



Researchstudie (Anno)

M1 Kliniken AG



- Mit der Integration der HAEMATO AG wird das Handels- und Produktgeschäft ausgebaut**
- Stärkere Konzentration auf das Beauty-Segment geplant**
- Umsatz- und Ergebniswachstum ab 2021 erwartet**

Kursziel: 21,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19

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“

M1 Kliniken AG^{*5a,5b,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 21,80 €
(bisher: 21,30 €)

aktueller Kurs: 10,10
19.06.20 / XETRA / 9:46 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0STSQ8
WKN: A0STSQ
Börsenkürzel: M12
Aktienanzahl³: 17,500
(post money: 19,643)
Marketcap³: 176,75
EnterpriseValue³: 146,83
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Open Market

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

GJ-Ende: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler Bank
Kepler Cheuvreux

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Klinik und Dienstleistungen

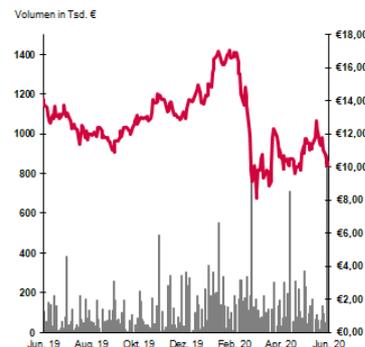
Fokus: Medizinische Schönheitsbehandlungen

Gründung: 2007

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Walter von Horstig

Die M1 Kliniken-Gruppe betreibt medizinische Fachzentren für ästhetische und plastische Chirurgie an Standorten in bevölkerungsreichen Gebieten innerhalb Deutschlands. In diesem Bereich deckt das Unternehmen ein hoch spezialisiertes Spektrum an schönheitsmedizinischen Behandlungen ab, die durch erfahrene Ärzte in höchster Qualität und zu sehr wettbewerbsfähigen Preisen durchgeführt werden. Die Tochtergesellschaft M1 Aesthetics GmbH ist auf den Einkauf und die Distribution pharmazeutischer, medizinischer und medizintechnischer Produkte für die ästhetische Medizin, plastische Chirurgie und kosmetische Dermatologie spezialisiert. Mit der Integration des Arzneimittelhandelsunternehmens HAEMATO AG wird ab dem 01.07.2020 der Handels- und Produktentwicklungsbereich stärker adressiert werden. Insgesamt wird sich durch die Vollkonsolidierung des Berliner Unternehmens eine deutliche Umsatz- und Ergebnisausweitung ergeben.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	77,22	187,04	342,82	392,74
EBITDA	11,33	12,49	18,47	23,57
EBIT	7,93	8,24	13,14	18,22
Jahresüberschuss	9,73	6,48	9,67	13,75

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,56	0,33	0,49	0,70
Dividende je Aktie	0,00	0,30	0,35	0,40

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,90	0,79	0,43	0,37
EV/EBITDA	12,95	11,76	7,95	6,23
EV/EBIT	18,51	17,83	11,18	8,06
KGV	18,17	27,27	18,28	12,86
KBV	2,59			

Finanztermine

09.07.2020: Hauptversammlung
26.08.2020: Halbjahresbericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.09.2019: RS / 21,30 / KAUFEN
06.08.2019: RS / 21,30 / KAUFEN
24.09.2018: RS / 19,00 / KAUFEN
17.05.2018: RS / 18,50 / KAUFEN
16.10.2017: RS / 16,15 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Am 10.06.2020 hat die M1 Kliniken AG die Übernahme aller zuvor im Eigentum der MPH Health Care AG gehaltenen HAEMATO-Aktien bekannt gegeben und wird damit ab dem 01.07.2020 neuer Großaktionär der HAEMATO AG. Durch den HAEMATO-Erwerb soll die M1 Kliniken AG, die derzeit einen starken Fokus auf das Behandlungssegment hat, künftig auch im Produkt- und Handelsbereich zur gewohnten Dynamik zurückkehren. Einerseits können hier die gut etablierten Handelskanäle der HAEMATO genutzt werden. Auf der anderen Seite verfügt die HAEMATO AG über eine hohe Produktentwicklungscompetenz und den dafür notwendigen Zertifizierungen, so dass beispielsweise der Produktbereich M1 Select hiervon profitieren könnte. Die HAEMATO AG verfügt auch im Bereich der Produktherstellung über ein umfangreiches Know-How, so dass hier perspektivisch Kosteneinsparpotenziale gehoben werden können. Auf der anderen Seite kann, durch eine mögliche Auslagerung des Handels- und Produktgeschäftes auf die HAEMATO AG der Beauty-Bereich innerhalb der M1 Kliniken AG fokussierter ausgebaut werden. Der Erwerb der 11,01 Mio. HAEMATO-Aktien wurde durch die Ausgabe von 2,14 Mio. M1-Aktien im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung bezahlt.
- Mit dieser Transaktion wird sich bei der M1 Kliniken AG ein deutlich verändertes Umsatz- und Ergebnisbild ergeben. Da faktisch eine Kontrollmehrheit vorliegt, wird die HAEMATO AG künftig in die M1 Gruppe vollkonsolidiert werden, was zu einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse und zu einem sichtbaren Ergebnisanstieg führen wird. Die Mischung der vergleichsweise hohen Ergebnismargen des Behandlungssegments mit den niedrigeren Handelsmargen der HAEMATO AG wird insgesamt zwar zu einem Rückgang der Ergebnismarge führen, das absolute EBIT wird jedoch ein höheres Niveau erreichen.
- In unserer noch getrennten Betrachtung wird die M1 Kliniken AG ihren eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen. Allerdings musste die Gesellschaft aufgrund der Corona-Krise zwischen dem 23.03.20 und 11.05.20 alle Standorte temporär schließen. Auch wenn nach der Wiedereröffnung innerhalb einer kurzen Zeit eine hohe Auslastung und hohe Buchungsraten verzeichnet wurden, wird für das laufende Geschäftsjahr somit eine nur konstante Umsatzentwicklung bzw. ein nur leichtes Umsatzwachstum erwartet. Während zuvor noch ein Umsatzwachstum von rund 20 % erwartet wurde, dürften die Standortschließungen zu einem Umsatzverlust von ca. 16 % geführt haben. Als Folge der Corona-Krise sollte die Gesellschaft, unseren Prognosen zur Folge, bis zum Geschäftsjahresende 2020 über insgesamt 43 Standorte verfügen. Bislang hatten wir mit 50 Standorten gerechnet. Analog dazu gehen wir davon aus, dass die Mittelfristplanung, 100 Standorte bis Ende 2023 zu betreiben, erst Ende 2023/2024 erreicht wird, was dennoch einem dynamischen Wachstum entspricht.
- Die ab dem 01.07.2020 neu integrierte HAEMATO AG profitiert als Handelsunternehmen von einer zunehmenden Nachfrage nach Arzneimitteln in Deutschland sowie von verstärkten Einsparbemühungen der Kostenträger. Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 von diversen Belastungsfaktoren geprägt war, erwartet das HAEMATO-Management für 2020 eine Rückkehr zu Umsatzwachstum. Da die Gesellschaft die Apotheken mit Arzneimitteln insbesondere in den Indikationsbereichen Onkologie, Herz-Kreislaufkrankungen, neurologische Erkrankungen sowie HIV/Aids beliefert, dürften die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie gering ausfallen. In den adressierten Indikationsbereichen ist eine fortlaufende Medikation notwendig. Darüber hinaus erkennt das Management derzeit keine starken Auswirkungen auf die Lieferketten.

