.2022: Halbjahresbericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

15.11.2021: RS / 11,00 / KAUFEN

18.10.2021: RS / 11,00 / KAUFEN

20.07.2021: RS / 11,00 / KAUFEN

29.04.2021: RS / 11,00 / KAUFEN

11.02.2021: RS / 11,00 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 hat die MagForce AG den geplanten europäischen Roll-Out bei der Behandlung bösartiger Gehirntumore (Glioblastom) fortgesetzt, bzw. wiederaufgenommen. Die derzeit vier installierten NanoActivator-Geräte in Deutschland und in Polen sollen durch einen weiteren Standort in Spanien ergänzt werden. Im September 2021 wurde diesbezüglich mit der spanischen Klinik Complejo Hospitalario Integral Privado (CHIP) eine Kooperationsvereinbarung abgeschlossen. Nach dem Vorliegen aller Zulassungen sollen ab der zweiten Hälfte des Geschäftsjahres 2022 die ersten kommerziellen Behandlungen in Spanien erfolgen.
- Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 war die Behandlung von Glioblastom in den vier aktiven Behandlungszentren von den pandemiebedingten Schließungsmaßnahmen betroffen. Die daraus resultierenden rückläufigen Patientenanfragen hatten zu einem Rückgang der Umsatzerlöse auf 0,35 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €) geführt. Auf Ergebnisebene liegt, aufgrund des unverändert niedrigen Umsatzniveaus, ein weiterhin negatives Ergebnisbild vor. Das EBIT lag dabei bei -6,74 Mio. € (Vorjahres-EBIT bereinigt: -6,93 Mio. €).
- Ein weiterer wichtiger Erfolg hin zur Marktzulassung wurde im Indikationsbereich Prostatakrebs erzielt. Nachdem Anfang 2021 der erfolgreiche Abschluss der vorletzten Stufe 2a der Zulassungsstudie bekannt gegeben wurde, lag im Dezember 2021 das finale Studienprotokoll durch die FDA vor. Damit konnte die Gesellschaft mit der finalen Stufe 2b der pivotalen US-Studie beginnen. In der jetzt laufenden Stufe 2b sollen die Ergebnisse der vorangegangenen Stufe an bis zu 100 Patienten bestätigt werden. Die Studie wird derzeit an den eigenen Zentren der MagForce AG in San Antonio, Seattle und Sarasota durchgeführt. Ein weiterer wichtiger Meilenstein für die Zulassung in den USA ist die im April 2022 erhaltene Genehmigung des Abrechnungscodes der Amerikanischen Ärztevereinigung (AMA). Dadurch liegt die Grundlage zur Kostenübernahme der klinischen Studie durch Medicare vor sowie für Preisverhandlungen mit den Kostenträgern nach erfolgreicher Zulassung.
- Die MagForce AG hat die Genehmigung zur Kostenerstattung für die Studienpatienten erhalten, und die so genannten CPT-Codes für kommerzielle Patienten liegen ebenfalls vor. Dies bedeutet, dass MagForce bereits die Kosten für die Behandlung von Studien-Patienten erstattet bekommt. Dies garantiert einen reibungslosen Übergang von der Erstattung für die Studie zu kommerziellen Behandlungen.
- Die MagForce AG erwartet den FDA-Zulassungsantrag um den Jahreswechsel 2022/2023. Da die aktuelle Studie an den eigenen MagForce-Zentren durchgeführt wird, ist von einem nahtlosen Übergang in die Kommerzialisierung auszugehen. Für das Geschäftsjahr 2022 gehen wir jedoch bei der Prostatakrebs-Behandlung von sehr niedrigen Behandlungserlösen aus, die im Zusammenhang mit der Kostenübernahme der klinischen Studie durch Medicare stehen. Erst in den kommenden Geschäftsjahren sollten die sehr hohen Umsatzpotenziale dieses Indikationsbereiches sichtbar werden. Im Indikationsbereich Glioblastom unterstellen wir für die kommenden Geschäftsjahre eine weitere Ausweitung der Behandlungszentren und damit einhergehend einen Anstieg der Behandlungszahlen. Dies sollte auch schon vor dem Hintergrund des erwarteten Wegfalls der Corona-Einschränkungen erfolgen.
- Im Rahmen unseres Prognosemodells sollte die MagForce AG in der Lage sein, ab dem Geschäftsjahr 2024, auf allen Ergebnisebenen den Break-Even zu erreichen. Auf dieser Basis haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ein Kursziel in Höhe von 9,15 € und wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

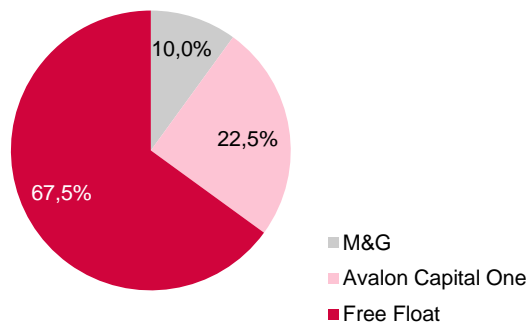
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Die MagForce-Technologie.....	4
NanoTherm®.....	4
NanoActivator®.....	5
NanoPlan®.....	5
Aktueller Vermarktungsstand.....	5
Glioblastom-Behandlung in Europa.....	5
Prostatakrebs-Behandlung in den USA.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Marktpotenziale Glioblastom.....	7
Marktpotenziale Prostatakrebs.....	8
Unternehmensentwicklung.....	9
Geschäftsentwicklung 2021	9
Vermögenslage zum 31.12.2021	11
Prognose und Bewertung.....	12
Unternehmensstrategie.....	12
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	13
Peer-Group-Analyse	14
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
M&G	10,0%
Avalon Capital One	22,5%
Free Float	67,5%

