



Researchstudie (Anno)

MagForce AG

magforce[®]

THE NANOMEDICINE COMPANY

**Zulassung zur Prostatabehandlung steht kurz bevor,
Neue Behandlungsgeräte sollen in Europa installiert werden
Starkes Wachstum und Break-Even ab 2022 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 16

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 19.07.2021 (15:18 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 20.07.2021 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022

MagForce AG*5a,6a,11

Kaufen

Kursziel: 11,00 €
(bisher: 11,00 €)

aktueller Kurs: 3,55
19.07.21 / XETRA / 13:47 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0HGQF5
WKN: A0HGQF
Börsenkürzel: MF6
Aktienanzahl³: 29,35
Marketcap³: 104,22
EnterpriseValue³: 135,74
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Hauck & Aufhäuser
Stifel

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Medizintechnologie

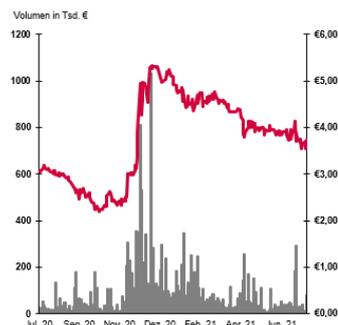
Fokus: Krebstherapie

Mitarbeiter: 29 Stand: 31.12.2020

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	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Umsatz	0,62	0,85	19,32	36,30	57,36	82,97
EBITDA	19,29	-7,88	6,11	11,65	23,10	39,61
EBIT	18,62	-8,66	4,84	10,14	20,90	35,95
JÜ vor Minderheiten	14,75	-12,02	0,78	5,46	15,76	33,34

Kennzahlen

EV/Umsatz	218,59	160,45	7,03	3,74	2,37	1,64
EV/EBITDA	7,04	neg.	22,23	11,65	5,88	3,43
EV/EBIT	7,29	neg.	28,03	13,38	6,49	3,78
KGV (vor Minderheiten)	7,07	neg.	133,27	19,10	6,61	3,13

Finanztermine

12.08.2021: Hauptversammlung
28.10.2021: Halbjahresbericht
22.11.24.11.21: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
29.04.2021: RS / 11,00 / KAUFEN
11.02.2021: RS / 11,00 / KAUFEN
18.12.2020: RS / 11,00 / KAUFEN
12.11.2020: RS / 11,00 / KAUFEN
28.11.2019: RS / 13,50 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Trotz pandemiebedingten Einschränkungen hat die MagForce AG in 2020 weitere Fortschritte bei der Kommerzialisierung der eigenen Technologie gemacht. Für die bereits zugelassene Behandlung bösartiger Gehirntumore in Europa hatte die Gesellschaft vor Beginn der Corona-Pandemie einen deutlichen Anstieg der Behandlungszahlen erreicht, welcher jedoch im Jahresverlauf nicht fortgesetzt werden konnte. Nichtsdestotrotz stiegen die kommerziellen Behandlungen auf einen neuen Rekordwert von 0,53 Mio. € (VJ: 0,09 Mio. €) an, hätten aber deutlich höher ausfallen können. Erwartungsgemäß hat die Gesellschaft, bereinigt um sonstige betriebliche Erträge, weiterhin ein negatives EBIT in Höhe von -6,96 Mio. € (VJ: -6,20 Mio. €) ausgewiesen.
- In dieser Entwicklung findet sich auch die Fortsetzung der Roll-Out-Strategie wieder. So wurden in 2020 in der Paracelsus-Klinik in Zwickau und am Hufeland Klinikum in Mühlhausen zwei NanoActivator-Geräte neu in Betrieb genommen. Bei der geplanten Installation in den besonders von Covid-19 betroffenen Ländern Spanien und Italien kam es zu pandemiebedingten Verzögerungen. Noch in 2021 soll aber in Spanien ein Behandlungsstandort an einer Partnerklinik eröffnet werden. Zudem befindet sich die Gesellschaft in fortgeschrittenen Verhandlungen mit möglichen Partnern in Österreich, Deutschland und Italien, so dass ab 2022 an acht Standorten in Europa Glioblastom-Behandlungen durchgeführt werden können.
- Die MagForce AG hat auch bei der Zulassung der Technologie zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA weitere Fortschritte erzielt. In 2020 wurde die Studienphase 2a, auch mit einem gestrafften Studienprotokoll, erfolgreich gestartet und Anfang 2021 abgeschlossen. Bei den zehn in der Studienphase 2a einbezogenen Patienten wurden im gestrafften Behandlungsverfahren nur die erwarteten minimalen Nebenwirkungen beobachtet und damit das bekannte sehr gute Sicherheits- und Verträglichkeitsprofil bestätigt.
- Auf diesen Erfolg aufbauend werden derzeit Patienten für die finale Studienphase 2b rekrutiert, in der bis zu 100 Männer behandelt werden sollen. Die Studie wird an allen derzeit verfügbaren drei MagForce-Standorten in den USA durchgeführt, womit auch sichergestellt wird, dass die entsprechenden Behandlungszentren direkt nach der Zulassung betriebsbereit sind. Nach Unternehmensangaben wird mit dem Abschluss dieser finalen Studienphase noch in der zweiten Jahreshälfte 2021 und damit mit dem Start der Kommerzialisierung ab Mitte 2022 gerechnet. Zudem plant die Gesellschaft die Prostata-Patienten in den USA im Rahmen eigener so genannter „Focal Treatment Centers“, die durch eigenes Fachpersonal betrieben werden, zu behandeln. Damit würde die gesamte Behandlungswertschöpfung von der MagForce AG abgedeckt werden, was mit deutlich höheren und nachhaltigeren Umsatzpotenzialen als beim Verkauf der Behandlungsgeräte einhergeht.
- In unseren Prognosen haben wir ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 einen sichtbaren Umsatz- und Ergebnisanstieg unterstellt. Sowohl ein Anstieg der kommerziellen Glioblastom-Behandlungen als auch der Beginn der Prostata-Behandlungen ist hier abgebildet. Unseren Schätzungen zur Folge sollte die MagForce AG gemäß unseren neuen Schätzungen damit in der Lage sein, den Break-Even auf allen operativen Ebenen zu erreichen.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 11,00 € (bisher: 11,00 €) ermittelt. Einerseits ergibt der modelltechnische Roll-Over-Effekt eine Steigerung des Kursziels. Dem steht jedoch eine Anhebung der gewogenen Kapitalkosten (WACC) entgegen, was sich auf das Modellergebnis insgesamt ausgleichend ausgewirkt hat. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

