



Researchstudie (Anno)

MagForce AG



**Zulassung in den USA schreitet voran,
Roll-Out-Plan in Europa befindet sich der in der Umsetzung,
komfortable Finanzausstattung nach Kapitalerhöhung**

Kursziel: 13,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16

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“

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

Kaufen

Kursziel: 13,50 €
(bisher: 15,30 €)

aktueller Kurs: 4,46
10.09.19 / XETRA / 10:47 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
WKN: AOHGQF
Börsenkürzel: MF6
Aktienanzahl³: 27,64
Marketcap³: 123,14
EnterpriseValue³: 109,20
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

Fokus: Krebstherapie

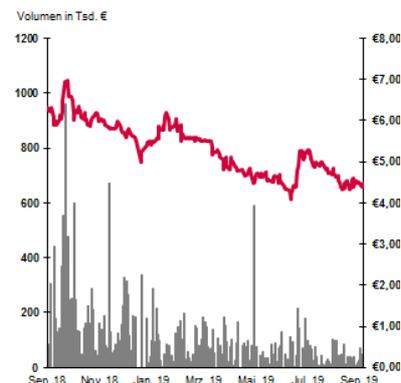
Mitarbeiter: 28 Stand: 31.12.2018

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Ben J. Lipps, Prof. Dr. Hoda Tawfik,
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 für die lokale Behandlung von nahezu allen soliden Tumoren geeignet. Die Behandlung erfolgt durch Wärme, die mittels Aktivierung von injizierten superparamagnetischen Nanopartikeln erzeugt wird. Die Bestandteile dieser Therapie, die Medizinprodukte NanoTherm[®], NanoPlan[®], Thermometrie-Katheter TK01, NanoActivator[®] mit der Thermometrie Einheit, haben die EU-weite Zertifizierung für die Behandlung von Gehirntumoren. Ziel der neuartigen Krebstherapie ist es, sich neben den konventionellen Therapieverfahren, wie beispielsweise Chirurgie, Strahlen- und Chemotherapie, als weitere Säule in der Krebstherapie zu etablieren. Laut verfügbaren Daten zeigt die NanoTherm-Therapie vielversprechende Effektivität und ist darüber hinaus gut verträglich.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	0,07	0,92	5,29	23,02	41,67	65,82
EBITDA	7,43	-7,12	-4,79	3,35	12,23	25,51
EBIT	6,83	-7,63	-5,26	2,60	11,34	24,21
JÜ vor Minderheiten	4,36	-9,46	-7,40	0,27	9,24	23,17

Kennzahlen

EV/Umsatz	1629,84	118,69	20,64	4,74	2,62	1,66
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	32,60	8,93	4,28
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	42,00	9,63	4,51
KGV (vor Minderheiten)	neg.	neg.	neg.	456,06	13,33	5,31

Finanztermine

31.10.19: Halbjahresbericht 2019
24-26.11.19: Eigenkapitalforum Frankfr.

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.11.2018: RS / 15,30 / KAUFEN
10.08.2018: RS / 15,80 / KAUFEN
04.07.2018: RS / 15,80 / KAUFEN
06.03.2018: RS / 15,80 / KAUFEN
24.08.2017: RS / 15,00 / 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 17

