



Researchstudie (Anno)

MagForce AG

magforce[®]

THE NANOMEDICINE COMPANY

Erstmals nennenswerte Behandlungserlöse erzielt, Roll-Out in Europa und Deutschland soll fortgesetzt werden; Zulassung zur Prostatabehandlung in 2021 erwartet

Kursziel: 11,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Kaufen

Kursziel: 11,00 €
(bisher: 13,50 €)

aktueller Kurs: 2,50
11.11.20 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
WKN: A0HGQF
Börsenkürzel: MF6
Aktienanzahl³: 27,71
Marketcap³: 69,26
EnterpriseValue³: 92,96
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:

Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Hauck & Aufhäuser
Mainfirst

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

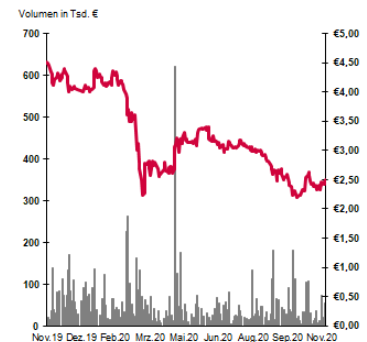
Fokus: Krebstherapie

Mitarbeiter: 26 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

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



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	0,84	0,94	3,87	19,72	30,17	48,42
EBITDA	-5,56	-7,30	-5,81	3,68	7,64	17,84
EBIT	-6,20	-7,90	-6,87	2,27	5,92	15,47
JÜ vor Minderheiten	-8,73	-10,76	-10,17	-1,22	3,19	13,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	110,66	98,89	24,02	4,71	3,08	1,92
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	25,26	12,17	5,21
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	40,95	15,70	6,01
KGV (vor Minderheiten)	neg.	neg.	neg.	neg.	21,71	5,30

Finanztermine

16-18.11: EK-Forum (virtuell)

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

28.11.2019: RS / 13,50 / KAUFEN

10.09.2019: RS / 13,50 / KAUFEN

07.11.2018: RS / 15,30 / KAUFEN

10.08.2018: RS / 15,80 / KAUFEN

04.07.2018: RS / 15,80 / 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 16

EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten sechs Monaten 2020 hat die MagForce AG erstmals eine nennenswerte Anzahl an Glioblastom-Patienten behandelt. Mit der Behandlung von 11 Patienten in Deutschland sowie 6 Patienten in Polen hat die Gesellschaft Behandlungserlöse in Höhe von 0,38 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) erreicht. Zwar ist das Erlösniveau damit weiterhin niedrig, was mit einem EBIT in Höhe von -3,42 Mio. € (VJ: -3,61 Mio. €) ein unverändert negatives Ergebnisniveau bedeutet. Das erste Halbjahr 2020 könnte jedoch den Anfang einer hohen Wachstumsdynamik bei der Anzahl der Behandlungen markieren. Die Basis dafür wurde durch die in den vergangenen Berichtsperioden umgesetzte Expansionsstrategie gelegt. Im April 2019 wurde das erste NanoActivator-Gerät in Polen installiert, einer Region aus der die MagForce AG überdurchschnittlich viele Anfragen erhalten hatte. Auch in Deutschland wurde in Zwickau, an der Paracelsus-Klinik ein weiteres Behandlungsgerät installiert. Ab November 2020 soll mit der Hufeland-Klinik in Mühlhausen der dritte Standort in Deutschland hinzukommen.
- Parallel zum Technologie-Roll-Out in Polen und Deutschland hat die MagForce AG die klinische Studie für die Zulassung zur Behandlung von Prostata-Krebs in den USA erfolgreich fortgesetzt. Nachdem im August 2019 die Rekrutierung der Patienten für die erste Studien-Stufe erfolgreich abgeschlossen wurde, hat die MagForce AG im April 2020 von der FDA die Genehmigung für die zweite Stufe erhalten. In der ersten Stufe hatte man nur minimale behandlungsbedingte Nebenwirkungen beobachtet. Aktuell wird die mehrstufige, einarmige Studie aufgrund von Covid-19 nur an einem MagForce-eigenen Behandlungszentrum in den USA durchgeführt. Da die MagForce AG ein gestrafftes Verfahren etabliert hat, im Rahmen dessen die Behandlung eines Patienten innerhalb eines Tages abgeschlossen werden kann, ist von einer beschleunigten Studiendauer auszugehen. Die Behandlungen der nächsten und letzten Stufe sollen dann in drei MagForce-eigenen Behandlungszentren stattfinden. Wir rechnen mit der Zulassung in der zweiten Jahreshälfte 2021 und mit ersten nennenswerten Umsatzerlösen ab dem Geschäftsjahr 2022.
- Im Rahmen der Vereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB) sowie des vereinbarten Wandelanleiheprogramms mit Yorkville kann die MagForce AG Kapital in umfangreichem Volumen aufnehmen. Von dem vereinbarten EIB-Volumen in Höhe von 35 Mio. € sind zum Bilanzstichtag 13 Mio. € in Anspruch genommen. Zum 30.06.2020 waren im Rahmen der Yorkville-Vereinbarung, die ein Gesamtvolumen von insgesamt 15 Mio. € umfasst, Wandelanleihen in Höhe von 2,5 Mio. € ausgegeben.
- Wir rechnen mit einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik bei der kommerziellen Glioblastom-Behandlung sowie ab 2022 mit einem starken Erlösanstieg aus der Behandlung von Prostatakrebs-Patienten. In 2022 erwarten wir den EBITDA-Break-Even und ab dem Geschäftsjahr 2023 sollte auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses die Gewinnschwelle überschritten werden.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 11,00 € (bisher: 13,50 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge der zeitlichen Verschiebung von Umsatzerlösen in beiden Indikationsbereichen. Auf der anderen Seite haben wir bei den mittel- bis langfristigen Umsatzerwartungen einen etwas konservativeren Ansatz gewählt und unterstellen hier eine niedrigere Wachstumsdynamik. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