Quelle: MagForce AG; GBC AG



Die MagForce-Technologie

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

NanoTherm®-Therapie		
NanoTherm®	NanoActivator®	NanoPlan®
		

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Bei der seit 2010 in Europa zur Behandlung von Gehirntumoren zugelassenen NanoTherm®-Therapie handelt es sich um ein Verfahren zur Behandlung solider Tumore. Dabei werden magnetische Nanopartikel entweder direkt in den Tumor oder in die Resektionshöhlenwand eingebracht. Anschließend werden diese Partikel durch ein magnetisches Wechselfeld „erwärmt“ und so die Krebszellen zerstört. Die MagForce AG verfolgt das Ziel, diese neuartige Therapie, neben den konventionellen Therapien wie Chirurgie, Strahlen- und Chemotherapie, als weiteren Behandlungsstandard zu etablieren.

NanoTherm®

Bei der NanoTherm®, einem von MagForce entwickelten und patentierten Ferrofluid, handelt es sich um eine Flüssigkeit, die eisenoxidhaltige Nanopartikel enthält und damit auf vom NanoActivator erzeugte magnetische Felder reagiert. Die Partikel besitzen spezielle, sogenannte superparamagnetische Eigenschaften und erlauben ein hunderttausendfaches Wechseln der Polarität pro Sekunde, was die gewünschte Wärme erzeugt.

Durch die patentierte Aminosilan-Beschichtung lassen sich die NanoTherm® Partikel in Wasser sehr fein verteilen und können präzise in das Tumorgewebe eingebracht werden. Außerdem sorgt diese Beschichtung dafür, dass die Nanopartikel inert, also chemisch und pharmakologisch unbeteiligt, im menschlichen Körper bleiben und dass das NanoTherm® Ferrofluid im Gewebe agglomeriert. So verbleibt es wie gewünscht für lange Zeit am Ort der Einbringung und dringt nicht in das umliegende gesunde Gewebe ein. All diese Eigenschaften machen die NanoTherm® Magnetflüssigkeit einzigartig und sind die Voraussetzung für die Durchführbarkeit der NanoTherm® Therapie.

NanoActivator®

Die NanoTherm® Therapie wird in einem speziell für diese Therapieform entwickelten Magnetwechselfeldapplikator, dem patentierten NanoActivator®, durchgeführt. Der Patient nimmt auf der Liege Platz und wird an der gewünschten Körperstelle einem schnell wechselnden Magnetfeld ausgesetzt. Dieser schnelle Wechsel der Polarität bewirkt, dass die Eisenoxidpartikel der Magnetflüssigkeit NanoTherm® Wärme erzeugen. So werden die therapeutischen Behandlungstemperaturen erzeugt.

NanoPlan®

Für die Planung der Behandlungstemperatur und damit der Magnetfeldstärke durch den behandelnden Arzt kommt die von der MagForce AG entwickelte Software NanoPlan® zum Einsatz. Nach der Injektion von NanoTherm® wird durch einen post-instillation CT Scan die genaue Lage und Verteilung der Nanopartikel Depots dargestellt. Dies dient in Kombination mit der Bildgebung vor der Nanopartikel Instillation als Datengrundlage für die Berechnung und für die Simulation der Temperaturverteilung im Tumor und im umliegenden gesunden Gewebe in Relation zu dem eingesetzten Wechselmagnetfeld. NanoPlan® ermittelt auf dieser Basis die optimale Magnetfeldstärke des NanoActivator®, um die therapeutische Temperatur zu erreichen mit Berücksichtigung aller Sicherheitsmaßnahmen für das gesunde Gewebe.

Während der ersten Behandlung wird die erreichte Temperatur im Tumorgewebe über eine Temperatursonde, die in einen Katheter, der bei der Installation von NanoTherm® eingebracht wurde, eingeführt wird, genau gemessen. Die gemessenen Temperaturen werden mit den simulierten und berechneten Temperaturen abgeglichen und die Magnetfeldstärke im Bedarfsfall angepasst.

Aktueller Vermarktungsstand

Nach aktuellen Planungen soll die MagForce-Technologie für die Behandlung bösartiger Gehirntumore in Europa sowie für die Behandlung von intermediärem Prostatakrebs in den USA eingesetzt werden. In Europa liegen für die Glioblastom-Behandlung bereits alle notwendigen Genehmigungen vor und die MagForce-Technologie wird hier kommerziell eingesetzt. Die Zulassungsstudie zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA findet derzeit statt, der FDA-Zulassungsantrag wird um die Jahreswende 2022/2023 erwartet.

Glioblastom-Behandlung in Europa

Derzeit hat die MagForce AG für die Glioblastom-Behandlung vier NanoActivator-Geräte in Deutschland und in Polen installiert. Im abgelaufenen Kalenderjahr 2021 kamen aufgrund der Pandemielage keine neuen Kliniken hinzu. Allerdings hat die MagForce AG einen ersten wichtigen Schritt zur geplanten Ausweitung der Behandlungszentren innerhalb Europas getan.