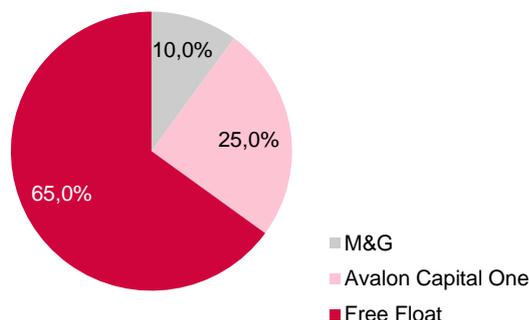
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Die MagForce-Technologie.....	4
NanoTherm®.....	4
NanoActivator®.....	5
NanoPlan®.....	5
Aktueller Vermarktungsstand.....	5
Glioblastom-Behandlung in Europa.....	5
Prostatakrebs-Behandlung in den USA.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Marktpotenziale Glioblastom.....	7
Marktpotenziale Prostatakrebs.....	8
Unternehmensentwicklung.....	9
Geschäftsentwicklung 2020	9
Vermögenslage zum 31.12.2020	11
Prognose und Bewertung	12
Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

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.

NanoTherm [®] -Therapie		
NanoTherm [®]	NanoActivator [®]	NanoPlan [®]
		

Quelle: MagForce AG; GBC AG

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

NanoTherm[®]

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

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

NanoActivator®

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

NanoPlan®

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

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

Aktueller Vermarktungsstand

Nach aktuellen Planungen soll die MagForce-Technologie für die Behandlung bösartiger Gehirntumore in Europa sowie für die Behandlung intermediärem Prostatakrebs in den USA eingesetzt werden. In Europa liegen für die Glioblastom-Behandlung bereits alle notwendigen Genehmigungen vor und die MagForce-Technologie wird hier kommerziell eingesetzt. Die Zulassung zur Behandlung von Prostatakrebs in den USA befindet sich derzeit noch in der Zulassung, im Rahmen derer die finale Studienphase einer pivotalen Studie durchgeführt wird. Sowohl in 2020 als auch in den ersten Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2021 wurden diesbezüglich wichtige Erfolge erreicht.