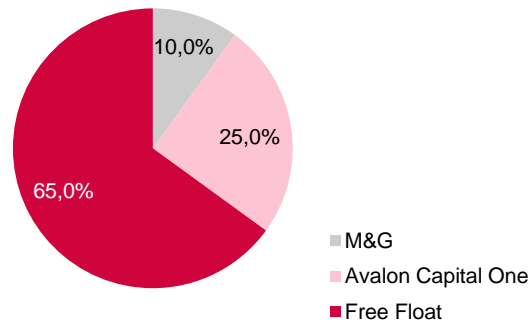
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Die MagForce-Technologie.....	4
NanoTherm®	4
NanoActivator®	5
NanoPlan®	5
Aktuelle Vermarktungsstand	5
Glioblastom-Behandlung in Europa.....	5
Prostatakrebs-Behandlung in den USA.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Marktpotenziale Glioblastom.....	7
Marktpotenziale Prostatakrebs.....	8
Unternehmensentwicklung.....	9
Geschäftsentwicklung 2019/1.HJ 2020	9
Vermögenslage zum 30.06.2020	10
Prognose und Bewertung	11
Indikationsbereich Glioblastom	11
Indikationsbereich Prostatakrebs	12
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	12
Bewertung.....	13
Modellannahmen.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	13
Bewertungsergebnis.....	13
DCF-Modell.....	14
Anhang	15

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

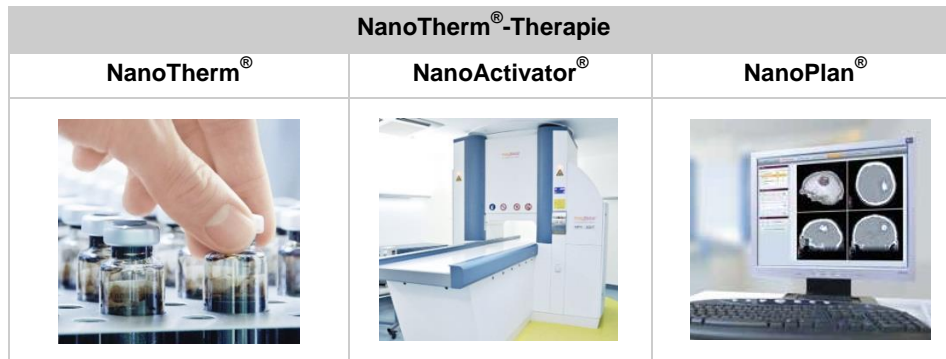
Anteilseigner	in %
M&G	10,0%
Avalon Capital One	25,0%
Free Float	65,0%

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.