Im September 2021 wurde diesbezüglich mit der spanischen Klinik Complejo Hospitalario Integral Privado (CHIP) eine Kooperationsvereinbarung abgeschlossen. Nach dem Vorliegen aller Zulassungen sollen ab der zweiten Hälfte des laufenden Geschäftsjahres 2022 die ersten kommerziellen Behandlungen in Spanien erfolgen. Auch an diesem Zentrum (neben Zwickau und Lublin) wird ein von der Gesellschaft entwickeltes „Plug-and-Treat“-Gerät installiert, welches innerhalb kurzer Zeit kostengünstig installiert und in

die Klinikinfrastruktur integriert werden kann. Für die Behandlungszentren ist die Installation des Containers leicht umzusetzen, da hierfür weder hohe Investitionen notwendig sind noch eine aufwändige Anpassung in der Klinikinfrastruktur erforderlich ist. Weitere Kooperationen außerhalb Deutschlands sollen in Kürze erfolgen und damit den regionalen Behandlungsfokus erheblich ausweiten.

Die Ausweitung der Kundenansprache soll zudem über Vereinbarungen mit Kliniken ausgeweitet werden. Im Rahmen dieser Vereinbarungen übernehmen die Kliniken die ersten Behandlungsschritte, die Instillation der NanoTherm Flüssigkeit, bevor die Patienten dann an Behandlungszentren mit einem NanoActivator-Gerät überwiesen werden, in dem die NanoTherm Partikel aktiviert werden. Damit könnte die Anzahl der behandelten Patienten deutlich ausgeweitet werden, ohne weitere NanoActivator-Geräte installieren zu müssen.

Prostatakrebs-Behandlung in den USA

In den vergangenen Quartalen haben bei der Zulassung der MagForce-Technologie zur Prostatakrebsbehandlung in den USA deutliche Fortschritte stattgefunden. Nachdem Anfang 2021 der erfolgreiche Abschluss der vorletzten Stufe 2a der Zulassungsstudie bekannt gegeben wurde, lag im Dezember 2021 das finale Studienprotokoll durch die FDA vor. Damit konnte die Gesellschaft mit der finalen Stufe 2b der pivotalen US-Studie beginnen.

Im Rahmen der Stufe 2a kam ein gestrafftes Studienprotokoll zur Anwendung, welches die Patientenbehandlung innerhalb eines Tages ermöglicht hatte. Bei den in dieser Stufe einbezogenen Patienten wurde das gute Ergebnisse der Stufe 1 bestätigt sowie gleichzeitig die Genauigkeit der Instillation der Nanopartikel erhöht. In der jetzt laufenden Stufe 2b sollen die Ergebnisse der vorangegangenen Stufe an bis zu 100 Patienten bestätigt werden. Die Studie wird derzeit an den eigenen Zentren der MagForce AG in San Antonio, Seattle und Sarasota durchgeführt.

Ein weiterer wichtiger Schritt für die Zulassung in den USA ist die im April 2022 erhaltene Genehmigung des Abrechnungs-codes der Amerikanischen Ärztesvereinigung (AMA). Dadurch liegt die Grundlage zur Kostenübernahme der klinischen Studie durch Medicare vor sowie für Preisverhandlungen mit den Kostenträgern nach erfolgreicher Zulassung.

MARKT UND MARKTUMFELD

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

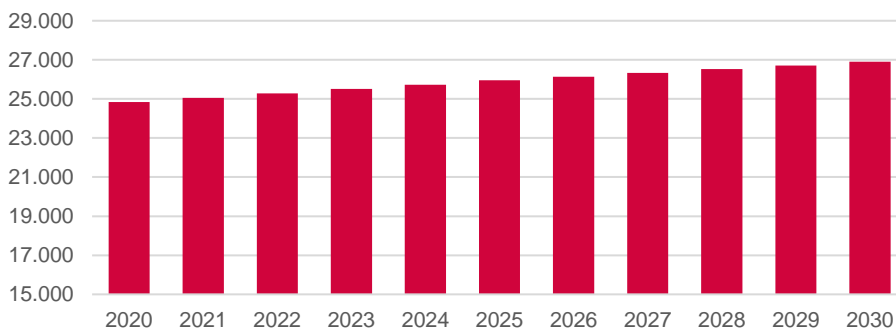
Marktpotenziale Glioblastom

Die MagForce-Technologie ist für die Behandlung von Glioblastom in Europa zugelassen. Glioblastom ist die häufigste und bösartigste Gehirn-Tumorerkrankung, welche mit einer schlechten Prognose einhergeht und damit eine hohe Letalität aufweist. Glioblastom weist die schlechteste Prognose aller Tumorerkrankungen des Gehirns und Nervensystems auf, mit einer mittleren 5-jährigen Überlebensrate von lediglich 6 % (Erkrankungsalter: 55-64 Jahre). Wesentliche Verbesserungen an dieser schlechten Prognose haben in den vergangenen Dekaden kaum stattgefunden.

Der primäre Behandlungsweg ist weiterhin die Resektion, also die operative Entfernung des Tumors, was lediglich bei 50 bis 70 % der Patienten möglich ist (Quelle: Gliocure.com). Zur Erstlinienbehandlung gehören nach der operativen Entfernung die Radiotherapie sowie die Chemotherapie. Bei der Zweitlinienbehandlung steht die Chemotherapie im Vordergrund, die jedoch in der Regel keine signifikante Verbesserung der Überlebenszeit mit sich bringt. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die Bereitschaft von Glioblastom-Patienten im Hinblick auf neue Behandlungsverfahren, wie etwa die Behandlung mit der MagForce-Technologie, hoch ist.