Glioblastom-Behandlung in Europa

Derzeit hat die MagForce AG für die Glioblastom-Behandlung vier NanoActivator-Geräte in Deutschland und in Polen installiert. Nachdem im Dezember 2019 der zweite NanoActivator in Deutschland an der Paracelsus-Klinik in Zwickau installiert wurde, hat im Dezember 2020 die Eröffnung eines neuen Behandlungszentrums am Hufeland Klinikum in Thüringen stattgefunden.

Corona-bedingt kam es beim europäischen Roll-Out, der ursprünglich die von der Pandemie besonders betroffenen Länder Spanien und Italien im Fokus hatte, jedoch zu Verzögerungen. Es ist aber abzusehen, dass bereits im laufenden Geschäftsjahr ein erstes NanoActivator-Gerät an einer Partnerklinik in Spanien installiert werden soll. Dar-

über hinaus befindet sich die Gesellschaft in fortgeschrittenen Verhandlungen mit potenziellen Partnerkliniken in Österreich, Deutschland und Italien.

Die Gesellschaft hat in den vergangenen Jahren eine mobile Lösung (Plug-and-Treat) 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. Aktuell ist die Plug-and-Treat-Lösung an den Zentren in Zwickau und Lublin (Polen) in Anwendung.

Prostatakrebs-Behandlung in den USA

Seit 2018 wird im Rahmen einer klinischen Studie die Zulassung der MagForce-Technologie für den Indikationsbereich Prostatakrebs in den USA angestrebt. Gegenwärtig steht der Beginn der für die Zulassung letzten notwendigen Studienphase 2b kurz bevor. In 2020 wurde die Studienphase 2a, auch mit einem gestrafften Studienprotokoll, erfolgreich gestartet und Anfang 2021 abgeschlossen. Bei den zehn in der Studienphase 2a einbezogenen Patienten wurden im gestrafften Behandlungsverfahren nur die erwarteten minimalen Nebenwirkungen beobachtet und damit das bereits bekannte sehr gute Sicherheits- und Verträglichkeitsprofil bestätigt.

Aber auch die Daten zur Wirksamkeit der Prostatabehandlung mit der MagForce-Technologie sind nach Unternehmensangaben sehr ermutigend. Es wurde dabei eine sehr gut definierte Ablation und Zelltod im Bereich des Nanopartikeldepots festgestellt. Bei der Behandlung mit der MagForce-Technologie werden magnetische Nanopartikel direkt in den Tumor eingebracht und anschließend erwärmt und somit die Krebszellen zerstört. In der Zulassungsstudie 2a wurde dabei aufgezeigt, dass im Rahmen des in Phase 1 entwickelten minimal-invasiven Verfahrens die Nanopartikel sehr genau eingebracht werden können und diese stabil an der gewünschten Stelle verbleiben. Die Ablation im Zielbereich war sehr präzise und es gab nur eine minimale Schädigung des umliegenden Gewebes (Bereich 2-4 mm).

Die vielversprechenden Daten bilden eine gute Basis für die in Kürze zu startende letzte Phase 2b der Zulassungsstudie, bei der sich die Patientenrekrutierung in einem fortgeschrittenen Stadium befindet. In diesem für die Zulassung notwendigen letzten Studienteil soll an bis zu 100 Männern die Wirksamkeit und Sicherheit der MagForce-Technologie bei der Behandlung von Prostatakrebs nachgewiesen werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

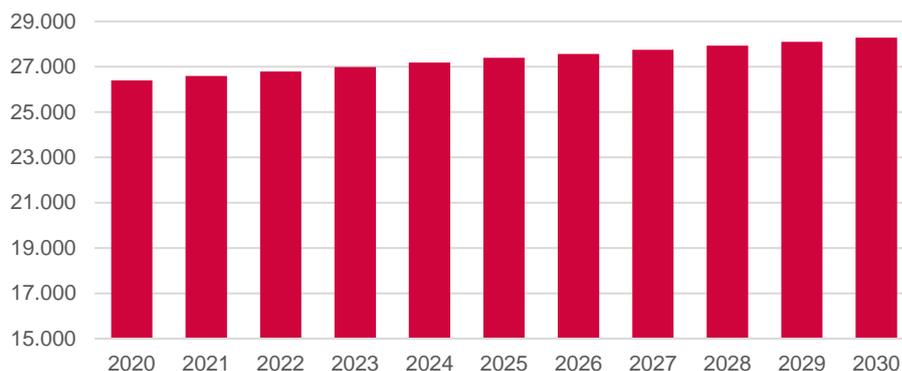
Mit ihrer Technologie adressiert die MagForce AG zwar zunächst die Indikationsgebiete „Glioblastom“ und „Prostatakrebs“, grundsätzlich ist jedoch eine indikationsübergreifende Behandlung solider Tumore möglich. Bei der Darstellung der Marktpotenziale soll jedoch entsprechend der von der Gesellschaft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