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

Nach aktuellen Planungen soll die MagForce-Technologie für die Behandlung bösartiger Gehirntumore in Europa sowie für die Behandlung intermediärem Prostatakrebs in den USA eingesetzt werden. In Europa liegen bereits alle notwendigen Genehmigungen vor und die MagForce-Technologie wird bereits kommerziell eingesetzt. Die Zulassung zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA befindet sich derzeit noch in der Zulassung, im Rahmen dessen eine pivotale Studie durchgeführt wird. Im Geschäftsjahr 2019 sowie im bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres 2020 wurden für beide Behandlungspfade wichtige Fortschritte erreicht:

Glioblastom-Behandlung in Europa

Der europäische Roll-Out der eigenen Technologie hängt in erster Linie eng mit der Installation von NanoActivator[®]-Geräten zusammen. Im April 2019 wurde dabei der erste NanoActivator[®] an der Eigenständigen Öffentlichen Klinik Nr. 4 in Lublin, Polen installiert und damit bietet die MagForce AG erstmals die Behandlung außerhalb Deutschlands an. Dies ist insbesondere wichtig, da Glioblastom-Patienten in der Regel einen schnellen Zugang zur Therapie benötigen und daher ist die regionale Nähe hier ein wichtiger Aspekt. Im ersten Halbjahr 2020 wurden bereits sechs Glioblastom-Patienten in Polen behandelt.

Im Dezember 2019 wurde in der Paracelsus-Klinik in Zwickau, der neben Münster zweite NanoActivator® in Deutschland installiert. Mit der weiteren Installation am Hufeland Klinikum in Mühlhausen (Thüringen) wird ab November 2020 eine breite Abdeckung in Ostdeutschland erreicht. Die Gesellschaft hat dabei in den vergangenen Jahren 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.

Prostatakrebs-Behandlung in den USA

Die im Rahmen der von der US-amerikanischen Zulassungsbehörde in 2018 erteilten Genehmigung zur Durchführung einer klinischen Studie an bis zu 120 Prostata-Patienten wurde erfolgreich fortgesetzt. Im August 2019 wurde die Rekrutierung der Patienten sowie die Behandlung der ersten Stufe erfolgreich beendet, in der sich erwartungsgemäß nur minimale behandlungsbedingte Nebenwirkungen gezeigt hatten. Auf diesen Ergebnissen aufbauend hat die FDA im April 2020 die Genehmigung für die nächste Stufe der US-Studie mit dem gestrafften Verfahren erteilt.

Die nächste und letzte Stufe der mehrstufigen, einarmigen Studie wird an MagForce-eigenen Behandlungszentren in Texas, Washington und Florida durchgeführt. Es soll dabei gezeigt 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. Da die MagForce AG ein gestrafftes Verfahren etabliert hat, im Rahmen dessen die Behandlung eines Patienten innerhalb eines Tages abgeschlossen werden kann, ist von einer beschleunigten Studiendauer auszugehen.

MARKT UND MARKTUMFELD

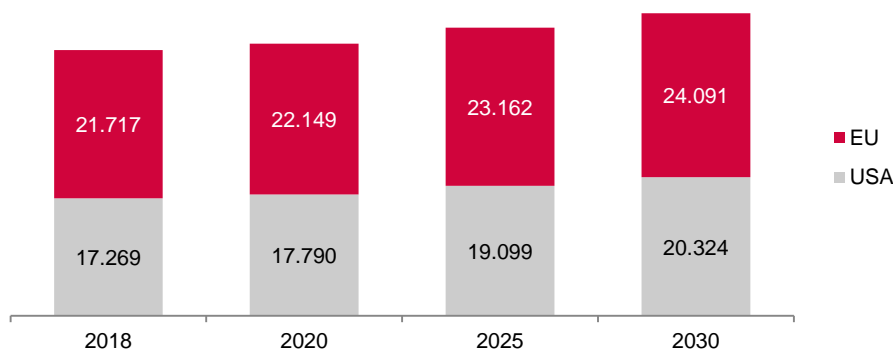
Mit ihrer Technologie adressiert die MagForce AG zwar zunächst die Indikationsgebiete „Glioblastom“ und „Prostatakrebs“, grundsätzlich ist jedoch eine indikationsübergreifende Behandlung solider Tumore möglich. Bei der Darstellung der Marktpotenziale soll jedoch entsprechend der von der Gesellschaft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