Mit einer Inzidenz von etwa 3 pro 100.000 kommt Glioblastom, im Vergleich zu anderen Tumorerkrankungen, deutlich seltener vor. Jedoch bezogen auf Gehirntumore bei Erwachsenen, ist Glioblastom die häufigste Tumorform. Aussagen zur genauen Inzidenz von Glioblastom variieren und liefern kein genaues Bild ab. Gemäß Daten des Robert-Koch-Institutes betreffen aber 95 % aller Krebserkrankungen des Gehirn- und Nervensystems das Gehirn, wobei hier die bösartige Form Glioblastom mit einem Anteil von 60 % (Quelle: krebsgesellschaft.de) besonders häufig vorkommt.

GBC-Prognose zu neuen Glioblastom-Erkrankungen in Europa



Quelle: GLOBOCAN; eigene Berechnungen

Ausgehend von der Anzahl der jährlichen neuen Tumorerkrankungen des Gehirns, die in Europa gemäß Daten der europäischen Kommission in 2020 bei über 43.000 lag, ist jährlich mit ca. 25.000 neuen Glioblastom-Diagnosen auszugehen. Aufgrund der demografischen Entwicklung und der erwarteten Altersstruktur in Europa, sollte in den kom-

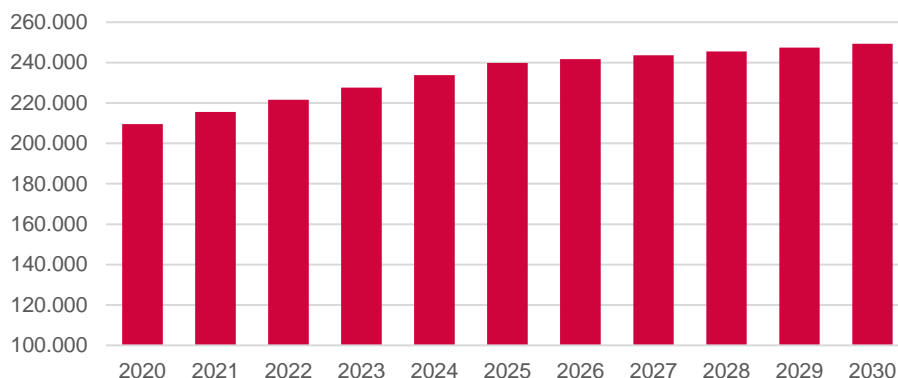
menden Geschäftsjahren ein stetiges Wachstum bei den Glioblastom-Neudiagnosen vorliegen. Gleichzeitig stellt dies die potenzielle Basis für die Behandlungen mit der MagForce-Technologie dar.

Marktpotenziale Prostatakrebs

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

In den USA, dem von der MagForce AG zunächst adressierten Markt, erkranken jedes Jahr etwa 210.000 Männer an Prostatakrebs, wobei hier für die nächsten Jahre von einem deutlichen Anstieg der jährlichen Fallzahlen ausgegangen wird. Bis zum Jahr 2030 sollen jährlich über 240.000 neue Fälle hinzukommen. Dabei spielt bei den Fallzahlen von Prostatakrebs die Altersverteilung, mit einer erwarteten überproportionalen Bevölkerungszunahme in der älteren Bevölkerungsgruppe, eine wichtige Rolle. Denn das Medianalter liegt zum Diagnosezeitpunkt bei 66 Jahren, wobei der überwiegende Anteil der Erkrankungen an Prostatakrebs zwischen 65 - 74 Jahren diagnostiziert wird.

Prognose zu den Fallzahlen Prostatakrebs in USA



Quelle: GLOBOCAN; GBC AG

Die insgesamt sehr hohen Fallzahlen, in Verbindung mit einer vergleichsweise langsamen Progression der Krankheit, sind ausschlaggebend für die Ausgaben bei der Behandlung von Prostatakrebs. Die relative 5-Jahres-Überlebensrate für Prostatakrebs liegt dabei mit 93,0% im Vergleich zu anderen Krebsarten relativ hoch, was einen langen Behandlungszeitraum mit entsprechend hohen Ausgaben bedeutet. Gemäß Statistiken einer aktuellen Studie (Total Medicare Costs Associated With Diagnosis and Treatment of Prostate Cancer in Elderly Men) fallen in den USA, im dreijährigen Zeitraum nach der Diagnose, Kosten in Höhe von durchschnittlich 14.500 USD pro Patient an. Insgesamt summieren sich die Kosten auf 1,2 Mrd. USD, was für die Kostenträger eine nennenswerte Größenordnung darstellt.

Die beiden derzeit von der MagForce AG adressierten Indikationsbereiche illustrieren beispielhaft die hohen Marktpotenziale in den wichtigen Regionen Europa und USA. Grundsätzlich lässt sich dabei die MagForce-Technologie auch bei der Behandlung von weiteren soliden Tumoren einsetzen, so dass eine breitere Abdeckung der Marktpotenziale denkbar ist.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

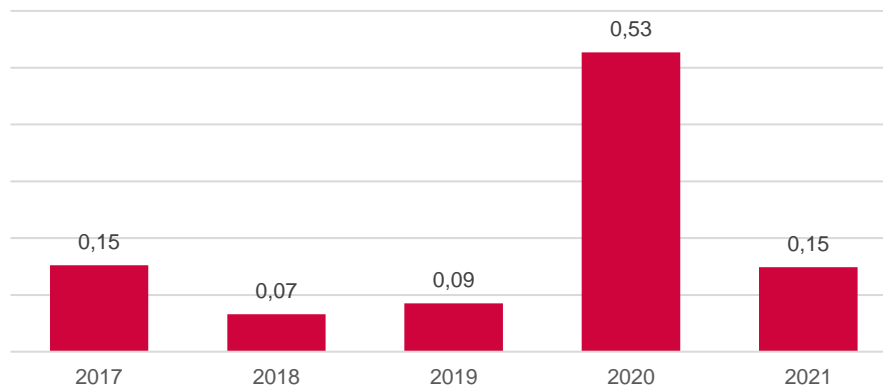
Geschäftsentwicklung 2021

in Mio. €	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	0,07	0,84	0,62	0,35
aus der kommerziellen Behandlung	0,07	0,09	0,53	0,15
EBIT	6,83	-6,20	18,65	-6,74
Periodenergebnis	4,36	-8,73	14,78	-10,57