Marktpotenziale Glioblastom

Aufbauend auf den Daten von GLOBOCAN, einer WHO-Datenbank, lag die Anzahl der Krebserkrankungen des Gehirn- und Nervensystems in 2020 weltweit bei über 308 Tausend. Aussagen zur genauen Inzidenz von Glioblastom variieren und liefern kein genaues Bild ab. Gemäß Daten des Robert-Koch-Institutes betreffen aber 95 % aller Krebserkrankungen des Gehirn- und Nervensystems das Gehirn, wobei hier die bösartige Form Glioblastom mit einem Anteil von 60 % (Quelle: krebsgesellschaft.de) besonders häufig vorkommt. Die besondere Aggressivität des Glioblastom wird anhand der vergleichsweise geringen mittleren Überlebenszeit sichtbar. Trotz Behandlung liegt diese, bei der besonders schweren Form, bei gerade einmal zwischen 14 - 23 Monaten, wobei in den vergangenen drei Dekaden hier kaum Verbesserungen erreicht wurden.

Ausgehend von der Anzahl der jährlichen neuen Tumorerkrankungen des Gehirns, die in Europa derzeit bei etwas über 46.000 liegt, ist jährlich mit über 26.000 neuen Glioblastom-Diagnosen auszugehen. Aufgrund der demografischen Entwicklung und der erwarteten Altersstruktur in Europa, sollte in den kommenden Geschäftsjahren ein stetiges Wachstum bei den Glioblastom-Neudiagnosen vorliegen. Gleichzeitig stellt dies die potenzielle Basis für die Behandlungen mit der MagForce-Technologie dar:

GBC-Prognose zu neuen Glioblastom-Erkrankungen in Europa



Quelle: GLOBOCAN; eigene Berechnungen

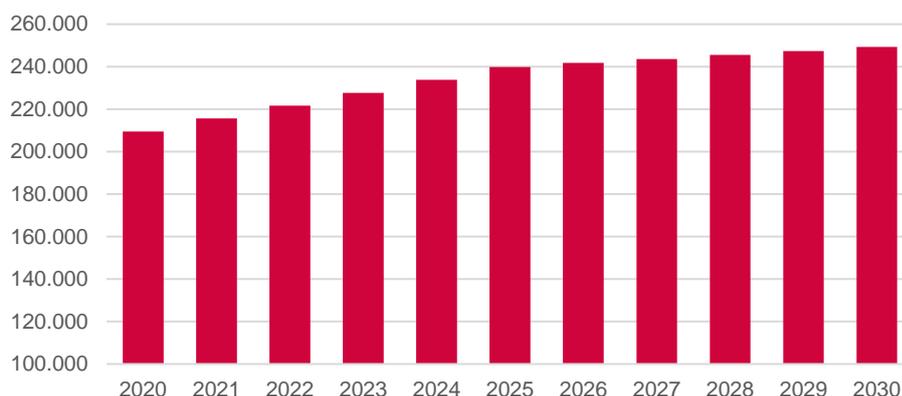
Trotz der im Vergleich zur Gesamtbevölkerung niedrigen Inzidenz, ist die Therapienotwendigkeit dieser Erkrankung sehr hoch. Ohne Behandlung liegt die mittlere Überlebenszeit bei gerade einmal drei Monaten. Grundsätzlich sind Glioblastom-Patienten vor dem Hintergrund der schlechten Prognose dieser Erkrankung, 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.

Marktpotenziale Prostatakrebs

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

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

Prognose zu den Fallzahlen Prostatakrebs in USA



Quelle: GLOBOCAN; GBC AG

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

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

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung 2020

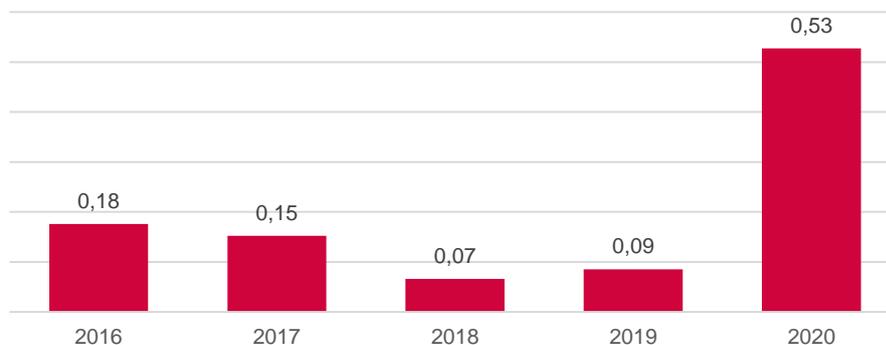
in Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	0,72	0,07	0,84	0,62
aus der kommerziellen Behandlung	0,15	0,07	0,09	0,53
EBIT	-7,41	6,83	-6,20	18,65
Periodenergebnis	-7,47	4,36	-8,73	14,78