Marktpotenziale Glioblastom

Gegenüber unserer letzten Researchstudie (Anno) vom 10. September 2019 liegen bei den Glioblastom-Fallzahlen keine Änderungen vor. Aufbauend auf den Daten von GLOBOCAN, einer WHO-Datenbank, lag die Anzahl der Krebserkrankungen des Gehirn- und Nervensystems in 2018 weltweit bei 296,8 Tausend. Aussagen zur genauen Inzidenz von Glioblastom variieren und liefern kein genaues Bild ab. Gemäß Daten des Robert-Koch-Institutes betreffen 95 % aller Krebserkrankungen des Gehirn- und Nervensystems das Gehirn, wobei hier die bösartige Form Glioblastom besonders häufig vorkommt. Die Prävalenz liegt dabei bei knapp 3,0 von 100.000 Erwachsenen und das Medianalter bei der Diagnose liegt bei etwa 65 Jahren. Die besondere Aggressivität des Glioblastom wird anhand der vergleichsweise geringen mittleren Überlebenszeit sichtbar. Trotz Behandlung liegt diese bei gerade einmal 14,6 Monaten, wobei in den vergangenen drei Dekaden hier kaum Verbesserungen erreicht wurden.

Ausgehend von der festgestellten Prävalenz zu Krebserkrankungen des zentralen Nervensystems haben wir in Europa unverändert 21.500 und in den USA rund 17.300 Glioblastom-Patienten ermittelt.

GBC-Prognose zu neuen Glioblastom-Erkrankungen in den USA und Europa



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

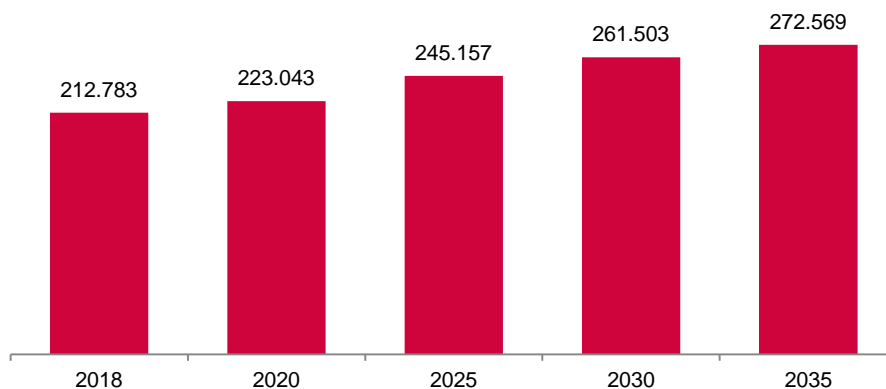
Trotz der im Vergleich zur Gesamtbevölkerung niedrigen Inzidenz, ist die Therapienotwendigkeit dieser Erkrankung sehr hoch. Ohne Behandlung liegt die mittlere Überlebenszeit bei gerade einmal drei Monaten. Grundsätzlich sind Glioblastom-Patienten vor dem Hintergrund der schlechten Prognose dieser Erkrankung, neben den Standardtherapien (chirurgische Entfernung, Chemotherapie, Strahlentherapie) auch für neuartige Behandlungsverfahren offen. Bei einem entsprechenden Ausbau des Angebots, sollte der neue MagForce-Behandlungsansatz entsprechend von einer hohen Nachfrage profitieren. Auch externe Einflussfaktoren, wie etwa die aktuelle Covid-19-Pandemie, sollten aufgrund der Schwere der Glioblastom-Erkrankung und der Notwendigkeit eines zeitnahen Therapiebeginns keine nennenswerte Auswirkung auf den zeitlichen Ablauf der Therapie haben.

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 2019/1.HJ 2020

in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	0,72	0,07	0,84	0,03	0,38
Gesamtleistung	4,64	14,98	1,96	0,36	0,92
EBIT	-7,41	6,83	-6,20	-3,61	-3,42
Periodenergebnis	-7,47	4,36	-8,73	-4,91	-4,88

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Nachdem die Gesellschaft in den vergangenen Berichtsperioden kaum sichtbare Behandlungserlöse erwirtschaftet hat, wurde in den ersten sechs Monaten 2020 erstmals eine nennenswerte Anzahl an Patienten behandelt. In Deutschland wurden dabei 11 und in Polen 6 Glioblastom-Patienten behandelt und damit Behandlungserlöse in Höhe von 0,38 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) erzielt. Die Umsatzerlöse der vergangenen Geschäftsjahre waren dabei insbesondere von Erlösen aus der Lieferung der Behandlungsgeräte an die Tochtergesellschaften geprägt und standen damit nicht mit der Patientenbehandlung in Verbindung. Im Gesamtjahr 2019 wurden Behandlungserlöse in Höhe von lediglich 0,05 Mio. € erreicht.