- Auf Basis unserer Schätzungen für beide Gesellschaften rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 187,04 Mio. €. Hier sind die HAEMATO-Umsätze für einen 6-Monatigen Zeitraum enthalten. Aufgrund des ganzjährigen Einbezugs im kommenden Geschäftsjahr 2021 dürfte es dann zu einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse auf 342,82 Mio. € und in 2022 auf 392,74 Mio. € kommen. In Kombination errechnet sich eine niedrigere EBIT-Marge in Höhe von 4,4 % in 2020. Da die margenschwächeren HAEMATO-Umsätze in 2021 ganzjährig einbezogen sind, dürfte es zunächst zu einem Margenrückgang auf 3,8 % (EBIT: 13,14 Mio. €) kommen. In 2022 rechnen wir mit einer Rentabilitätsverbesserung auf 4,6 % und erwarten dann ein EBIT in Höhe von 18,22 Mio. €. Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses haben wir 52 % des HAEMATO-Ergebnisses als Minderheitenanteile berücksichtigt. Diese werden lediglich den HAEMATO-Aktionären zugerechnet und nicht der M1 Kliniken AG.
- Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 21,80 € (bisher: 21,30 €) ermittelt. Einerseits haben wir bei der M1 Kliniken AG die Prognosen für 2020 reduziert und erwarten für die Folgejahre ein niedrigeres Wachstumstempo. Der höhere faire Wert durch den Einbezug der HAEMATO AG wurde zudem durch die höhere Aktienzahl im Rahmen der Sachkapitalerhöhung teilweise verwässert. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

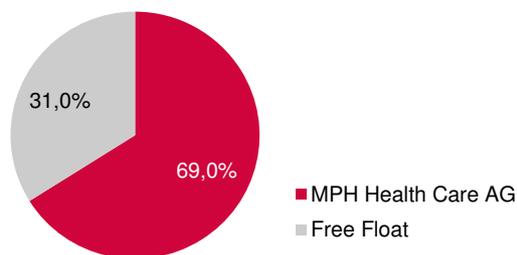
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Erwerb von 48,2 % der Anteile an der HAEMATO AG	5
M1 Kliniken AG	6
Unternehmensstrategie der M1 Kliniken AG	6
HAEMATO AG	7
Markt und Marktumfeld	8
Marktumfeld für Schönheitsbehandlungen	8
Marktumfeld Handel mit Arzneimitteln	8
Unternehmensentwicklung	10
Kennzahlen im Überblick	10
Geschäftsentwicklung 2019	11
Umsatzentwicklung 2019	11
Ergebnisentwicklung 2019	12
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Prognose und Bewertung	14
M1 Kliniken AG	14
HAEMATO AG	15
Konsolidierte Umsatz- und Ergebnisprognosen 2020 – 2022	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

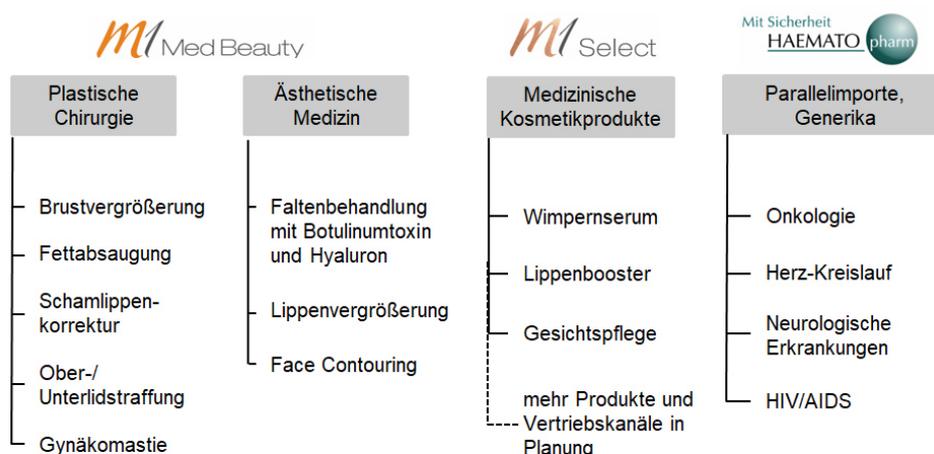
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	
MPH Health Care AG	69,0%
Free Float	31,0%

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG



Aktuelle Unternehmensstruktur



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Erwerb von 48,2 % der Anteile an der HAEMATO AG

Am 10.06.2020 hat die M1 Kliniken AG die Übernahme aller zuvor im Eigentum der MPH Health Care AG gehaltenen HAEMATO-Anteilen bekannt gegeben und wird damit ab dem 01.07.2020 neuer Großaktionär der HAEMATO AG. Gemäß Angaben des M1-Managements sollen die beiden Gesellschaften innerhalb des M1-Konzerns ihre jeweiligen Kernkompetenzen stärken. Während sich die M1-Gruppe in Zukunft auf den Betrieb der Fachzentren und auf das weitere internationale Wachstum konzentriert, wird innerhalb der HAEMATO AG der Bereich des Handels mit Arzneimitteln- und Medizinprodukten zusammengefasst. Der Erwerb der 11,01 Mio. HAEMATO-Aktien wurde durch die Ausgabe von 2,14 Mio. M1-Aktien im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung bezahlt.

Durch den HAEMATO-Erwerb soll die M1 Kliniken AG künftig auch im Produkt- und Handelsbereich zur gewohnten Dynamik zurückkehren. Einerseits können hier die gut etablierten Handelskanäle der HAEMATO AG genutzt werden. Auf der anderen Seite verfügt die HAEMATO AG über eine hohe Produktentwicklungskompetenz und den dafür notwendigen Zertifizierungen, so dass beispielsweise der Produktbereich M1 Select hiervon profitieren könnte. Die HAEMATO AG verfügt auch im Bereich der Produktherstellung über ein umfangreiches Know-How, so dass hier perspektivisch Kosteneinsparpotenziale gehoben werden können.

M1 Kliniken AG

Der M1-Konzern bietet an seinen insgesamt 36 Standorten (35 Fachzentren + 1 stationäre Klinik) medizinische Leistungen innerhalb des Schönheitswesens an. Der Bereich der plastischen Chirurgie wird dabei ausschließlich über die Marke „**M1 Med Beauty**“ an der Schlossklinik Berlin angeboten. Für die Privatklinik wurde im Juni 2015 die Konzession zum Klinikbetrieb erteilt. Innerhalb des vierstöckigen Gebäudes verfügt die Gesellschaft über sechs Operationssäle sowie über mehrere Räume für nicht-invasive Behandlungen und 35 stationäre Betten. Darüber hinaus arbeitet die Gesellschaft in München, Hamburg, Frankfurt am Main und Düsseldorf insgesamt in vier Belegkliniken zur Regionalisierung des chirurgischen Angebotes.