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hat die MagForce AG sowohl in Europa (Indikationsbereich Glioblastom) als auch in den USA (Indikationsbereich Prostatakrebs) wichtige Fortschritte erzielt.

In Europa wurde die Roll-Out-Strategie fortgesetzt und insbesondere in Deutschland an zwei neuen Zentren mit der kommerziellen Behandlung von Glioblastom-Patienten begonnen. Anfang 2020 wurde in der Paracelsus-Klinik in Zwickau und im zweiten Halbjahr 2020 am Hufeland Klinikum in Mühlhausen (Thüringen) jeweils mit der Patientenbehandlung begonnen. Mit der Inbetriebnahme der zwei neuen Behandlungszentren verfügte die Gesellschaft zum Jahresende 2020 über insgesamt vier Standorte, davon drei in Deutschland und einer in Polen. Damit verzeichnete die MagForce AG eine deutliche Steigerung der kommerziellen Behandlungen, die insbesondere im ersten Quartal 2020 stark zugelegt hatten. Im Zuge der Corona-Pandemie und der damit verbundenen Einschränkungen bei den Krankenhäusern, kamen die Folge quartale nicht an den Erfolg des ersten Quartals 2020 heran. Nichtsdestotrotz markierten die kommerziellen Behandlungsumsätze mit 0,53 Mio. € (VJ: 0,09 Mio. €) einen neuen absoluten Rekordwert.

Umsatzerlöse aus der kommerziellen Patientenbehandlung (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Weitere Belastungen im Zuge der Corona-Pandemie hatten insbesondere bei der geplanten Installation weiterer NanoActivator-Geräte in Spanien und Italien Verzögerungen zur Folge. Gemäß Unternehmensangaben soll in Spanien noch im laufenden Geschäftsjahr die Inbetriebnahme in einer Partnerklinik erfolgen. In Österreich, Deutschland und Italien befindet man sich in fortgeschrittenen Verhandlungen.

Da sich die klinische Zulassung des zweiten Indikationsbereiches Prostatakrebs in den USA in der finalen Phase befindet, wurden in 2020 hieraus naturgemäß noch keine Umsätze erwirtschaftet. Damit ist das Niveau der Umsatzerlöse mit 0,62 Mio. € (VJ: 0,84 Mio. €) erwartungsgemäß weiterhin niedrig. Unseren bisherigen Schätzungen zur Folge (siehe Studie vom 29.04.2021) hatten wir Umsätze in Höhe von 0,94 Mio. € prognostiziert.

Bei der noch vorhandenen niedrigen Erlösstruktur weist die MagForce AG in der Regel ein negatives Ergebnisniveau auf. Das im abgelaufenen Geschäftsjahr erwirtschaftete EBIT in Höhe von 18,65 Mio. € (VJ: -6,20 Mio. €) ist ausschließlich der Übertragung von Anteilen an der MagForce USA Inc. geschuldet, die zu einer Realisierung stiller Reserven und damit zu signifikanten sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von 26,49 Mio. € (VJ: 0,90 Mio. €) geführt hatte. Ohne diesen Effekt hätte die MagForce AG ein EBIT in Höhe von -6,96 Mio. € (VJ: -6,20 Mio. €) und damit leicht unter dem Vorjahresniveau ausgewiesen. Dabei verzeichnete die MagForce AG leichte Kostensteigerungen aufgrund des Anstiegs der Mitarbeiterzahl auf 64 (VJ: 56) sowie im Zusammenhang mit den durchgeführten Kapitalmaßnahmen.

Die in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgte Zunahme der Bankverbindlichkeiten sowie der Anstieg der ausstehenden Wandelanleihen geht mit zunehmenden Zinsaufwendungen einher. Insgesamt lag das Finanzergebnis mit -3,87 Mio. € (VJ: -2,53 Mio. €) stärker unter dem Vorjahresniveau, so dass das um Sondereffekte bereinigte Nachsteuerergebnis mit -10,81 Mio. € (VJ: -8,73 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert lag. In unseren bisherigen Schätzungen hatten wir ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -10,76 Mio. € prognostiziert und somit war die Entwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020 im Rahmen unserer Erwartungen.