Parallel zum Ausbau der Behandlungszahlen lag der Fokus der Gesellschaft in 2019 und im ersten Halbjahr 2020 einerseits auf der Fortsetzung des europäischen Roll-Outs der Technologie zur Behandlung von Gehirntumoren in Europa sowie auf der ersten Stufe der US-amerikanischen Zulassungsstudie zur Prostatakrebs-Behandlung. Neben der Installation von zwei NanoActivator[®]-Geräten in Polen und Deutschland wurde dabei die „NanoTherm Therapy School“ ins Leben gerufen.

Da das Erlösniveau nach wie vor niedrig ist, weist die Gesellschaft ein unverändert negatives Ergebnisniveau aus. Trotz des Anstiegs der Behandlungserlöse, verbesserte sich zwar das EBIT in den ersten sechs Monaten 2020 auf -3,42 Mio. € (VJ: -3,61 Mio. €), nach wie vor lag dieses jedoch im negativen Bereich. Insgesamt weist die MagForce AG dabei eine vergleichsweise konstante Entwicklung der operativen Kosten auf.

Da die MagForce AG seit dem Geschäftsjahr 2018 verstärkt auch Fremdkapital für die Unternehmensfinanzierung heranzieht, hat sich seitdem das Finanzergebnis deutlich reduziert. Im ersten Halbjahr 2020 weist die Gesellschaft beim Finanzergebnis einen Saldo in Höhe von -1,44 Mio. € (VJ: -1,30 Mio. €) auf. Noch vor 2018 wurde dabei ein jeweils positives oder ausgeglichenes Finanzergebnis erreicht. Der überwiegende Teil des Fremdkapitals steht mit der Finanzierungsvereinbarung mit der Europäischen Investitionsbank (EIB) in Verbindung, im Rahmen dessen sich die ausstehende Darlehenssumme auf rund 13,0 Mio. € beläuft. Darüber hinaus hat die MagForce AG mit Yorkville eine Vereinbarung über die Ausgabe von Wandelanleihen von bis zu 15 Mio. € abgeschlossen. Zum Stichtag 30.06.20 war zwar eine Tranche in Höhe von 2,5 Mio. € in Anspruch genommen, diese hatte aber noch keinen wesentlichen Einfluss auf das Finanzergebnis des ersten Halbjahres.

Unter Berücksichtigung der Finanzaufwendungen hat die MagForce AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -4,88 Mio. € (VJ: -4,91 Mio. €) erreicht, welches damit weitestgehend im Rahmen unserer Erwartungen liegt.

Vermögenslage zum 30.06.2020

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	13,19	18,16	14,71	9,83
<i>davon Bilanzverlust</i>	-56,42	-52,06	-60,80	-65,67
Bankverbindlichkeiten und Wandelanleihe	5,00	15,88	16,67	23,70
Liquide Mittel	0,67	1,49	0,17	1,68
Wertansatz Tochterunternehmen	17,08	30,98	30,98	30,99
Cashflow (Operativ)	-5,34	-7,11	-5,67	-2,29
Cashflow (Investition)	-0,58	-1,37	-1,94	-1,85
Cashflow (Finanzierung)	5,97	9,30	6,29	5,65

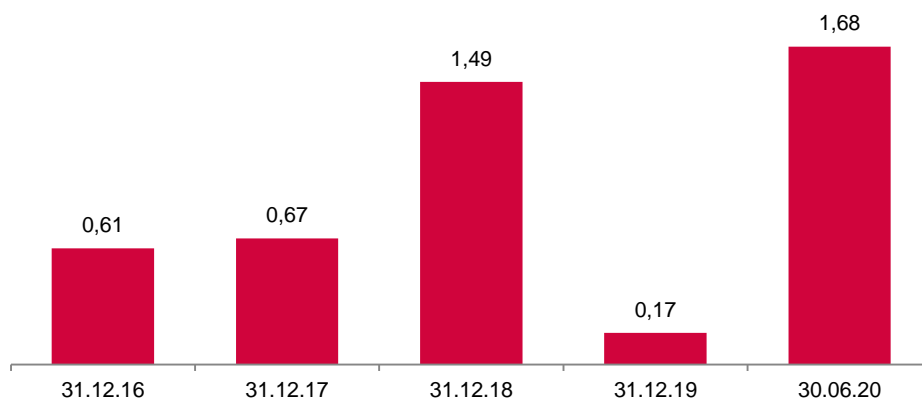
Quelle: MagForce AG; GBC AG

Die aktuelle Unternehmensphase ist noch von geringen Kommerzialisierungserlösen in Europa sowie von der noch laufenden Zulassungsphase in den USA geprägt. Das daraus resultierende negative Nachsteuerergebnis hatte einen Anstieg des Bilanzverlustes zur Folge, was insgesamt zu einer Reduktion des Eigenkapitals auf 9,71 Mio. € (31.12.19: 14,71 Mio. €) geführt hat.