EXECUTIVE SUMMARY

- Die MagForce AG hat bei der Zulassung zur Prostatabehandlung in den USA wichtige Fortschritte erreicht. Nachdem Anfang 2018 von der FDA die Genehmigung zur Durchführung einer Registrierungsstudie erfolgt ist, hat die MagForce AG Mitte 2018 den ersten Patienten einbezogen. Mit Meldung vom 27.08.2019 hat die Gesellschaft den erfolgreichen Abschluss der ersten Studienphase bekannt gegeben. Im Rahmen dieser Studienphase wurden die Behandlungsprozesse erfolgreich etabliert, wobei nur geringe Nebenwirkungen bei den behandelten Patienten festgestellt wurden. Bis zum kommenden Geschäftsjahr soll die Technologie in der zweiten Studienphase an bis zu 110 Patienten in drei urologischen Fachzentren untersucht werden. Im Rahmen der Registrierungsstudie soll dabei aufgezeigt werden, dass Prostatakrebspatienten länger in den so genannten aktiven Beobachtungsprogrammen (active surveillance programme) bleiben können. Ein langer Verbleib in solchen Programmen bedeutet einen stabilen Krankheitsverlauf, womit die Notwendigkeit von Behandlungen mit hohen Nebenwirkungen ausbleibt. Die Marktzulassung sollte unseren Erwartungen in Q3/Q4 2020 erfolgen und entsprechend ab Ende 2020 für einen Anstieg der Behandlungserlöse in diesem Bereich sorgen.
- Die MagForce AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 weitere Meilensteine in der Forcierung der Kommerzialisierung der eigenentwickelten Technologie bzw. in der Marktzulassung in den USA erreicht. Bei der in Europa zur Behandlung bösartiger Gehirntumore zugelassenen NanoTherm[®]-Technologie wurde dabei die Expansionsstrategie weiter fortgesetzt. Nachdem die mobile NanoTherm[®]-Lösung im vergangenen Geschäftsjahr fertigentwickelt wurde, konnten zwischenzeitlich zwei Kooperationsvereinbarungen mit Behandlungszentren abgeschlossen werden. In der Eigenständigen Öffentlichen Klinik Nr. 4 in Lublin (Polen) wurde im April 2019 erstmals die mobile Behandlungslösung installiert. Eine weitere Kooperation wurde mit der Parcelsus-Klinik in Zwickau abgeschlossen, bei der im zweiten Halbjahr 2019 ein weiteres mobiles Behandlungszentrum installiert wird.
- Flankierend hierzu sollte die Gesellschaft in der Lage sein, auch in Europa einen Anstieg der zuletzt noch sehr niedrigen kommerziellen Behandlungserlöse zu erzielen. Die Grundlage dafür sollten die neu erschlossenen Behandlungszentren einerseits sowie eine Fortsetzung der Expansionsstrategie andererseits sein. Durch die mobile Lösung können dabei neue Kooperationen schnell umgesetzt werden, da keine feste Installation innerhalb der Krankenhaus-Infrastruktur notwendig ist. Neben der Expansion in Deutschland rechnen wir in Kürze mit dem erstmaligen Markteintritt in Spanien und Italien.
- In unseren Umsatzprognosen unterstellen wir insbesondere ab dem kommenden Geschäftsjahr 2020 einen deutlichen Anstieg der kommerziellen Umsätze in Europa. Die Erschließung des deutlich umfangreicheren Prostatasegments in den USA haben wir in unseren Prognosen ab Ende des kommenden Geschäftsjahres 2020 unterstellt. Hier sollte die MagForce AG rasch auf eine höhere Anzahl an Behandlungen kommen. Dementsprechend sollte das Umsatzvolumen ab 2021 eine nennenswerte Größenordnung erreichen, mit einem dazugehörigen nachhaltigen Erreichen des EBITDA-Break-Even.
- Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 13,50 € (bisher: 15,30 €) ermittelt. Die leichte Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge der Verschiebung der Marktzulassung bei der Behandlung von Prostatakrebs in den USA. Andererseits haben wir für Europa eine etwas kon-

servativere Umsatz- und Ergebnisplanung erstellt. Schließlich haben wir auch einen Verwässerungseffekt als Konsequenz der jüngst durchgeführten Kapitalerhöhung (1,18 Mio. neue Aktien zu 4,25 € je Aktie) berücksichtigt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Die MagForce-Technologie.....	5
NanoTherm®	5
NanoActivator®	6
NanoPlan®	6
Aktueller Vermarktungsstand	6
Glioblastom-Behandlung in Europa.....	6
Prostatakrebs-Behandlung in den USA.....	7
Markt und Marktumfeld	8
Marktpotenziale Glioblastom.....	8
Marktpotenziale Prostatakrebs.....	9
Unternehmensentwicklung	10
Geschäftsentwicklung 2018	10
Vermögenslage zum 31.12.2018	11
Prognose und Bewertung	12
Prognosegrundlage - Glioblastom.....	12
Prognosegrundlage – Prostata	12
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	13
Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

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

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 neuartiges 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

Im Rahmen der Vermarktungsstrategie ist es geplant, die NanoTherm[®]-Therapie bei der Behandlung von (1) **bösartigen Hirntumoren** (Glioblastom) in Europa sowie bei der Behandlung von (2) **intermediärem Prostatakrebs** in den USA einzusetzen. Während für die Glioblastom-Behandlung, als ersten Pfeiler dieser Strategie, alle notwendigen Genehmigungen vorliegen und damit die kommerzielle Behandlungsphase begonnen hat, wird derzeit für die Zulassung zur Behandlung von Prostatakrebs eine klinische Studie durchgeführt.