Nicht-operative Behandlungen, wie etwa Faltenbehandlungen, Lippenvergrößerungen und Face Contouring werden deutschlandweit in 27 Fachzentren sowie im Ausland in 9 Fachzentren angeboten. Bezogen auf die Standortanzahl weist der M1-Konzern in den vergangenen Jahren eine hohe Wachstumsdynamik auf. In 2019 sind für den Bereich der ästhetischen Medizin insgesamt 12 neue Standorte hinzugekommen. Besonders vorangetrieben wurde die Auslandsexpansion mit der Eröffnung von Fachzentren in den Niederlanden, Schweiz und Australien.

Das Produktangebot wird von den medizinischen Kosmetikprodukten abgerundet, die unter der Marke „**M1 Select**“ vertrieben werden. Dieser Produktbereich wurde im Dezember 2017 eingeführt und wird derzeit vornehmlich über die M1-Fachzentren sowie über den Online-Shop vertrieben. Es ist zudem geplant, künftig den stationären Einzelhandel als Vertriebskanal zu nutzen. Gerade seit Beginn des Jahres 2020 erfährt dieser Bereich laut Aussage des Managements ein sehr dynamisches Wachstum. Für dessen Fortführung und Unterfütterung ist ein weiterer Ausbau der Produktpalette in Umsetzung.

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

Unternehmensstrategie der M1 Kliniken AG

Grundsätzlich zielt die Strategie des M1-Konzerns auf einen breiten regional diversifizierten Kundenzugang einerseits sowie auf der anderen Seite auf die Erlangung der Kostenführerschaft. Parallel hierzu soll zudem der internationale Roll-Out der Geschäftstätigkeit, der in 2019 besonders erfolgreich umgesetzt wurde, weiter forciert werden. Mit den aktuell 36 Standorten liegt bereits ein hoher und regional stark diversifizierter Kundenzugang vor. Mit 27 Standorten in Deutschland, ist die Gesellschaft in den wichtigen Metropolregionen, wie Berlin, München, Frankfurt am Main, Köln, Hamburg etc.) präsent. Die anvisierte Kostenführerschaft, als wichtiger strategischer Baustein für den M1-Konzern, ist dabei weitestgehend erreicht. Bei allen Behandlungen liegen die von der Gesellschaft aufgerufenen Preise deutlich unterhalb der durchschnittlichen Marktniveaus.

Es tragen dabei unterschiedliche Faktoren zur Kostenführerschaft des M1-Konzerns bei. Die Gesellschaft bietet nur diejenigen Behandlungen an, die von den Kunden am häufigsten nachgefragt werden. Damit wird ein hoher Standardisierungsgrad, verbunden mit entsprechenden Skaleneffekten, erreicht. Ein weiterer Vorteil der hohen Standardisie-

rung ist die Möglichkeit, die Prozesskette soweit zu optimieren, dass es zu einer hohen Auslastung und zu einem effektiven und effizienten Einsatz der Ressourcen (z.B. Operationssäle) und Mitarbeiter kommt. Damit werden Kostenvorteile generiert, die kleinere Wettbewerber - mithin ca. 95 % des Wettbewerbsumfelds - nicht generieren können.

Darüber hinaus ist die Kombination aus Dienstleistungsangebot für den Bereich der Schönheitsbehandlungen mit der Beschaffung von Arzneimitteln und Medizinprodukten ein wichtiger strategischer Eckpfeiler des M1-Konzerns. Besonders im Vordergrund stehen hier mögliche Synergieeffekte wie etwa die Nutzung von Größenvorteilen. Durch das standardisierte Angebot von Produkten und Dienstleistungen können günstige Einkaufspreise bei Lieferanten erzielt werden, um so auch den Kunden vergleichsweise günstige Preise für Produkte und Dienstleistungen anbieten zu können. Auf der anderen Seite erlangt der Konzern mit der horizontalen Abdeckung der vorgelagerten Wertschöpfungsstufen bei Schönheitsbehandlungen ein besseres Verständnis zu den Abläufen und kann hier entsprechend ebenfalls Synergieeffekte heben. So können beispielsweise die Erfahrungen aus der großen Anzahl durchgeführter Schönheitsbehandlungen für den Handelsbereich gewinnbringend genutzt werden. Es ist geplant, ein auf die bestehenden Kundenwünsche optimiertes Produktportfolio an Arzneimitteln und Medizinprodukten aufzubauen, um damit weitere Kostenvorteile zu erreichen.

HAEMATO AG

Das Geschäftssegment der **Parallelimporte** ist für die HAEMATO AG von hoher Bedeutung. Hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei die Importe preisgünstiger Original- oder Markenpräparate, die ausschließlich aus Mitgliedsländern der EU bezogen werden. Hierbei werden die Preisunterschiede genutzt, welche sich durch die unterschiedlichen Preisstrategien der Hersteller in verschiedenen Ländern ergeben. Insgesamt zeichnen die Parallelimporte für 90 % der in Europa importierten Markenarzneimittel verantwortlich. Die importierten Arzneimittel müssen für den deutschen Markt „aufbereitet“ (umverpackt) werden.

Um sowohl den Bereich der Parallelimporte als auch den **Generikabereich** abdecken zu können, besitzt die HAEMATO PHARM GmbH seit 2006 die Herstellerlaubnis nach § 13 AMG und unterliegt damit der deutschen Arzneimittelgesetzgebung sowie den Arzneimittelgesetzen der Europäischen Union. Wichtige Kriterien hierfür sind die Herstellung unter kontrollierten Reinraumbedingungen sowie die lückenlose Rückverfolgbarkeit der Produkte durch eine ordnungsgemäße Dokumentation. Das Arzneimittelportfolio der HAEMATO AG umfasst in diesem Bereich derzeit über 1.000 Zulassungen.

Über die Tochtergesellschaft HAMEATO Med GmbH wird der Bereich der pharmazeutischen, medizinischen und medizintechnischen Produkte für **ästhetische Behandlungen** und kosmetische Dermatologie zunehmend adressiert. In 2018 wurden dabei die ersten Pflegeprodukte auf Hyaluronsäure-Basis in den Markt eingeführt. Das Produktsortiment umfasst darüber hinaus auch medizintechnische Produkte wie Einmalkanülen und Injektionsnadeln für die Injektion von Dermafillern oder Eigenfett. Vertrieben werden die Produkte dieses Segments, ähnlich wie in den beiden klassischen Geschäftsbereichen, über das breite Apothekennetzwerk.

MARKT UND MARKTUMFELD

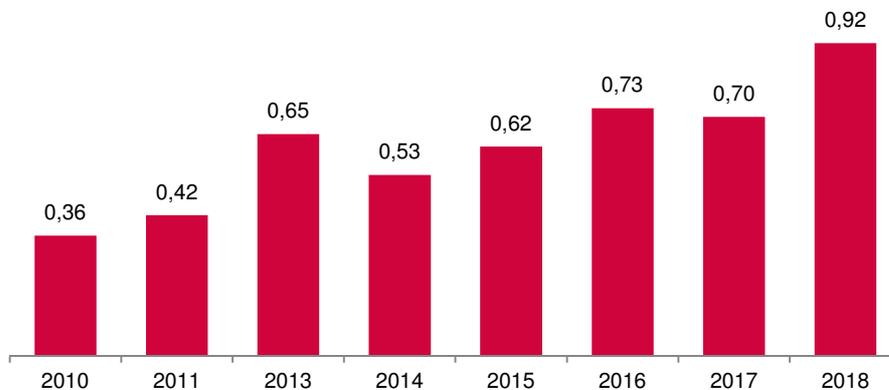
Die M1 Kliniken AG ist mit dem Fokus auf Schönheitsbehandlungen sowie auf Produkte und Dienstleistungen aus dem Schönheitsbereich in einem wachsenden Marktumfeld tätig. Mit der Übernahme von rund 48 % an der HAEMATO AG wird innerhalb des M1-Konzerns künftig auch der Bereich Arzneimittelhandel adressiert, ein verstärkter Fokus auf den Einkauf und die Logistik von Arzneimitteln und Medizinprodukten gelegt sowie die Eigenentwicklung von Produkten aus dem Gesundheits- und Schönheitsbereich vorangetrieben.