Nachdem im Vorjahr noch eine Kapitalerhöhung in Höhe von brutto 5,00 Mio. € durchgeführt wurde, hatte die Gesellschaft im ersten Halbjahr 2020 in erster Linie Fremdkapital (EIB-Bank; Wandelschuldverschreibungen) in Höhe von 7,03 Mio. € aufgenommen. Der Abfluss liquider Mittel aus dem operativen Geschäft und den getätigten Investitionen (freier Cashflow: -4,14 Mio. €) wurde damit mehr als kompensiert und der Liquiditätsbestand leicht auf 1,68 Mio. € (31.12.19: 0,17 Mio. €) erhöht.

Zwar sieht der Liquiditätsbestand, insbesondere vor dem Hintergrund des weiterhin erwarteten negativen Cashflows niedrig aus, die MagForce AG verfügt jedoch über weitere Kapitalaufnahmemöglichkeiten aus der Finanzierungsvereinbarung mit der EIB und dem Wandelanleiheprogramm mit Yorkville. Zum Bilanzstichtag waren von den insgesamt vereinbarten 35 Mio. € EIB-Finanzierungsmitteln lediglich 13 Mio. € in Anspruch genommen. Im Rahmen der Yorkville-Vereinbarung in Höhe von 15 Mio. € sollen bis zu fünf Tranchen in Form von MagForce-Wandelschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von jeweils 12 Monaten von Yorkville aufgenommen werden. Zum Stichtag 30.06.2020 waren Wandelanleihen in Höhe von insgesamt 2,5 Mio. € ausgegeben. Damit liegt eine insgesamt hohe Finanzierungs-Flexibilität vor und die MagForce AG sollte daher gut in der Lage sein, den Liquiditätsbedarf der kommenden Berichtsperioden zu decken.

Liquide Mittel und Kapitalerhöhungen (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatzerlöse	0,94	3,87	19,72	30,17	48,42	69,46	101,96	115,18
EBITDA	-7,30	-5,81	3,68	7,64	17,84	33,44	52,89	59,62
EBIT	-7,90	-6,87	2,27	5,92	15,47	29,83	47,43	53,55
JÜ vor Minderheiten	-10,76	-10,17	-1,22	3,19	13,06	28,60	48,16	69,62

Quelle: GBC AG

Analog zur Unternehmensstrategie haben wir die beiden Kommerzialisierungspfade der MagForce-Technologie als Basis für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen herangezogen. Wie auch in den Vorjahren haben wir damit eine jeweils nach den Indikationsbereichen Glioblastom und Prostatakrebs getrennte Prognoserechnung erstellt. Die mögliche Ausweitung auf weitere Indikationsbereiche ist in unseren Prognosen nicht berücksichtigt und ist unseres Erachtens lediglich als zusätzliches Upside-Potenzial zu betrachten.

Indikationsbereich Glioblastom

Die MagForce AG verfügt derzeit, nach der im November anstehenden Inbetriebnahme eines weiteren NanoActivator®-Gerätes am Hufeland-Klinikum in Mühlhausen über insgesamt drei Standorte zur Glioblastom-Behandlung in Deutschland. Dabei wurde insbesondere in den vergangenen Berichtsperioden im Rahmen der Roll-Out-Strategie eine starke Ausweitung der Behandlungskapazitäten erreicht. Diese Entwicklung soll sich mit der geplanten Installation weiterer Geräte auch im kommenden Geschäftsjahr fortsetzen. So ist es geplant, insbesondere den Norden und Südwesten Deutschlands jeweils stärker zu adressieren und hierfür zwei weitere NanoActivator®-Geräte zu installieren. Begleitend hierzu wurde im Januar 2019 die NanoTherm Therapy School gestartet, im Rahmen derer Chirurgen und medizinisches Fachpersonal die Anwendung mit der MagForce-Technologie trainieren können.

Auch die Expansionsaktivitäten in das europäische Ausland sollen insbesondere in Spanien und Italien fortgesetzt werden. Da beide Regionen besonders stark von der Covid-19-Pandemie betroffen waren, haben sich hier jedoch Verzögerungen von etwa sechs bis neun Monate ergeben. Die für das zweite Halbjahr 2020 geplanten Installationen in diesen Regionen sollen erst in 2021 erfolgen.