Glioblastom-Behandlung in Europa

Bei der Behandlung bösartiger Hirntumore in Europa, für die seit 2010 die Genehmigung der europäischen Behörden vorliegt, befindet sich die MagForce AG derzeit in der Roll-Out-Phase der eigenen NanoTherm[®]-Technologie. Derzeit bieten in Deutschland und Polen vier Standorte eine NanoTherm[®]-Behandlung an, wobei hier der Schwerpunkt auf der Zusammenarbeit mit Meinungsführern liegt, um die Bekanntheit der Technologie zu erhöhen. Aus Deutschland heraus sollen in weiteren ausgewählten europäischen Ländern wie etwa Italien oder Spanien, weitere Behandlungszentren erschlossen werden. Insbesondere Polen hat sich, aufgrund einer sehr hohen Quote bei den Patientenfragen und der Bereitschaft für Privatzahlungen der Behandlungskosten, als ein wichtiger Ziel-Standort für die MagForce AG herauskristallisiert.

Um den Patienten einen schnellen Zugang zur Therapie zu ermöglichen, ist es notwendig, Behandlungszentren in Patientennähe zu etablieren. Diesbezüglich hat die MagForce AG eine mobile Lösung (NanoActivator[®]-Container) entwickelt, wodurch ein kostengünstiger und schneller Roll-Out umgesetzt 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. Diesbezüglich erfolgte in 2018 mit der öffentlichen Klinik Nr. 4 in Lublin die erste Kooperationsvereinbarung mit einem ausländischen Behandlungszentrum, in dem mittlerweile der installierte mobile NanoActivator[®] einsatzbereit ist.

Prostatakrebs-Behandlung in den USA

Die US-amerikanische Zulassungsbehörde FDA hat in 2018 die Genehmigung zur Durchführung einer klinischen Studie an bis zu 120 Patienten erteilt. Wichtig in diesem Zusammenhang ist die Einstufung der MagForce-Technologie als Investigative Device Exemption (IDE), also als ein Medizinprodukt, was bei der Zulassung mit einem deutlich geringeren Zeit- und Kostenaufwand einhergeht. Mitte 2018 wurde der erste Patient für die pivotale, mehrstufige, einarmige Studie, die an den urologischen Fachzentren der University of Texas, an der Texas Urology Group und an der University of Washington in Seattle durchgeführt werden, eingeschlossen. Im Rahmen der Registrierungsstudie soll dabei aufgezeigt werden, dass Prostatakrebspatienten länger in den so genannten aktiven Beobachtungsprogrammen (active surveillance programme) bleiben können. Ein langer Verbleib in solchen Programmen bedeutet einen stabilen Krankheitsverlauf, womit die Notwendigkeit von Behandlungen mit hohen Nebenwirkungen ausbleibt.

In 2019 sollen ambulante NanoActivator[®]-Stühle in den Zentren, in denen „active surveillance programme“ angeboten werden, eingeführt werden sowie mit der Schulung der Ärzte in der NanoTherm-Therapie begonnen werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

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

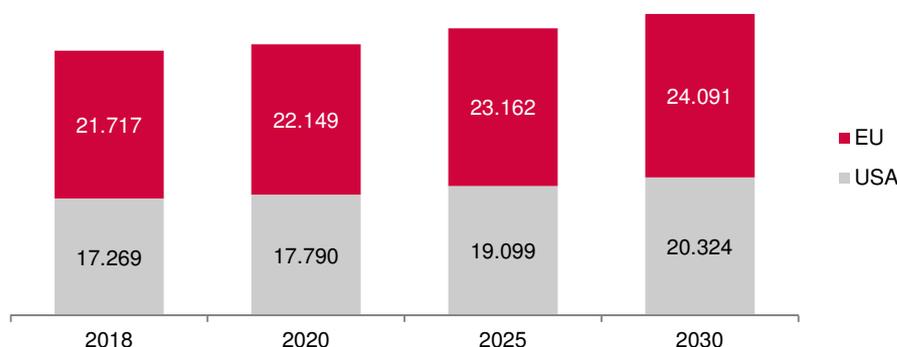
Marktpotenziale Glioblastom

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

Gemäß Daten von GLOBOCAN lag die weltweite Zahl der Krebserkrankungen, die das Gehirn und Nervensystem betrafen, in 2018 bei 296,8 Tausend. Gemäß Daten des Robert-Koch-Institutes betreffen hiervon rund 95 % das Gehirn, wobei die bösartige Form Glioblastom besonders häufig vorkommt. Bei Erwachsenen stellt dies annähernd drei Viertel aller neu festgestellten Hirntumore dar. Davon ausgehend liegt die Prävalenz von Glioblastom bei knapp über 3,0 von 100.000. Trotz intensiver Therapien weisen Patienten mit bösartigem Hirntumor dabei eine sehr geringe mittlere Überlebenszeit auf, welche abhängig von Stadium und vom Alter des Patienten zwischen 7,5 Monate und 17,1 Monate liegt. Die 5-Jahres-Überlebensrate liegt derzeit bei unter 5,0 %.