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 hat die MagForce AG kommerzielle Erträge ausschließlich bei der Behandlung von Glioblastom-Patienten in Europa erzielt. Insgesamt wurden an den in 2021 insgesamt vier aktiven Behandlungszentren in Deutschland (Münster, Zwickau, Mühlhausen) sowie in Polen (Lublin) Behandlungserlöse in Höhe von 0,15 Mio. € (VJ: 0,53 Mio. €) erwirtschaftet. Der gegenüber dem Vorjahr sichtbare Rückgang beim ohnehin schon niedrigen Umsatzniveau ist insbesondere auf die pandemiebedingten Schließungsmaßnahmen zurückzuführen, was zu insgesamt rückläufigen Patientenfragen geführt hatte. Darüber hinaus hatte die Corona-Pandemie zu einem Ausbremsen des geplanten Roll-Outs in weitere europäische Länder geführt. Erst im September 2021 erfolgte mit der Kooperationsvereinbarung mit der spanischen Klinik Complejo Hospitalario Integral Privado (CHIP) der Markteintritt in ein weiteres europäisches Land. Ursprünglich war bereits für 2020 der Markteintritt in Italien geplant, welcher sich aufgrund der dort vorliegenden kritischen Pandemie-Lage erheblich verzögert hat.

Umsatzerlöse aus der kommerziellen Patientenbehandlung (in Mio. €)



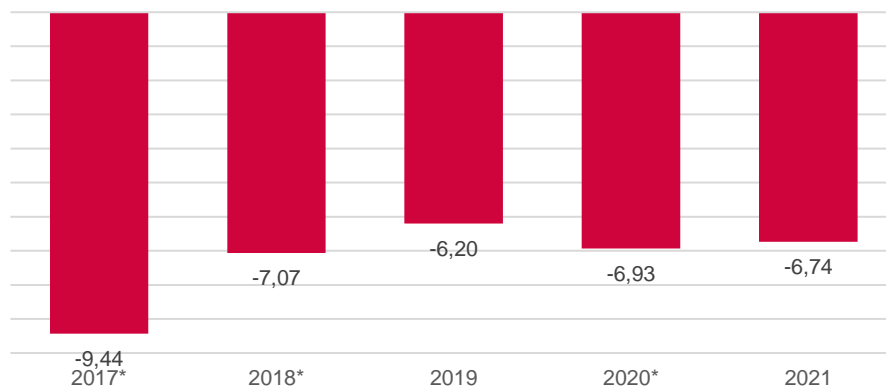
Quelle: MagForce AG; GBC AG

Im Indikationsbereich Prostatakrebs (USA) wurden erwartungsgemäß noch keine kommerziellen Behandlungen durchgeführt. Wie im Rahmen dieser Studie beschrieben, lag hier der Fokus auf dem Beginn der letzten Stufe 2b der Zulassungsstudie. Nachdem im Februar 2021 der Abschluss der ersten Stufe 2a erfolgt war, hat die MagForce AG, mit Erhalt der Genehmigung für das finale Studienprotokoll durch die FDA, im Dezember 2021 die finale Stufe 2b gestartet. Hierin liegt die Grundlage für eine zeitnahe Einreichung des FDA-Zulassungsantrags, was für den Jahreswechsel 2022/2023 geplant ist.

Zusätzlich zu den Behandlungserlösen weist die MagForce AG auch Erlöse aus der Produktlieferung an die US-amerikanische Tochtergesellschaft aus, so dass sich die Gesamtumsätze auf 0,35 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €) belaufen. Auch unter Hinzurechnung der sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 1,26 Mio. € (VJ: 26,49 Mio. €) war das Ertragsniveau für die Deckung der operativen Kosten nicht ausreichend. Damit weist die MagForce AG mit einem EBIT in Höhe von -6,74 Mio. € (VJ: 18,65 Mio. €) erwartungsgemäß erneut ein negatives operatives Ergebnis auf. Der Vorjahreswert war von Son-

dererträgen im Zusammenhang mit der Realisierung von stillen Reserven in Höhe von 25,58 Mio. € geprägt. Bereinigt um Sondererträge hätte die MagForce AG auch im Geschäftsjahr 2020 ein EBIT in Höhe von -6,93 Mio. € ausgewiesen.

EBIT (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG; *bereinigt um Sondererträge

Ausgehend vom erwartungsgemäßen negativen EBIT wurde auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses mit -10,57 Mio. € (VJ bereinigt: -10,81 Mio. €) ein negativer Wert erreicht. Der Unterschied zwischen EBIT und Nachsteuerergebnis wird vom Finanzergebnis in Höhe von -3,84 Mio. € (VJ: -3,87 Mio. €) repräsentiert. Hier sind insbesondere die Zinsaufwendungen für aufgenommene Bankkredite sowie für die ausgegebene Wandelanleihe enthalten (siehe Kapitel Vermögenslage zum 31.12.2021).