Parallel zur geplanten regionalen Ausweitung des Behandlungsangebotes soll ein effizientes Kostenerstattungsverfahren in Deutschland, Polen sowie in den Zielregionen Spanien und Italien etabliert werden. In Polen wurde beispielsweise ein so genanntes Investigator Initiated Trial eingeleitet, auf dessen Basis die Kostenerstattung beantragt werden soll. Für Deutschland soll im Rahmen eines Erprobungsverfahrens die Kostenerstattung stärker adressiert werden. Derzeit werden die Glioblastom-Behandlungen auf Einzelantrag, von privaten Krankenversicherungen sowie in Polen durch Crowd-Funding oder vom Patienten selbst finanziert.

Die MagForce AG plant für das laufende Geschäftsjahr 2020, die Anzahl kommerzieller Behandlungen von einem noch geringen Niveau ausgehend deutlich zu steigern. Mit der Entwicklung des ersten Halbjahres 2020 wird bereits eine hohe Wachstumsdynamik bei den Behandlungszahlen erreicht, die selbst von den Auswirkungen der Covid-19-Pandemie nicht negativ beeinflusst war. Ohnehin geht die Gesellschaft bei der Glioblastom-Behandlung von nur geringen pandemiebedingten Auswirkungen aus. Dies liegt insbesondere am Schweregrad der Erkrankung, die in der Regel keinen Aufschub bei der Behandlung erlaubt.

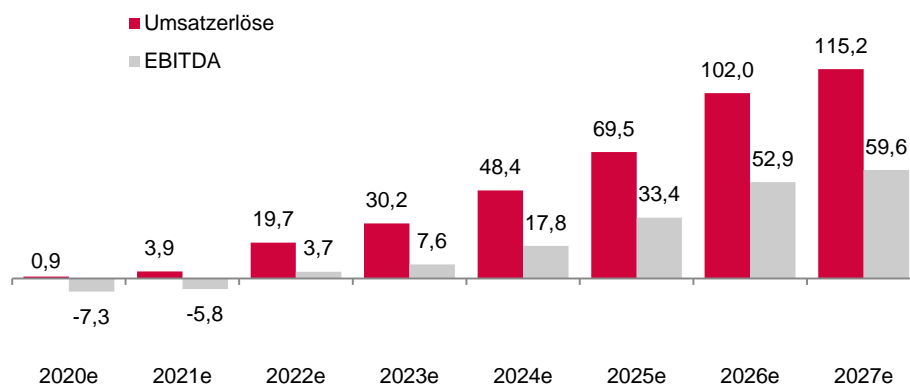
Indikationsbereich Prostatakrebs

Im Rahmen der ersten Stufe der in 2018 begonnenen Zulassungsstudie zur Prostatakrebsbehandlung in den USA wurden nur minimale Nebenwirkungen beobachtet sowie eine sehr gute Wirkung dokumentiert. Gleichzeitig wurde dieser erste Studienteil dazu genutzt, um Anpassungen am für diesen Indikationsbereich entwickelten NanoActivator vorzunehmen, wodurch ein hoher Automatisierungsgrad erreicht wurde. Zudem wurde ein neues standardisiertes klinisches Verfahren entwickelt. Daraus ergibt sich ein insgesamt gestrafftes Behandlungsverfahren, im Rahmen dessen die Behandlung eines Patienten künftig innerhalb eines Tages abgeschlossen werden kann. Durch die daraus resultierende kürzere Behandlungsdauer könnte die Gesellschaft die Patientenbehandlungen der aktuellen Stufe 2a noch im laufenden Geschäftsjahr abschließen, was bedeutet, dass eine Zulassung in der zweiten Jahreshälfte 2021 nach erfolgreichem Abschluss der letzten Stufe 2b möglich wäre. Erste nennenswerte Umsatzerlöse könnten in diesem Bereich ab 2022 erwirtschaftet werden.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Gemäß Managementaussage sehen die Behandlungsziele für 2021 vor, die Anzahl der kommerziellen Glioblastom-Behandlungen gegenüber 2020 zu verdreifachen. Als Basis dafür dienen die in den letzten Berichtsperioden installierten Behandlungsgeräte sowie die noch anstehenden Installationen in Deutschland sowie im europäischen Ausland. Die ersten kommerziellen Umsätze innerhalb des mit einem deutlich umfangreicheren Behandlungspotenzial ausgestatteten Prostatasegments sollten erst ab dem Geschäftsjahr 2022 eine nennenswerte Größenordnung haben. In 2022 unterstellen wir erstmals das Erreichen der operativen Gewinnschwelle, sowohl auf EBITDA als auch auf EBIT-Basis. Höhere Finanzkosten sollten den Break-Even auf Nachsteuerebene erst ab dem Geschäftsjahr 2023 ermöglichen.