Ausgehend von der festgestellten Prävalenz haben wir, unter Berücksichtigung der GLOBOCAN-Zahlen (Basis: einjährige Inzidenz) zu Krebserkrankungen des zentralen Nervensystems, in Europa über 21.500 Fälle an Glioblastom-Patienten ermittelt. In den USA dürfte es rund 17.300 Erkrankte geben. Ähnlich wie bei den anderen Krebserkrankungen liegt die größte Inzidenz in einem fortgeschrittenen Alter von 64 Jahren. Damit dürften auch hier die demografischen Faktoren eine Rolle bei der Entwicklung der weiteren Fallzahlen spielen. Bis 2025 rechnen wir mit einem Anstieg der Glioblastom-Fälle auf 23.160 in Europa sowie auf 19.100 in den USA:

GBC-Prognose zu den Glioblastom-Erkrankungen



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

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

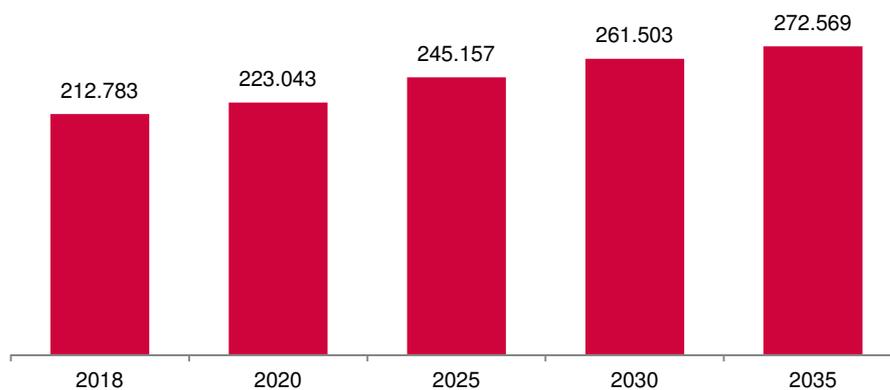
nation an. Demzufolge ist bei dem neuen MagForce-Behandlungsansatz von einer relativ hohen Marktdurchdringung auszugehen.

Marktpotenziale Prostatakrebs

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

In den USA, dem von der MagForce AG zunächst adressierten Markt, erkranken jedes Jahr etwa 210.000 Männer an Prostatakrebs, wobei hier für die nächsten Jahre von einem deutlichen Anstieg der jährlichen Fallzahlen ausgegangen wird. Bis zum Jahr 2035 sollen jährlich rund 272.000 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. Die Behandlung von Glioblastom und Prostatakrebs wird von der MagForce AG dabei im ersten Schritt als „Proof of Concepts“ herangezogen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung 2018

in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	2,58	0,47	0,72	0,07
Gesamtleistung	7,70	1,58	4,64	14,98
EBIT	-1,88	-7,46	-7,41	6,83
Periodenergebnis	-1,55	-7,23	-7,47	4,36

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2018 war bei der MagForce AG von der Roll-Out-Phase in Europa (Behandlung Glioblastom) sowie vom Fortschritt bei der Zulassung für die Behandlung von Prostatakrebs in den USA geprägt. Besonders im Vordergrund steht hier einerseits die im Juni 2018 bekannt gegebene Kooperationsvereinbarung mit der Eigenständigen Öffentlichen Klinik Nr. 4 der Medizinischen Universität in Lublin (Polen), eines der bekanntesten Behandlungszentren für Hirntumore in Polen. Zwischenzeitlich wurde hier der erste mobile NanoActivator[®] installiert. Darüber hinaus hat die Gesellschaft in 2018 von der FDA die Genehmigung zur Durchführung einer klinischen Studie an bis zu 120 Patienten erhalten, wobei die MagForce-Technologie, wie auch schon in Europa, als ein Medizinprodukt eingestuft wurde. Dies ist als ein wichtiger Meilenstein für die Gesellschaft zu betrachten.