Marktumfeld für Schönheitsbehandlungen

Neben einer allgemein höheren Bereitschaft für Schönheitsbehandlungen profitiert das Marktumfeld zum einen von einem technologischen Fortschritt, wodurch Behandlungen kostengünstiger angeboten werden können, sowie zum anderen von einer zunehmenden Ausgabebereitschaft für medizinische Behandlungen.

Der Wachstumstrend bei Schönheitsbehandlungen wird von den ISAPS-Marktdaten (International Society of Aesthetic Plastic Surgery) belegt. In Deutschland wurden dabei in 2018 insgesamt 922.056 Behandlungen durchgeführt, was gegenüber dem Vorjahr einem sehr dynamischen Anstieg von 30,8 % entspricht. Sowohl die operativen als auch die nicht operativen Eingriffe haben zum starken Wachstum beigetragen. Gemessen an der Behandlungsanzahl belegt Deutschland weltweit den vierten Platz und weist im Vergleich zu den anderen Ländern die mit Abstand größte Wachstumsdynamik auf.

Anzahl der Schönheitsbehandlungen in Deutschland (in Mio.)



Quelle: ISAPS, GBC AG

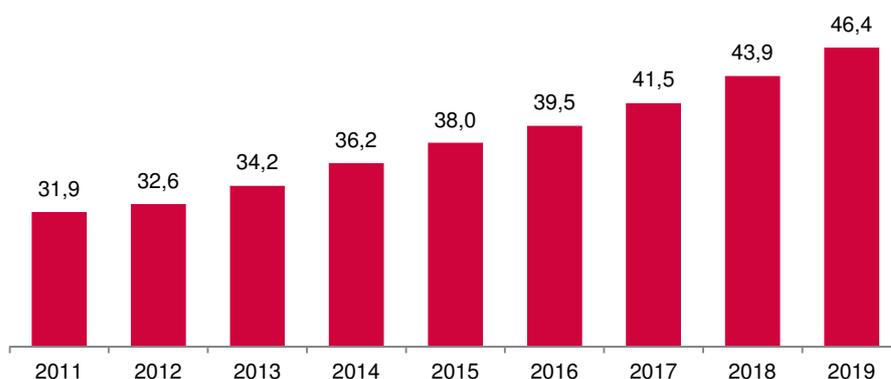
Zu den am meisten in Anspruch genommenen operativen Behandlungen zählen die Brustvergrößerung (65.876 Behandlungen), die Fettabsaugung (63.694) sowie die Augenlidkorrektur (57.417). Bei den nicht operativen Eingriffen wurden besonders häufig Unterspritzungen mit Botulinumtoxin (321.702) mit Hyaluron-Säure (174.900) sowie die nicht operative Fett-Reduktion (14.850) nachgefragt. Das Angebotsspektrum der M1 Kliniken AG ist insbesondere auf diesen aufgelisteten Behandlungen ausgerichtet, womit sich eine hohe Standardisierung erreichen lässt.

Marktumfeld Handel mit Arzneimitteln

Der Arzneimittelhandel ist von grundsätzlich hohen Wachstumsraten geprägt. Auch in 2019 legte der Umsatz mit Arzneimitteln im gesamten Pharmamarkt von 43,9 Mrd. € auf 46,4 Mrd. € zu, was unseren Berechnungen zur Folge einem Wachstum von 5,7 % ent-

spricht. Seit 2011 legten die Arzneimittelumsätze in Deutschland seit 2011 durchschnittlich um dynamische 4,4 % zu. Die demografische Entwicklung aber auch die Einführung neuer Arzneimittel sowie neuer Therapieformen haben in den vergangenen Jahren zu diesem starken Anstieg geführt und sollten auch die künftige Entwicklung bestimmen.

Arzneimittelumsätze in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: IQVIA; GBC AG

Analog zu den Arzneimittelumsätzen legten die Ausgaben der Kostenträger gemäß GKV-Spitzenverband in den vergangenen Geschäftsjahren ebenfalls dynamisch zu. Gemäß zuletzt verfügbarer Daten für den Zeitraum 2014 bis 2018 legten diese durchschnittlich jährlich um 3,7 % auf 38,67 Mrd. € (2018) zu. Infolge dieser dynamischen Entwicklung können die Einsparbemühungen der Krankenkasse insbesondere für den Bereich Parallelimporte ein wichtiger Treiber sein. Nachdem in 2004 die mittlerweile angepasste Reimportklausel in Kraft getreten ist, legte der Anteil der Reimporte kontinuierlich zu. In 2018 lag die Reimportquote zum dritten Jahr in Folge stabil bei 8,7 %, was bedeutet, dass das Reimportvolumen die gleiche Dynamik wie der gesamte Pharmamarkt aufweist. Gemäß dem Dienstleister IQVIA werden vor allem patentgeschützte Spezialtherapeutika in den Indikationsgebieten Onkologie, HIV und ZNS, die in der Regel dem höheren Preissegment zugeordnet sind, importiert. Genau diese Indikationsbereiche stellen für die HAEMATO AG, der neuen Gesellschaft innerhalb des M1-Konzernkreises, den Großteil des Produktportfolios dar.

Die hohe Konzentration auf diese Indikationsbereiche ist auch vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Pandemie ein wichtiger Faktor. Uns liegen derzeit zwar keine aktuellen Marktschätzungen, die die aktuelle Situation berücksichtigen vor, allerdings muss hier berücksichtigt werden, dass in den Bereichen Onkologie, Herz-Kreis-Erkrankungen HIV etc. die Therapien auch während der Covid-19-Pandemie fortgesetzt werden müssen. Daher müsste die HAEMATO AG hier von einer stabilen Nachfragesituation profitieren. Nach Angaben des Managements liegen aktuell auch keine transportbedingten Einschränkungen vor, so dass in diesem Geschäftsbereich von einer vergleichsweise geringen Corona-Auswirkung auszugehen ist.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e*	GJ 2021e*	GJ 2022e*
Umsatzerlöse	65,21	77,22	187,04	342,82	392,74
sonstige betriebliche Erträge	0,18	0,28	0,75	1,40	1,60
Gesamtleistung	65,39	77,50	187,79	344,22	394,34
Materialaufwand	-42,26	-45,61	-147,38	-284,47	-322,13
Rohertrag	23,13	31,89	40,41	59,74	72,20
Personalaufwand	-9,44	-12,62	-16,80	-24,82	-30,10
Abschreibungen	-0,71	-3,40	-4,25	-5,33	-5,35
sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,51	-7,93	-11,12	-16,46	-18,54
EBIT	6,46	7,93	8,24	13,14	18,22
Zinserträge	1,64	5,15	1,60	1,75	1,90
Zinsaufwendungen	-0,01	-0,34	-1,22	-2,15	-2,16
EBT	8,09	12,74	8,62	12,74	17,96
Steuern	-1,48	-3,02	-2,14	-3,07	-4,21
Minderheiten	0,00	0,00	-0,13	-0,98	-2,29
JÜ	6,61	9,73	6,48	9,67	13,74
EBITDA	7,17	11,33	12,49	18,47	23,57
in % der Umsatzerlöse	11,0%	14,7%	6,7%	5,4%	6,0%
EBIT	6,46	7,93	8,24	13,14	18,22
in % der Umsatzerlöse	9,9%	10,3%	4,4%	3,8%	4,6%
Ergebnis je Aktie in €	0,38	0,56	0,33	0,49	0,70
Dividende je Aktie in €	0,30	0,00	0,30	0,35	0,40
Aktienzahl in Mio. Stück	17,50	17,50	19,64	19,64	19,64

Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG; *ab dem Geschäftsjahr 2020 (01.07.2020) enthalten unsere Prognosen die Vollkonsolidierung der HAEMATO AG

Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	35,96	47,19	65,21	77,22
EBITDA	4,65	6,18	7,17	11,33
EBITDA-Marge	12,9%	13,1%	11,0%	14,7%
EBIT	4,36	5,71	6,46	7,93
EBIT-Marge	12,1%	12,1%	9,9%	10,3%
Nachsteuerergebnis	5,01	5,78	6,61	9,73
EPS in €	0,33	0,38	0,38	0,56

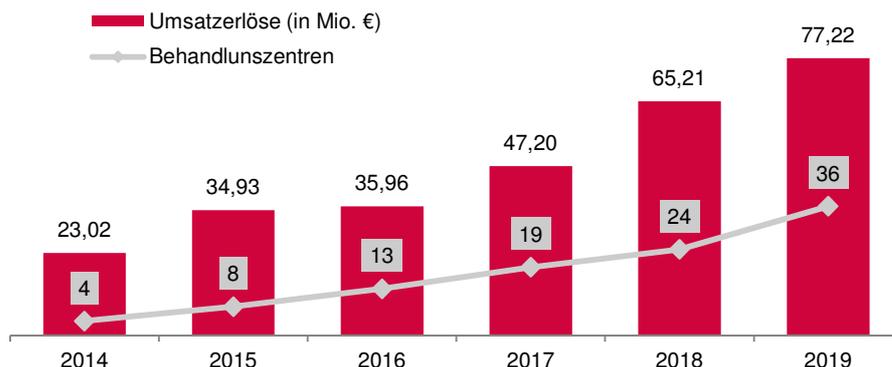
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2019

Die M1 Kliniken AG hat insbesondere im zweiten Halbjahr 2019 das Tempo bei den Neueröffnungen von Standorten nochmals forciert und verfügt damit zum Geschäftsjahresende 2019 über insgesamt 36 Standorte, davon 27 in Deutschland. Innerhalb von zwölf Monaten wurden damit 12 Standorte neu eröffnet, wobei hier die Fokussierung ganz klar auf der Ausweitung der internationalen Präsenz lag. Neu hinzugekommen sind Fachzentren in Australien (Melbourne, Sydney, Brisbane), in UK (Liverpool), in den Niederlanden (Amsterdam, Rotterdam), in Österreich (Linz) sowie in der Schweiz (Zürich). Zudem wurden in Dortmund und in Stuttgart zwei neue Fachzentren in Deutschland eröffnet.

Auf dieser Basis kletterte die Anzahl der Behandlungen in 2019 auf über 240.000 (VJ: ca. 190.000), was einem Wachstum von etwa 30 % entspricht. Analog dazu erhöhten sich die Umsatzerlöse um 18,4 % auf 77,22 Mio. € (VJ: 65,20 Mio. €) und damit erreichte die M1 Kliniken AG erneut einen neuen absoluten Rekordwert. In den vergangenen fünf Geschäftsjahren (2014-2019) hat die Gesellschaft mit einem CAGR von 21,9 % ein beeindruckendes Wachstumstempo vorgelegt.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Standortanzahl zum Geschäftsjahresende



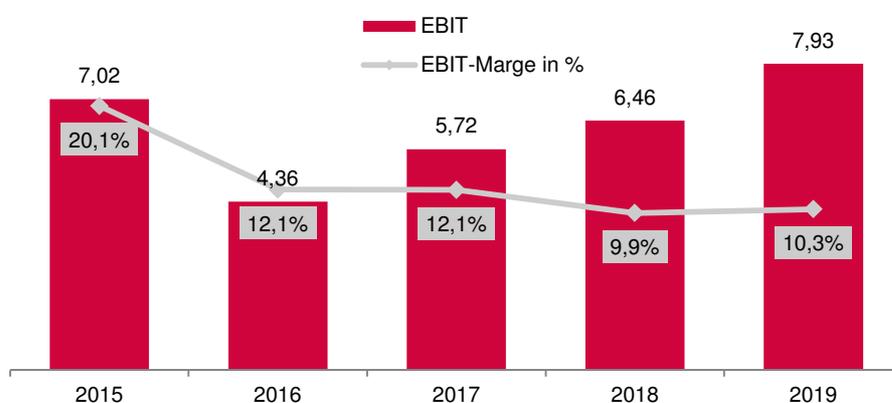
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

Getrennt nach den beiden Berichtssegmenten „Beauty“ und „Handel“ wird die relative Wachstumsstärke des Beauty-Bereiches ersichtlich. In diesem margenstärkeren Bereich, in dem die Behandlungsdienstleistungen enthalten sind, kletterten die Umsatzerlöse um 34,7 % auf 40,12 Mio. € (VJ: 29,78 Mio. €). Mit dem Handel von Arzneimitteln und Medizinprodukten erwirtschaftete die M1 Kliniken AG 37,09 Mio. € (VJ: 35,43 Mio. €), was einem deutlich niedrigeren Wachstum in Höhe von 4,7 % entspricht.

Ergebnisentwicklung 2019

Die Fortsetzung des dynamischen Umsatzwachstums hatte einen ebenfalls dynamischen Anstieg des EBIT um 22,8 % auf 7,93 Mio. € (VJ: 6,46 Mio. €) zur Folge. Dass hier, trotz der umgesetzten Expansionsstrategie sowie der Investitionen in die M1-Marke (Etablierung Markenauftritt und Markenbekanntheit) ein Anstieg der EBIT-Marge auf 10,3 % (VJ: 9,9 %) erreicht wurde, ist unserer Ansicht nach insbesondere der überdurchschnittlich starken Umsatzentwicklung im Beauty-Segment zu verdanken. Bereits auf Ebene des Rohertrages hatte dies zu einer deutlichen Verbesserung der Rohertragsmarge auf den neuen Rekordwert von 41,3 % (VJ: 35,5 %) geführt. Dem standen jedoch expansionsbedingt sowie aufgrund des höheren Dienstleistungsanteils an den Umsätzen (Beauty-Segment) um 33,7 % auf 12,62 Mio. € (VJ: 9,44 Mio. €) höhere Personalaufwendungen gegenüber, wodurch das EBIT nicht in der gleichen Weise am starken Rohertragsanstieg partizipierte.