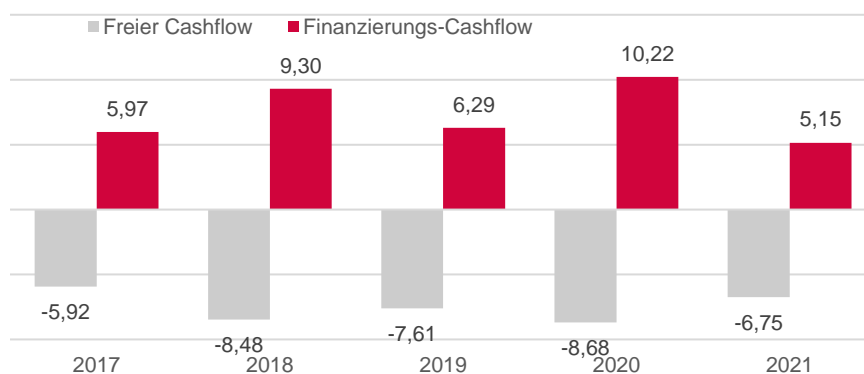
Vermögenslage zum 31.12.2021

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	18,16	14,71	35,52	26,84
<i>davon Bilanzverlust</i>	-52,06	-60,80	-46,05	-56,62
Bankverbindlichkeiten und Wandelanleihe	15,88	16,67	22,83	25,64
Liquide Mittel	1,49	0,17	1,71	0,11
Wertansatz Tochterunternehmen	30,98	30,98	56,57	56,57
Cashflow (Operativ)	-7,11	-5,67	-5,70	-4,93
Cashflow (Investition)	-1,37	-1,94	-2,98	-1,82
Cashflow (Finanzierung)	9,30	6,29	10,22	5,15

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Die Vermögenslage der MagForce AG muss weiterhin unter dem Gesichtspunkt der noch vorliegenden negativen Ergebnissituation betrachtet werden. Aktuell steht die Finanzierung der Geschäftstätigkeit, die noch von niedrigen kommerziellen Erlösen geprägt ist, im Vordergrund. Auch zum 31.12.2021 bestand die Finanzierung der MagForce AG hauptsächlich aus Bankkrediten in Höhe von 16,77 Mio. € (31.12.20: 15,73 Mio. €). Hierbei handelt es sich um Darlehen der Europäischen Investitionsbank (EIB), die zum Bilanzstichtag ein ausstehendes Volumen in Höhe von 16,77 Mio. € (31.12.20: 15,73 Mio. €) hatten. Zudem besteht mit Yorkville Advisors sowie mit der Apeiron Investment Group Ltd. eine Vereinbarung zur Ausgabe von Wandelanleihen. Per 31.12.2021 waren diesbezüglich Wandelanleihen in einem Volumen von 8,88 Mio. € ausgegeben.

Freier Cashflow und Finanzierungs-Cashflow (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Dem erwartungsgemäß negativen operativen Cashflow in Höhe von -4,93 Mio. € (VJ: -5,70 Mio. €) bzw. freien Cashflow in Höhe von -6,75 Mio. € (VJ: -8,68 Mio. €) stand ein Ausbau der Finanzverbindlichkeiten und damit ein Finanzierungs-Cashflow in Höhe von 5,15 Mio. € (VJ: 10,22 Mio. €) gegenüber. Zum 31.12.2021 weist die MagForce AG damit einen Rückgang der liquiden Mittel auf 0,11 Mio. € (31.12.20: 1,71 Mio. €) auf. Im Juni 2022, also nach dem Bilanzstichtag, hat die Gesellschaft Inhaberschuldverschreibungen an Lansdowne Investment Company Cyprus Limited in Höhe von 3,5 Mio. € ausgegeben, was zu einem Anstieg der liquiden Mittel geführt haben dürfte.

Analog zum Nachsteuerergebnis minderte sich das Eigenkapital zum 31.12.2021 auf 26,84 Mio. € (31.12.20: 35,52 Mio. €). Im Eigenkapital ist ein Bilanzverlust in Höhe von 56,62 Mio. € (31.12.20: 46,05 Mio. €) enthalten, welcher aufgrund der erwarteten Minderung der zu zahlenden Steuern als Asset für die künftige Unternehmensentwicklung betrachtet werden könnte.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	2,98	15,73	36,79	61,87	92,03	117,06	135,20	153,48
EBITDA	-5,32	-3,16	8,29	26,50	43,41	56,93	65,90	74,96
EBIT	-6,22	-4,66	6,19	23,19	38,03	50,65	58,71	66,87
JÜ vor Minderheiten	-10,57	-10,64	-9,52	1,32	17,76	34,09	65,84	76,32

Quelle: GBC AG

Unternehmensstrategie

Wie auch in unseren bisherigen Researchstudien basieren unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen der MagForce AG auf den beiden Pfeilern der Kommerzialisierung, der Behandlung von Glioblastom in Europa einerseits sowie der Prostatakrebsbehandlung in den USA auf der anderen Seite.

Derzeit deckt die MagForce AG mit den Behandlungszentren in Münster, Zwickau, Mühlhausen sowie Lublin wichtige Regionen zur **Glioblastom**-Behandlung in Deutschland und in Polen ab. Um eine weitere regionale Abdeckung zu erreichen, sollen Vereinbarungen mit öffentlichen und privaten Krankenhäusern getroffen werden. In den Partnerkliniken soll demnach Patienten, als Vorbereitung zur Behandlung in einem NanoActivator-Gerät, NanoTherm-Flüssigkeit instilliert werden. Diese Patienten werden dann an das nächste Behandlungszentrum überwiesen, das über einen NanoActivator verfügt, mittels dem die NanoTherm Partikel aktiviert werden.