Aufgrund der noch geringen Anzahl an kommerziellen Behandlungen ist das GuV-Bild der MagForce AG weiterhin von niedrigen Umsätzen geprägt. Mit der Installation der mobilen NanoTherm[®]-Lösung in Polen und in Zwickau zeichnet sich bereits für das laufende Geschäftsjahr ein deutlicher Anstieg der Behandlungszahlen ab, was sich entsprechend in einem Anstieg des Umsatzniveaus wiederfinden sollte. Dass die Gesellschaft aber in 2018 insgesamt dennoch einen starken Anstieg der Gesamtleistung auf 14,98 Mio. € erreicht hatte, liegt an der Aufdeckung stiller Reserven bei der US-amerikanischen Tochtergesellschaft MagForce USA, Inc. Im Zuge der Übertragung von Anteilen dieser Tochter auf die Zwischenbeteiligungsgesellschaft MagForce USA Holding GmbH wurden ergebnis- jedoch nicht liquiditätswirksame stille Reserven in Höhe von 13,90 Mio. € gehoben. Der Bewertungsanstieg der Tochtergesellschaft ist dabei als eine Folge des erreichten Fortschritts bei der Zulassung in den USA zu sehen.

Folglich weist die MagForce AG mit einem EBIT in Höhe von 6,83 Mio. € (VJ: -7,41 Mio. €) ein ungewöhnlich hohes Ergebnissniveau auf. Dem steht, infolge der Aufnahme der ersten Kredittranche des EIB-Darlehens in Höhe von rund 10,00 Mio. € zwar ein Anstieg der Zinsaufwendungen auf 1,82 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €) gegenüber, auch beim Nachsteuerergebnis war aber die MagForce AG in der Lage einen neuen Rekordwert zu erzielen. Erstmals weist die Gesellschaft dabei mit 4,36 Mio. € (VJ: -7,47 Mio. €) ein positives Ergebnissniveau auf.

Allerdings gilt es auch hier einzuschränken, dass es sich dabei um eine von Sondereffekten geprägte Entwicklung handelt, die zudem keinen Liquiditätszugang zur Folge hatte. Dementsprechend nimmt die Finanzierung der Gesellschaft, vor dem Hintergrund der noch niedrigen Umsatzerlöse, weiterhin eine wichtige Rolle ein.

Vermögenslage zum 31.12.2018

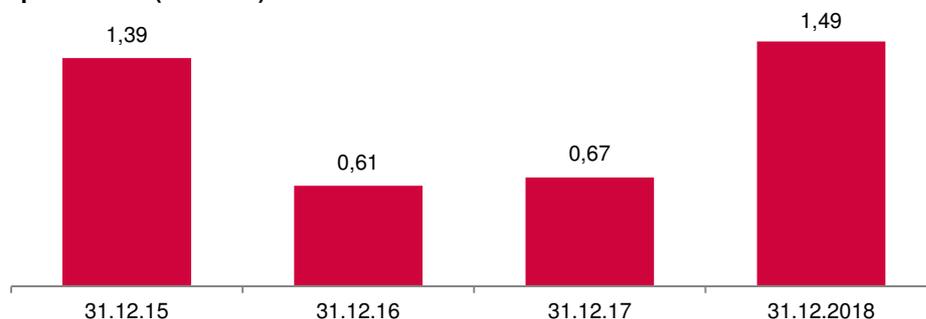
in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	22,88	15,65	13,19	18,16
<i>davon Bilanzverlust</i>	-41,73	-48,96	-56,42	-52,06
Bankverbindlichkeiten und Wandelanleihe	0,00	0,00	5,00	15,88
Liquide Mittel	1,39	0,61	0,67	1,49
Wertansatz Tochterunternehmen	15,03	15,03	20,67	34,47
Cashflow (Operativ)	-5,19	-6,58	-5,34	-7,11
Cashflow (Investition)	-2,58	3,07	-0,58	-1,37
Cashflow (Finanzierung)	0,00	2,72	5,97	9,30

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Dass der Fokus insbesondere auf der Finanzierung des operativen Geschäftes liegt, welches derzeit noch von den Roll-Out-Aktivitäten in Europa und von der Zulassung in den USA geprägt ist, wird anhand des operativen Liquiditätsabflusses in Höhe von -7,11 Mio. € (VJ: -5,34 Mio. €) sichtbar. Zusammen mit den Investitionen für den Bau des mobilen NanoActivators® belief sich der freie Cashflow auf -8,48 Mio. € (VJ: -5,92 Mio. €) und damit deutlich unter dem Vorjahreswert. In den vergangenen sechs Geschäftsjahren hatte die Gesellschaft durchschnittlich einen Free Cashflow in Höhe von -7,28 Mio. € ausgewiesen.