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



Quelle: GBC AG; M1 Kliniken AG

Bemerkenswert ist, dass das EBT mit 12,75 Mio. € (VJ: 8,10 Mio. €) erheblich stärker als das EBIT angestiegen ist. Insgesamt weist die M1 Kliniken AG mit -0,34 Mio. €, wobei hiervon -0,33 Mio. € im Zusammenhang mit IFRS 16 zu sehen sind, nur geringe Finanzaufwendungen auf. Für den Aufbau neuer Standorte, die in der Regel angemietet werden, sind nur geringe Investitionen notwendig und damit wird der Großteil der Expansionsstrategie aus eigenen Mitteln finanziert. Wichtiger für das Finanzergebnis waren in 2019 jedoch die hohen Finanzerträge in Höhe von 5,16 Mio. € (VJ: 1,64 Mio. €). Ein Großteil hiervon steht im Zusammenhang mit Bewertungserträgen gehaltener börsennotierter Wertpapiere. Bereinigt um diese Erträge in Höhe von 3,31 Mio. € hätte die M1 Kliniken AG ein EBT in Höhe von 9,44 Mio. € ausgewiesen, und mit einem Plus von 16,6 % einen gegenüber dem Vorjahr proportionalen Anstieg erreicht.

Auch auf Nachsteuerergebnisebene bedeutet der erwirtschaftete Wert von 9,73 Mio. € (VJ: 6,61 Mio. €) einen neuen absoluten Rekordwert in der Historie der M1 Kliniken AG.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	30,26	47,28	63,74	68,22
EK-Quote	94,0%	93,5%	91,6%	73,5%
Working Capital	6,58	8,01	12,94	14,77
Goodwill	8,03	8,03	8,03	8,03
Anlagevermögen	1,28	4,26	5,84	16,50
davon IFRS 16	-	-	-	11,27
Finanzanlagen	5,88	8,76	11,06	32,37
Liquide Mittel	5,81	14,69	25,38	9,10
Cashflow (operativ)	7,94	2,09	2,86	-5,37
Cashflow (Investition)	1,98	-4,65	-1,94	-3,36
Cashflow (Finanzierung)	-4,52	11,44	9,78	-7,58

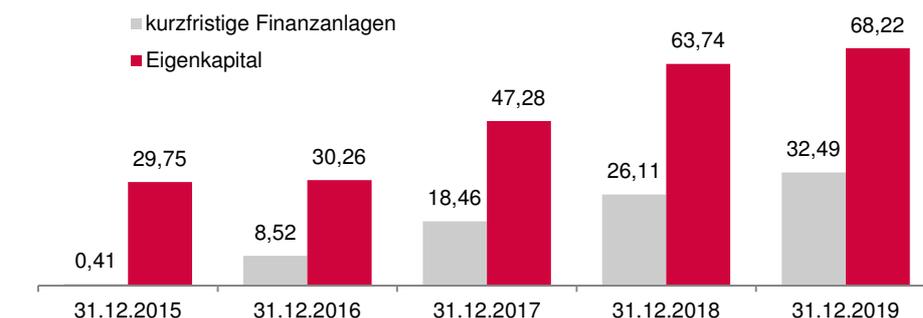
Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

In 2019 hat die erstmalige Anwendung von IFRS 16 zu einer deutlichen Bilanzverlängerung um 11,27 Mio. € auf 92,81 Mio. € (31.12.18: 69,55 Mio. €) geführt. Auf der Aktivseite der Bilanz hat dies zu einem signifikanten Anstieg des Sachanlagevermögens auf 16,50 Mio. € (31.12.18: 5,84 Mio. €) geführt. Dazu korrespondierend und in gleicher Höhe hatte auf der Passivseite ein Anstieg der kurzfristigen und langfristigen Leasingverbindlichkeiten stattgefunden.

Darüber hinaus weist die M1 Kliniken einen starken Anstieg sonstiger kurzfristiger Vermögenswerte auf 23,39 Mio. € (31.12.18: 0,73 Mio. €) auf. Neben neuen Investitionen in Finanzanlagen ist dies zum Teil auch auf die positive Marktwertentwicklung der gehaltenen Wertpapiere zurückzuführen. Auf der anderen Seite hat die M1 Kliniken AG im Zuge der Auslandsexpansion Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen aufgebaut, die in diesem Bilanzposten enthalten sind.

Die insgesamt aus den beiden genannten Effekten sowie aus der positiven Geschäftsentwicklung resultierende Bilanzsummenausweitung hatte, bei einer weiteren Erhöhung des Eigenkapitals auf 68,22 Mio. € (31.12.18: 63,74 Mio. €), eine Reduktion der EK-Quote auf 73,5 % (31.12.18: 91,6 %) zur Folge. Dieser Wert bietet aber, insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Pandemie, nach wie vor einen sehr guten Sicherheitspuffer. Zumal die Bilanz der M1 Kliniken AG frei von Bankverbindlichkeiten ist. Wird die Liquiditätsausstattung in Betracht gezogen, bei der die gehaltenen Wertpapiere börsennotierter Unternehmen hinzuzurechnen sind, lässt sich selbst bei einem länger anhaltenden Krisenszenario keine Notwendigkeit zur Fremdfinanzierung erkennen. Insgesamt verfügt die Gesellschaft über kurzfristige Finanzanlagen in Höhe von 32,37 Mio. € (31.12.18: 11,06 Mio. €).

Eigenkapital und kurzfristige Finanzanlagen (in Mio. €)



Quelle: M1 Kliniken AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e*	GJ 2021e*	GJ 2022e*
Umsatzerlöse	77,22	187,04	342,82	392,74
EBIT	7,93	8,24	13,14	18,22
EBIT-Marge	10,3%	4,4%	3,8%	4,6%
Nachsteuerergebnis	9,73	6,48	9,67	13,75

Quelle: GBC AG; *ab dem Geschäftsjahr 2020 (01.07.2020) enthalten unsere Prognosen die Vollkonsolidierung der HAEMATO AG

Hinweis: Mit dem Erwerb von 48,2 % der Anteile an der HAEMATO AG, wird sich bei der M1 Kliniken AG ab dem 01.07.2020 ein deutlich verändertes Umsatz- und Ergebnisbild ergeben. Da faktisch eine Kontrollmehrheit vorliegt, wird die HAEMATO AG künftig in die M1 Gruppe vollkonsolidiert werden, was zu einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse und einem Ergebnisanstieg führen wird. Die Mischung der vergleichsweise hohen Ergebnismargen des Behandlungssegments mit den niedrigeren Handelsmargen der HAEMATO AG wird insgesamt zwar zu einem Rückgang der Ergebnismarge führen, das absolute EBIT wird jedoch ein höheres Niveau haben.