Prognosen Umsatzerlöse und EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

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

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 2020 - 2027 konkrete Umsatz- und Ergebnisschätzungen erstellt. Aufgrund der aufgelaufenen Verlustvorträge haben wir eine Steuerquote in Höhe von 30 % erst ab dem Geschäftsjahr 2027e berücksichtigt. In der zweiten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Umsatzwachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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: 10,72 %) (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 9,70 % (bisher: 9,70 %).

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2021 entspricht als Kursziel 11,00 € (bisher: 13,50 €). Die Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge der zeitlichen Verschiebung von Umsatzerlösen in beiden Indikationsbereichen. Auf der anderen Seite haben wir bei den mittel- bis langfristigen Umsatzerwartungen einen etwas konservativeren Ansatz gewählt und unterstellen hier eine niedrigere Wachstumsdynamik.

DCF-Modell

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-Marge	51,8%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
Working Capital zu Umsatz	38,0%	ewige EBITA - Marge	46,5%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,94	3,87	19,72	30,17	48,42	69,46	101,96	115,18	
US Veränderung	-11,2%	311,8%	409,5%	53,0%	60,5%	43,4%	46,8%	13,0%	3,0%
EBITDA	-7,30	-5,81	3,68	7,64	17,84	33,44	52,78	59,62	
EBITDA-Marge	neg.	-150,1%	18,6%	25,3%	36,8%	48,1%	51,8%	51,8%	
EBITA	-7,90	-6,87	2,27	5,92	15,47	29,83	47,31	53,55	
EBITA-Marge	neg.	-177,5%	11,5%	19,6%	31,9%	42,9%	46,4%	46,5%	46,5%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-16,07	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-7,90	-6,87	2,27	5,92	15,47	29,83	47,31	37,49	
Kapitalrendite	neg.	-137,1%	25,2%	37,0%	76,2%	93,8%	100,9%	53,8%	49,4%
Working Capital (WC)	0,25	3,00	8,00	10,56	18,40	26,39	38,75	43,77	
WC zu Umsatz	neg.	4,8%	15,0%	35,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	
Investitionen in WC	-1,38	-2,75	-5,00	-2,56	-7,84	-7,99	-12,35	-5,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,76	6,01	7,99	9,74	13,41	20,50	30,98	34,38	
AFA auf OAV	-0,60	-1,06	-1,41	-1,72	-2,37	-3,62	-5,47	-6,07	
AFA zu OAV	12,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
Investitionen in OAV	-1,36	-2,31	-3,39	-3,47	-6,04	-10,70	-15,95	-9,47	
Investiertes Kapital	5,01	9,01	15,99	20,30	31,81	46,89	69,73	78,15	
EBITDA	-7,30	-5,81	3,68	7,64	17,84	33,44	52,78	59,62	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-16,07	
Investitionen gesamt	-2,75	-5,06	-8,39	-6,03	-13,88	-18,70	-28,30	-14,49	
Investitionen in OAV	-1,36	-2,31	-3,39	-3,47	-6,04	-10,70	-15,95	-9,47	
Investitionen in WC	-1,38	-2,75	-5,00	-2,56	-7,84	-7,99	-12,35	-5,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-10,04	-10,87	-4,71	1,61	3,95	14,75	24,47	29,06	541,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	311,76	352,88
Barwert expliziter FCFs	28,65	42,30
Barwert des Continuing Value	283,11	310,58
Nettoschulden (Net debt)	0,96	15,13
Wert des Eigenkapitals	310,80	337,74
Fremde Gewinnanteile	-30,48	-33,12
Wert des Aktienkapitals	280,32	304,62
Ausstehende Aktien in Mio.	27,71	27,71
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,12	11,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,77
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	2,4%

WACC **9,7%**

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,7%	9,7%	10,7%	11,7%
47,4%	16,29	12,90	10,56	8,86	7,57
48,4%	16,63	13,17	10,78	9,04	7,72
49,4%	16,98	13,44	11,00	9,22	7,87
50,4%	17,33	13,71	11,21	9,40	8,02
51,4%	17,67	13,98	11,43	9,57	8,17

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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