Ein weiterer Aspekt der Ausweitung der Behandlungskapazitäten ist die Fortsetzung des europäischen Roll-Outs. Neben dem Behandlungszentrum in Polen wird im zweiten Halbjahr 2022, nach Vorliegen der behördlichen Genehmigung, ein zweiter ausländischer Standort in Spanien eröffnet werden. Hier hatte die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Kooperationsvereinbarung mit der spanischen Klinik Compolejo Hospitalario Integral Privado (CHIP) vereinbart. In dieser Klinik soll die von der Gesellschaft selbst entwickelte „Plug-and-Treat“-Lösung zum Einsatz kommen, die von einer schnellen und kostengünstigen Installation gekennzeichnet ist. Die Kooperation mit der spanischen Klinik ist unserem Verständnis nach als ein weiterer Schritt der Roll-Out-Strategie zu verstehen. Demnach befindet sich die MagForce AG in Verhandlungen mit weiteren möglichen Partnern in Österreich, Deutschland und Italien, was dann zu einer deutlichen Ausweitung der Patientenbehandlungen führen sollte.

Ein wichtiger Bestandteil der Kommerzialisierungsstrategie ist zudem die Etablierung eines Verfahrens zur Erstattung der Behandlungskosten. In Polen wurde beispielsweise ein so genanntes Investigator Initiated Trial eingeleitet, auf dessen Basis die Kostenerstattung beantragt werden soll. Für Deutschland soll im Rahmen eines Erprobungsverfahrens die Kostenerstattung stärker adressiert werden. Derzeit werden die Glioblastom-Behandlungen auf Einzelantrag von privaten Krankenversicherungen sowie in Polen durch Crowd-Funding oder vom Patienten selbst finanziert.

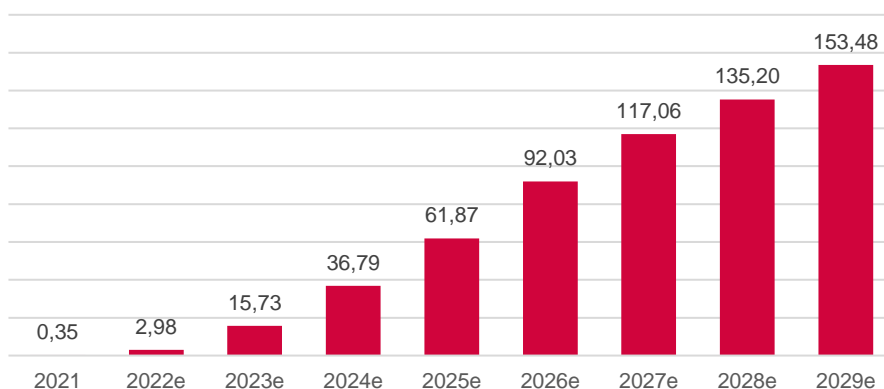
Die Einreichung des FDA-Zulassungsantrags für die **Prostatabehandlung** in den USA wird für den Jahreswechsel 2022/2023 erwartet. Da die aktuelle laufende Stufe 2b der Zulassungsstudie, in der bis zu 100 Männer behandelt werden, in den eigenen MagForce-Standorten in San Antonio, Seattle und Sarasota durchgeführt wird, ist ein nahtloser Beginn der kommerziellen Behandlungen gewährleistet. Es müssen keine Räumlichkeiten angemietet, keine Technik aufgebaut und kein Personal rekrutiert werden. Da die Gesellschaft die Prostata-Patienten in den USA im Rahmen eigener so genannter „Focal Treatment Centers“ behandelt, die durch eigenes Fachpersonal betrieben werden, liegt

eine hohe Wertschöpfung vor. Diese geht mit deutlich höheren und nachhaltigeren Umsatzpotenzialen als beim Verkauf der Behandlungsgeräte einher. Zudem liegen eine hohe Skalierbarkeit und ein hohes Rentabilitätsniveau vor.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Da die Zulassung zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA erst zum Jahreswechsel vorliegen dürfte, rechnen wir hieraus für das laufende Geschäftsjahr noch mit niedrigen Umsätzen. Diese stehen im Zusammenhang mit der Kostenübernahme der Studienkosten durch die Amerikanische Ärztevereinigung. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2023 sollte ein sichtbarer Umsatzsprung erreicht werden.

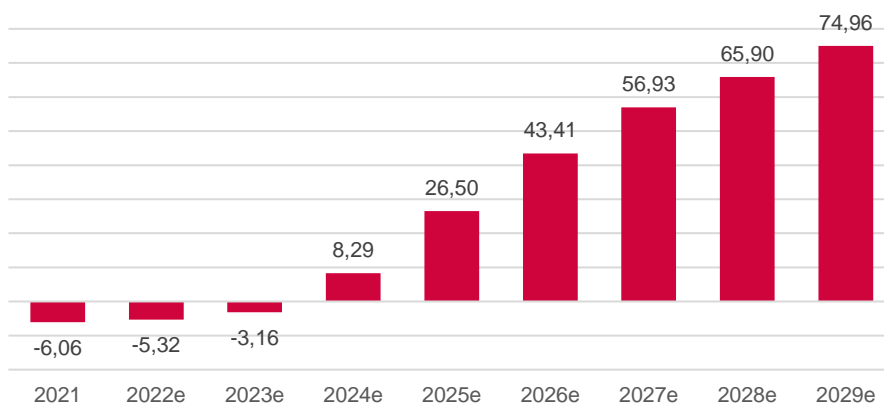
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Hiervon ausgehend, sollte ab dem Geschäftsjahr 2024 der Break-Even auf allen Ergebnisebenen erreicht werden. Besonders bei der Behandlung von Prostatakrebs sollte die Gesellschaft in der Lage sein, hohe Ergebnismargen zu erreichen.

EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Anmerkung: Die Umsatzerlöse bei der Prostatabehandlung in den USA werden von der 65,3%igen Tochtergesellschaft MagForce USA, Inc. erwirtschaftet. Wir nehmen in unseren Prognosen eine quasi-Vollkonsolidierung vor und ziehen bei der Bewertung den gemittelten Anteil der Minderheiten ab.

Peer-Group-Analyse

Bei der Technologie der MagForce AG handelt es sich um eine neuartige Behandlung von Glioblastom und Prostatakrebs. Unseren Recherchen zur Folge bietet kein Unternehmen eine vergleichbare Technologie an. Darüber hinaus gibt es keine vergleichbare regionale Aufstellung in den von der MagForce AG spezifisch adressierten Indikationsbereichen, so dass sich u.E. keine aussagekräftige Peer-Group-Analyse erstellen lässt.

Bewertung

Modellannahmen

Die MagForce AG wurde von uns mittels eines DCF-Modells bewertet. Dabei haben wir auf Grundlage des Kommerzialisierungsplans der Gesellschaft für die Jahre 2022 - 2029 konkrete Umsatz- und Ergebnisschätzungen erstellt. Aufgrund der aufgelaufenen Verlustvorträge haben wir eine Steuerquote in Höhe von 30 % erst ab dem Geschäftsjahr 2027 berücksichtigt. In der zweiten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Umsatzwachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes liegt bei 0,80 % (bisher: 0,25 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 2,04 (bisher 1,98). Die Anhebung des unternehmensspezifischen Risikos haben wir, bis zur erwarteten Marktzulassung zur Prostatakrebs-Behandlung, vorgenommen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,00 % (bisher: 11,15 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,76 % (bisher: 9,91 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 9,15 € (bisher: 11,00 €) ermittelt.

DCF-Modell

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-Marge	48,8%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
Working Capital zu Umsatz	40,0%	ewige EBITA - Marge	41,6%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	2,98	15,73	36,79	61,87	92,03	117,06	135,20	153,48	
US Veränderung	395,1%	427,7%	133,9%	68,1%	48,8%	27,2%	15,5%	13,5%	2,0%
EBITDA	-5,32	-3,16	8,29	26,50	43,41	56,93	65,90	74,96	
EBITDA-Marge	neg.	-20,1%	22,5%	42,8%	47,2%	48,6%	48,7%	48,8%	
EBITA	-6,22	-4,66	6,19	23,19	38,03	50,65	58,71	66,87	
EBITA-Marge	neg.	-29,6%	16,8%	37,5%	41,3%	43,3%	43,4%	43,6%	41,6%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,19	-17,61	-20,06	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-6,22	-4,66	6,19	23,19	38,03	35,45	41,10	46,81	
Kapitalrendite	neg.	-219,6%	72,6%	155,4%	87,5%	52,7%	49,9%	49,4%	42,5%
Working Capital (WC)	-3,00	0,00	3,00	24,75	36,81	46,83	54,08	61,39	
WC zu Umsatz	neg.	4,8%	15,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	
Investitionen in WC	-2,98	-3,00	-3,00	-21,75	-12,07	-10,01	-7,25	-7,31	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,12	8,52	11,92	18,72	30,48	35,59	40,72	45,88	
AFA auf OAV	-0,90	-1,50	-2,10	-3,30	-5,38	-6,28	-7,19	-8,10	
AFA zu OAV	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
Investitionen in OAV	-1,08	-4,90	-5,50	-10,10	-17,14	-11,39	-12,32	-13,26	
Investiertes Kapital	2,12	8,52	14,92	43,47	67,29	82,41	94,80	107,27	
EBITDA	-5,32	-3,16	8,29	26,50	43,41	56,93	65,90	74,96	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,19	-17,61	-20,06	
Investitionen gesamt	-4,06	-7,90	-8,50	-31,85	-29,20	-21,40	-19,57	-20,57	
Investitionen in OAV	-1,08	-4,90	-5,50	-10,10	-17,14	-11,39	-12,32	-13,26	
Investitionen in WC	-2,98	-3,00	-3,00	-21,75	-12,07	-10,01	-7,25	-7,31	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-9,37	-11,06	-0,21	-5,35	14,21	20,33	28,71	34,33	495,65

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	282,17	323,61
Barwert expliziter FCFs	39,87	55,22
Barwert des Continuing Value	242,31	268,39
Nettoschulden (Net debt)	-13,69	2,23
Wert des Eigenkapitals	295,86	321,38
Fremde Gewinnanteile	-43,68	-47,45
Wert des Aktienkapitals	252,18	273,93
Ausstehende Aktien in Mio.	29,93	29,93
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,43	9,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,8%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	2,04
Eigenkapitalkosten	12,0%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	5,4%

WACC **10,8%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,8%	9,8%	10,8%	11,8%	12,8%
40,5%	12,01	10,17	8,77	7,69	6,82
41,5%	12,28	10,39	8,96	7,85	6,96
42,5%	12,56	10,62	9,15	8,01	7,10
43,5%	12,83	10,84	9,34	8,17	7,24
44,5%	13,10	11,07	9,53	8,33	7,37

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 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 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.)

(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, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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