Durch den HAEMATO-Erwerb soll die M1 Kliniken AG künftig auch im Produkt- und Handelsbereich weiter dynamisch wachsen. Einerseits können hier die gut etablierten Handelskanäle der HAEMATO genutzt werden. Auf der anderen Seite verfügt die HAEMATO AG über eine hohe Produktentwicklungscompetenz und den dafür notwendigen Zertifizierungen, so dass beispielsweise der Produktbereich M1 Select hiervon profitieren könnte. Die HAEMATO AG verfügt auch im Bereich der Produktherstellung über ein umfangreiches Know-How, so dass hier perspektivisch Kosteneinsparpotenziale gehoben werden können. Wir haben im Rahmen dieser Studie sowohl die Einsparpotenziale als auch mögliche Synergieeffekten noch nicht berücksichtigt und diese sind daher als zusätzliches Potenzial zu sehen. Unsere Schätzungen des neuen M1-Konzerns basieren derzeit noch auf den für beide Gesellschaften getrennt vorgenommenen Umsatz- und Ergebnisprognosen.

M1 Kliniken AG

Aufgrund der Corona-Krise wurden sämtliche Behandlungsstandorte der M1-Gruppe ab dem 23.03.2020 temporär geschlossen. Seit dem 11.05.2020 wurden nahezu alle Fachzentren in Deutschland wieder geöffnet und der OP-Betrieb startete wieder am 18.05.2020. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den ausländischen Standorten, die ebenfalls seit Mitte März geschlossen waren und derzeit sukzessive wieder „hochgefahren“ werden. Nach der erfolgreichen Neueröffnung der Standorte, wo innerhalb einer kurzen Zeit wieder eine hohe Auslastung und hohe Buchungsraten verzeichnet wurden, geht das M1-Management zwar von einer kurzfristigen Corona-bedingten Auswirkung aus, mittel- bis langfristig wird aber kein erheblicher Einfluss auf das Geschäftsmodell erwartet.

Bislang wurde auf Basis der in 2019 neu eröffneten Fachzentren sowie unter Berücksichtigung von geplanten Neueröffnungen für das laufende Geschäftsjahr 2020 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von ca. 20 % gerechnet. Da jedoch die achtwöchigen Standortschließungen zu einem Umsatzverlust von ca. 16 % (2 % je Woche) des Ziel-Umsatzvolumens geführt haben dürften, wird für das laufende Geschäftsjahr nur noch mit stagnierenden Umsätzen bzw. mit einem Umsatzwachstum im niedrigeren einstelligen Prozentbereich gerechnet.

Das dynamische Wachstum der M1 Kliniken AG beruht in erster Linie auf den starken Expansionsaktivitäten der Gesellschaft, wodurch in den vergangenen Jahren eine sehr

dynamische Entwicklung bei der Standortanzahl erreicht wurde. So kamen in 2019 insgesamt 12 neue M1-Standorte hinzu, was die Standort-Gesamtzahl auf 36 angehoben hatte. Ursprünglich sollte bis Ende 2020 die Anzahl der Fachzentren weiter auf 50 ansteigen, davon rund 20 im Ausland. Da jedoch in der Schließperiode die Expansionsaktivitäten eingestellt wurden, dürfte dieses Ziel unseres Erachtens nicht erreicht werden. Gemäß unseren Prognosen sollte die Gesellschaft per Ende 2020 über insgesamt 43 Fachzentren verfügen. Analog dazu gehen wir davon aus, dass die Mittelfristplanung, 100 Standorte bis Ende 2023 zu betreiben, erst Ende 2024 erreicht wird.

Auf Grundlage der für 2020 reduzierten Umsatzerwartungen rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 78,23 Mio. € (VJ: 77,22 Mio. €) und damit einer gegenüber dem Vorjahr nur konstanten Umsatzentwicklung. Der Umsatzbeitrag der von uns erwarteten neuen Fachzentren dürfte durch die Schließwochen somit nahezu ausgeglichen werden. Erst im kommenden Geschäftsjahr sollte die Gesellschaft wieder auf den dynamischen Wachstumspfad zurückkehren. Wir gehen von keinen weiteren Corona-bedingten Schließungen aus und erwarten, dass die Neueröffnungen aus 2020 sowie in 2021 zu einem überproportionalen Umsatzwachstum auf 97,99 Mio. € (2021e) und auf 117,31 Mio. € (2022e) beitragen. Bis 2024 sollte die Gesellschaft die Zielmarke von 100 Fachzentren erreichen.

HAEMATO AG

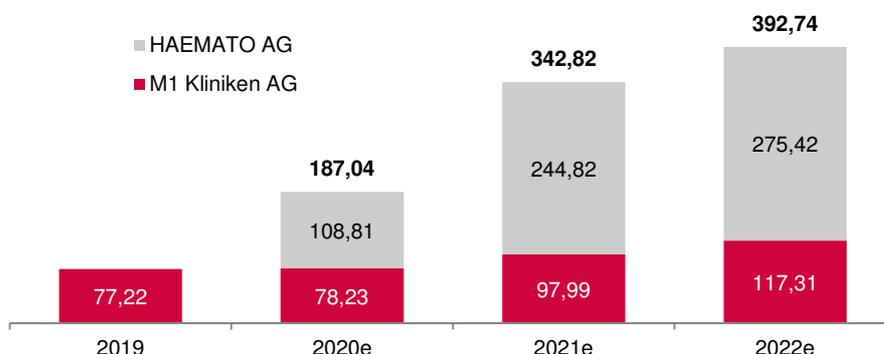
Die HAEMATO AG profitiert als Handelsunternehmen im Bereich Parallelimporte und Generika von einer zunehmenden Nachfrage nach Arzneimitteln in Deutschland sowie von verstärkten Einsparbemühungen der Kostenträger. Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 von diversen Belastungsfaktoren geprägt war, erwartet das HAEMATO-Management für 2020 eine Rückkehr zu Umsatzwachstum. Da die Gesellschaft die Apotheken mit Arzneimitteln insbesondere in den Indikationsbereichen Onkologie, Herz-Kreislauferkrankungen, neurologische Erkrankungen sowie HIV/Aids beliefert, dürften die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie gering ausfallen. In den adressierten Indikationsbereichen ist eine fortlaufende Medikation notwendig. Darüber hinaus erkennt das Management derzeit keine starken Auswirkungen auf die Lieferketten.

Für das laufende Geschäftsjahr 2020 rechnen wir mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 10 % auf 217,62 Mio. € und bleiben damit etwas unter der Unternehmens-Guidance, die eine Umsatzsteigerung von über 10 % erwartet. Dies ist der aktuellen Unsicherheit sowie der noch fehlenden Sichtbarkeit hinsichtlich einer möglichen wirtschaftlichen Erholung geschuldet. Nach wie vor ist aber ein Umsatzwachstum in der aktuellen Situation als herausragend einzustufen. Dieses ist einerseits dem Geschäftsmodell sowie, nach dem Umsatzrückgang in 2019, Aufholeffekten geschuldet. Für die Folgejahre unterstellen wir eine rasche Rückkehr zu alten Umsatzniveaus. So sollten mit einem von uns erwarteten Umsatzwachstum von jeweils 12,5 % in 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 275,42 Mio. € erreicht werden.