Die MagForce AG hat in den vergangenen Geschäftsjahren verschiedene Finanzierungsinstrumente genutzt. Neben der Ausgabe einer Wandelanleihe wurden dabei Kapitalerhöhungen durchgeführt sowie Fremdkapital aufgenommen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 wurde dabei die erste Tranche aus einer Finanzierungsvereinbarung mit der EIB (Europäische Investitionsbank) in Höhe von rund 10,0 Mio. € aufgenommen. Laut EIB-Vereinbarung können insgesamt bis zu 35 Mio. € aufgenommen werden, was einen umfangreichen Finanzierungspuffer darstellt. Während noch in den Vorjahren Kapitalerhöhungen durchgeführt wurden, war dies auf Ebene der MagForce AG in 2018 nicht der Fall. Allerdings hatte die nicht voll konsolidierte Tochtergesellschaft MagForce USA, Inc. im August 2018 eine Kapitalerhöhung in Höhe von brutto 9,0 Mio. USD durchgeführt, was die Finanzierung bis zur erwarteten Markteinführung (Ende 2020) sicherstellt.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Trotz operativen Liquiditätsabflusses weist die MagForce AG in den vergangenen Geschäftsjahren eine solide Entwicklung der liquiden Mittel auf. Zu berücksichtigen gilt hier, dass die Gesellschaft in der Lage ist, auftretenden Liquiditätsbedarf durch die EIB-Vereinbarung zeitnah zu decken. Darüber hinaus hat die MagForce AG im Juni 2019 eine weitere Kapitalerhöhung (Bruttoemissionserlös: 5,0 Mio. €) erfolgreich platziert. Die eingeworbenen Mittel sollen für die Finanzierung des europäischen Roll-Outs verwendet werden.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatzerlöse	0,92	5,29	23,02	41,67	65,82	89,83	115,55	152,64
EBITDA	-7,12	-4,79	3,35	12,23	25,51	38,68	53,15	70,21
EBIT	-7,63	-5,26	2,60	11,34	24,21	36,95	50,63	66,39
JÜ vor Minderheiten	-9,46	-7,40	0,27	9,24	23,17	37,84	65,82	86,30

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage - Glioblastom

Wir haben unsere nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisprognosen auf Grundlage der beiden Kommerzialisierungspfade in Europa (Glioblastom) und in den USA (Prostatakrebs) ausformuliert. Auch wenn die MagForce AG eine Ausweitung der Indikationsbereiche in den beiden Zielregionen umsetzen könnte, unterstellen wir dies als ein mögliches Upsidepotenzial, ohne es jedoch konkret in den Prognosen einzubeziehen.

Ein wichtiger Aspekt für die kurzfristige Erzielung von Umsatzerlösen ist die Steigerung der kommerziellen Umsätze bei der Behandlung von Glioblastom. Hier spielt zunächst insbesondere das neu erschlossene Behandlungszentrum in Lublin (Polen), in dem im April 2019 die mobile NanoTherm®-Technologie in Betrieb genommen wurde, eine wichtige Rolle. Die damit mögliche Adressierung des polnischen Marktes ist insbesondere vor dem Hintergrund nachvollziehbar, da mehr als 40 % von den in 2018 erhaltenen über 700 Patientenfragen aus dieser Region stammen. Eine räumliche Nähe zu den Patienten ist dabei notwendig, da es sich bei der Glioblastom-Erkrankung um ein schnell fortschreitendes Krankheitsbild handelt, welches für den Patienten hohe Mobilitätseinschränkungen bedeutet. Zwar wird in Polen weiterhin die Kostenerstattung der Behandlungskosten forciert, derzeit steht noch die Selbstfinanzierung der Behandlungskosten (u.A. Crowdfunding) im Fokus.

Auch in Deutschland soll die Kostenerstattung vorangetrieben werden und damit die Anzahl der Behandlungen gesteigert werden. MagForce AG kann hier bereits erste Erfolge melden. Während bislang eine patientenindividuelle Kostenerstattung erwirkt wurde, können zukünftig, aufgrund der zunehmenden Fallzahlen, die Behandlungszentren die Budgets mit den Krankenkassen verhandeln. Das Thema Kostenerstattung wird aber noch in den kommenden Geschäftsjahren weiter verfolgt. Auch für Deutschland rechnen wir, nachdem die nächste Kooperationsvereinbarung mit der Parcelsus-Klinik in Zwickau bekannt gegeben wurde, mit einer steigenden Anzahl an Behandlungen. Die in 2018 entwickelte mobile NanoTherm®-Lösung dürfte sich hier bei der Erschließung neuer Kooperationszentren als hilfreich erweisen. Dabei ist keine feste Installation innerhalb der Krankenhaus-Infrastruktur notwendig, mit entsprechenden Kosten- und Zeitvorteilen für das Behandlungszentrum.