Konsolidierte Umsatz- und Ergebnisprognosen 2020 – 2022

Auf Basis unserer Schätzungen für beide Gesellschaften rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 187,04 Mio. €. Hierbei sind die HAEMATO-Umsätze für einen 6-Monatigen Zeitraum einbezogen. Aufgrund des ganzjährigen Einbezugs im kommenden Geschäftsjahr dürfte es dann zu einem deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse auf 342,82 Mio. € kommen:

Umsatzprognose (in Mio. €)



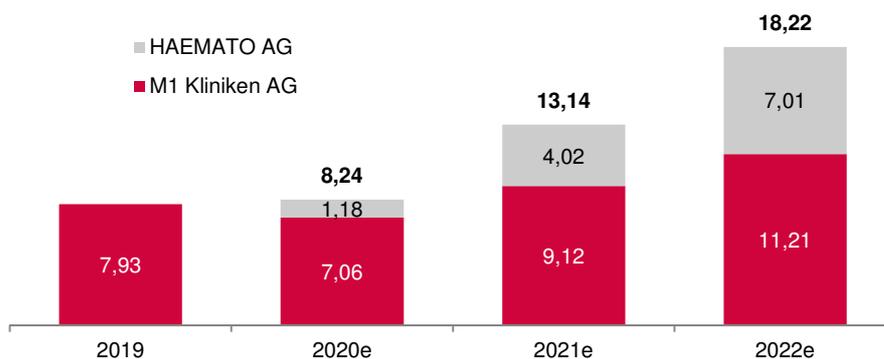
Quelle: GBC AG

In unseren EBIT-Prognosen berücksichtigen wir bei der M1 Kliniken AG eine zunächst leicht rückläufige Ergebnisentwicklung. Diese steht dabei mit dem Corona-bedingten Umsatzausfall in Verbindung, welcher trotz Reduktion von Teilen der Fixkosten nicht vollumfänglich kompensiert wurde. In den Folgejahren sollte das EBIT proportional zum Umsatz zulegen. In den kommenden zwei Geschäftsjahren sollte hierbei ein Margenniveau von etwas unter 10 % erreicht werden.

Auch bei der HAEMATO AG rechnen wir mit einer Verbesserung des operativen Ergebnisses. Diesbezüglich wurde in 2019 sowie auch im ersten Quartal 2020 eine Portfolio-Bereinigung um margenschwache Produkte vorgenommen, was sich bereits im laufenden Geschäftsjahr positiv auf die Rentabilität auswirken dürfte. Bis zum Geschäftsjahr 2022 sollte die Gesellschaft an die historischen Margenniveaus anknüpfen und eine EBIT-Marge von 2,5 % erreichen.

In Kombination wird die M1-Gruppe eine insgesamt niedrigere EBIT-Marge ausweisen. Das absolute EBIT wird jedoch um den HAEMATO-Ergebnisbeitrag höher ausfallen.

EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses haben wir 52 % des HAEMATO-Ergebnisses als Minderheitenanteile berücksichtigt. Diese werden lediglich den HAEMATO-Aktionären zugerechnet und nicht der M1 Kliniken AG.

Bewertung

Modellannahmen

Die M1 Kliniken AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 – 2022 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase von 2023 bis 2026 die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 7,0% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 22,9 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der M1 Kliniken 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: 1,00 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46. Dieses Beta haben wir um einen marktorientierten Ansatz erweitert. Im Rahmen einer Regressionsanalyse des M1-Aktienkurses zum SDAX und CDAX haben wir ein nach *Blume* geglättetes marktorientiertes Beta in Höhe von 0,64 (bisher: 0,45) ermittelt. Als Grundlage für die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten haben wir das bisherige fundamentale Beta (Gewichtung 2/3) um den marktorientierten Ansatz (Gewichtung 1/3) ergänzt und als Resultat ein Beta in Höhe von 1,19 (bisher: 1,12) ermittelt. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,55 % (bisher: 7,16 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 100 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,11 % (bisher: 7,16 %).

Bewertungsergebnis

Unser neues Kursziel in Höhe von 21,80 € (bisher: 21,30 €) basiert dabei auf der Vollkonsolidierung der HAMEATO AG, für die derzeit eine Beteiligungsquote von 48,2 % vorliegt. Zudem wurde die neue Aktienzahl aus der M1-Sachkapitalerhöhung berücksichtigt.

DCF-Modell

M1 Kliniken AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	7,0%	ewige EBITA - Marge	6,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	10,0%	effektive Steuerquote im Endwert	22,9%
Working Capital zu Umsatz	12,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	187,04	342,82	392,74	416,30	441,28	467,76	495,82	525,57	
US Veränderung	142,2%	83,3%	14,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,41	6,44	7,37	7,71	8,02	8,30	8,56	8,78	
EBITDA	12,49	18,47	23,57	29,14	30,89	32,74	34,71	36,79	
EBITDA-Marge	6,7%	5,4%	6,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
EBITA	8,24	13,14	18,22	23,79	25,47	27,22	29,05	30,97	6,6%
EBITA-Marge	4,4%	3,8%	4,6%	5,7%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	
Steuern auf EBITA	-2,01	-2,93	-4,10	-5,45	-5,83	-6,23	-6,65	-7,09	
zu EBITA	24,5%	22,3%	22,5%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%
EBI (NOPLAT)	6,22	10,20	14,12	18,34	19,64	20,99	22,40	23,88	
Kapitalrendite	19,9%	9,4%	13,3%	17,6%	18,2%	18,7%	19,2%	19,6%	21,5%
Working Capital (WC)	54,00	53,20	50,80	53,85	57,08	60,50	64,13	67,98	
WC zu Umsatz	28,9%	15,5%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	
Investitionen in WC	-39,23	0,80	2,40	-3,05	-3,23	-3,42	-3,63	-3,85	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	54,80	53,20	53,30	54,01	55,02	56,34	57,95	59,87	
AFA auf OAV	-4,25	-5,33	-5,35	-5,35	-5,42	-5,52	-5,65	-5,82	
AFA zu OAV	7,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in OAV	-42,55	-3,73	-5,45	-6,06	-6,43	-6,84	-7,27	-7,74	
Investiertes Kapital	108,80	106,40	104,10	107,86	112,10	116,84	122,09	127,86	
EBITDA	12,49	18,47	23,57	29,14	30,89	32,74	34,71	36,79	
Steuern auf EBITA	-2,01	-2,93	-4,10	-5,45	-5,83	-6,23	-6,65	-7,09	
Investitionen gesamt	-40,31	-2,93	-3,05	-9,11	-9,66	-10,26	-10,90	-11,59	
Investitionen in OAV	-42,55	-3,73	-5,45	-6,06	-6,43	-6,84	-7,27	-7,74	
Investitionen in WC	-39,23	0,80	2,40	-3,05	-3,23	-3,42	-3,63	-3,85	
Investitionen in Goodwill	41,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-29,84	12,60	16,42	14,58	15,40	16,24	17,15	18,11	574,36

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	438,80	457,40
Barwert expliziter FCFs	83,72	77,07
Barwert des Continuing Value	355,08	380,33
Nettoschulden (Net debt)	-24,47	-30,78
Wert des Eigenkapitals	463,27	488,18
Fremde Gewinnanteile	-56,81	-59,86
Wert des Aktienkapitals	406,46	428,32
Ausstehende Aktien in Mio.	19,64	19,64
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,69	21,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,19
Eigenkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	28,7%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
19,5%	26,58	22,66	19,71	17,41	15,58
20,5%	28,04	23,89	20,76	18,32	16,37
21,5%	29,51	25,11	21,80	19,23	17,17
22,5%	30,97	26,34	22,85	20,14	17,97
23,5%	32,44	27,57	23,90	21,05	18,77

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,5b,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