Die Erschließung neuer Regionen lässt sich somit deutlich einfacher bewerkstelligen. Gemäß Unternehmensangaben werden derzeit konkrete Gespräche für den erstmaligen Eintritt in Spanien und Italien geführt. Wir rechnen damit, dass noch im laufenden bzw. zu Beginn des kommenden Geschäftsjahres entsprechende Erfolgsmeldungen publiziert werden.

Prognosegrundlage – Prostata

Die Zulassung zur Behandlung von Prostata-Krebs in den USA ist im abgelaufenen Geschäftsjahr mit der Studiengenehmigung durch die FDA weiter vorangeschritten. Wichtig ist hier der Umstand, wonach die MagForce-Technologie als „Medical Device“

eingestuft wurde. Mit Meldung vom 27.08.2019 hat die Gesellschaft den erfolgreichen Abschluss der ersten Studienphase bekannt gegeben. Im Rahmen dieser Studienphase wurden die Behandlungsprozesse erfolgreich etabliert, wobei nur geringe Nebenwirkungen bei den behandelten Patienten festgestellt wurden. Die klinische Registrierungsstudie wird an insgesamt bis zu 120 Patienten fortgesetzt. Bislang hatten wir die Zulassung für die zweite Jahreshälfte des laufenden Geschäftsjahres 2019 unterstellt, eine Annahme, die aber zu optimistisch war.

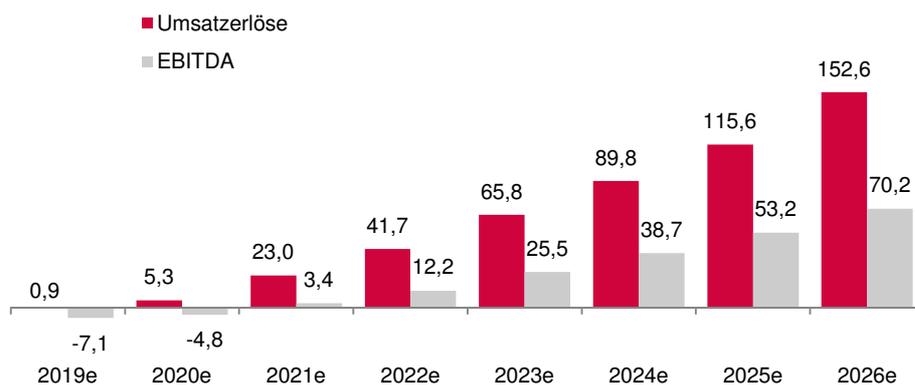
Laut Gesellschaftsangaben wurden die Prozesse bei den Patienten des ersten Studienteils sehr sorgfältig erarbeitet, was mit einem höheren Zeitaufwand einhergegangen ist. Speziell die Einbringung der Nanopartikel wurde optimiert, um eine hohe Standardisierung für den zweiten Studienteil zu erreichen. Vor diesem Hintergrund sollte die Zulassung, unseren Erwartungen zufolge, erst ab Mitte des kommenden Geschäftsjahres 2020, und damit etwa 12 Monate später als bislang angenommen, erfolgen. Dies haben wir entsprechend in unseren nachfolgenden Prognosen berücksichtigt.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

In unseren Umsatzprognosen unterstellen wir insbesondere ab dem kommenden Geschäftsjahr 2020 einen deutlichen Anstieg der kommerziellen Behandlungsumsätze in Europa. Neben den bereits installierten Geräten berücksichtigen wir dabei die Fortsetzung der Expansionsstrategie sowohl in Deutschland als auch in Europa.

Die Erschließung des deutlich umfangreicheren Prostatasegments in den USA haben wir in unseren Prognosen ab Ende des kommenden Geschäftsjahres 2020 unterstellt. Hier sollte die MagForce AG rasch auf eine nennenswerte Anzahl an Behandlungen kommen. Im Vergleich zum Gehirntumor sollten die Behandlungskosten deutlich niedriger sein.

Prognosen Umsatzerlöse und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Demzufolge sollte der Break-Even (auf EBITDA-Basis) ab dem Geschäftsjahr 2021 nachhaltig erreicht werden. Wir rechnen dabei bei einer EBITDA-Marge von 46 % (Geschäftsjahr 2026) mit einem grundsätzlich hohen Rentabilitätsniveau.

Anmerkung: Die Umsatzerlöse bei der Prostatabehandlung in den USA werden von der 67,9%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.

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 2019 - 2026 konkrete Umsatz- und Ergebnisschätzungen erstellt. Aufgrund der aufgelaufenen Verlustvorträge haben wir eine Steuerquote in Höhe von 30 % erst ab dem Geschäftsjahr 2025e berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Umsatzwachstumsrate von 2,8 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,25 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,77 (bisher 1,77).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,72 % (bisher: 10,97 %) (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 9,55 % (bisher: 9,76 %).

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 13,50 € (bisher: 15,30 €). Die Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge der Verschiebung der Marktzulassung bei der Behandlung von Prostatakrebs in den USA. Andererseits haben wir für Europa eine etwas konservativere Umsatz- und Ergebnisplanung erstellt. Schließlich haben wir auch einen Verwässerungseffekt als Konsequenz der jüngst durchgeführten Kapitalerhöhung (1,18 Mio. neue Aktien zu 4,25 € je Aktie) berücksichtigt.

DCF-Modell

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-Marge	46,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
Working Capital zu Umsatz	35,0%	ewige EBITA - Marge	43,3%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,92	5,29	23,02	41,67	65,82	89,83	115,55	152,64	
US Veränderung	1263,8%	477,4%	335,0%	81,0%	58,0%	36,5%	28,6%	32,1%	3,0%
EBITDA	-7,12	-4,79	3,35	12,23	25,51	38,68	53,15	70,21	
EBITDA-Marge	neg.	-90,5%	14,6%	29,4%	38,8%	43,1%	46,0%	46,0%	
EBITA	-7,63	-5,26	2,60	11,34	24,21	36,95	50,63	66,39	
EBITA-Marge	neg.	-99,4%	11,3%	27,2%	36,8%	41,1%	43,8%	43,5%	43,3%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,19	-19,92
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-7,63	-5,26	2,60	11,34	24,21	36,95	35,44	46,47	
Kapitalrendite	neg.	-165,8%	47,8%	87,8%	110,0%	112,5%	77,5%	74,8%	55,5%
Working Capital (WC)	0,25	1,20	7,87	14,58	23,04	31,44	40,44	53,42	
WC zu Umsatz	neg.	4,8%	15,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in WC	0,17	-0,95	-6,67	-6,71	-8,45	-8,40	-9,00	-12,98	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,92	4,25	5,05	7,41	9,81	14,29	21,69	32,48	
AFA auf OAV	-0,51	-0,48	-0,75	-0,89	-1,31	-1,73	-2,52	-3,83	
AFA zu OAV	17,4%	11,2%	14,9%	12,0%	13,3%	12,1%	11,6%	11,8%	
Investitionen in OAV	0,06	-1,80	-1,55	-3,26	-3,71	-6,21	-9,92	-14,62	
Investiertes Kapital	3,17	5,45	12,92	22,00	32,85	45,73	62,13	85,90	
EBITDA	-7,12	-4,79	3,35	12,23	25,51	38,68	53,15	70,21	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,19	-19,92	
Investitionen gesamt	0,22	-2,75	-8,22	-9,97	-12,16	-14,62	-18,92	-27,60	
Investitionen in OAV	0,06	-1,80	-1,55	-3,26	-3,71	-6,21	-9,92	-14,62	
Investitionen in WC	0,17	-0,95	-6,67	-6,71	-8,45	-8,40	-9,00	-12,98	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-6,89	-7,54	-4,86	2,26	13,35	24,07	19,04	22,70	687,97

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	401,58	447,48
Barwert expliziter FCFs	38,31	49,51
Barwert des Continuing Value	363,27	397,97
Nettoschulden (Net debt)	-10,20	-0,52
Wert des Eigenkapitals	411,79	448,00
Fremde Gewinnanteile	-68,84	-74,90
Wert des Aktienkapitals	342,94	373,11
Ausstehende Aktien in Mio.	27,64	27,64
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,41	13,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	27,1%
WACC	9,6%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	8,6%	9,6%	10,6%	11,6%
53,5%	20,05	15,89	13,04	10,98	9,44
54,5%	20,42	16,17	13,27	11,17	9,59
55,5%	20,78	16,46	13,50	11,36	9,75
56,5%	21,15	16,74	13,73	11,55	9,91
57,5%	21,52	17,03	13,96	11,73	10,06

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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