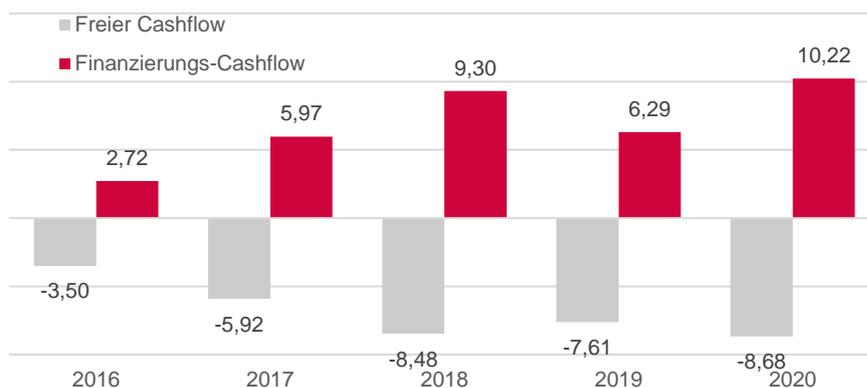
Vermögenslage zum 31.12.2020

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	13,19	18,16	14,71	35,52
<i>davon Bilanzverlust</i>	-56,42	-52,06	-60,80	-46,05
Bankverbindlichkeiten und Wandelanleihe	5,00	15,88	16,67	22,83
Liquide Mittel	0,67	1,49	0,17	1,71
Wertansatz Tochterunternehmen	17,08	30,98	30,98	56,57
Cashflow (Operativ)	-5,34	-7,11	-5,67	-5,70
Cashflow (Investition)	-0,58	-1,37	-1,94	-2,98
Cashflow (Finanzierung)	5,97	9,30	6,29	10,22

Quelle: MagForce AG; GBC AG

Die Vermögenssituation der MagForce AG war im vergangenen Geschäftsjahr insbesondere von den umgesetzten Finanzierungsmaßnahmen zur Sicherstellung der Liquidität und der Finanzierung des noch vorherrschenden Liquiditätsabflusses aus dem operativen Geschäft geprägt. Nennenswert ist hierbei die weitere Auszahlung einer Tranche aus der EIB-Finanzierung in Höhe von 3,0 Mio. €, für die eine fünfjährige Laufzeit besteht. Darüber hinaus wurde im Juni 2020 mit der US-Investmentfirma Yorkville Advisors eine Vereinbarung über die Wandelanleihe-Ausgabe von bis zu 15,0 Mio. € getroffen. Ende Juni 2020 wurde eine Tranche in Höhe von 2,5 Mio. € in Anspruch genommen, hiervon waren bis zum 31.12.20 rund 1,4 Mio. € in Aktien gewandelt. Als dritte Finanzierungs Komponente wurde im Dezember 2020 eine Kapitalerhöhung mit einem Bruttoemissionserlös in Höhe von 4,7 Mio. € erfolgreich platziert. Insgesamt wurde der freie Cashflow in Höhe von -8,68 Mio. € (VJ: -7,61 Mio. €) damit gut aufgefangen und die liquiden Mittel verbesserten sich auf 1,71 Mio. € (31.12.19: 0,17 Mio. €). Gemäß Unternehmensangaben beläuft sich die Liquiditätsreichweite, ausgehend von der frei verfügbaren Liquidität sowie der verfügbaren Kreditlinien, auf Ende 2022.

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



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Auffällig ist der starke Anstieg des Eigenkapitals auf 35,52 Mio. € (31.12.19: 17,71 Mio. €). Zusätzlich zur im Dezember 2020 durchgeführten Kapitalerhöhung hatte das von Sondereffekten geprägte deutlich positive Nachsteuerergebnis zu diesem Anstieg geführt. Auf der Gegenseite erhöhte sich der Wertansatz der Tochterunternehmen auf 56,57 Mio. € (31.12.19: 30,98 Mio. €) was zu einer sichtbaren Bilanzverlängerung auf 65,59 Mio. € (31.12.19: 36,66 Mio. €) geführt hatte.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

in Mio. €	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzerlöse	0,85	19,32	36,30	57,36	82,97	113,30	138,50	156,80
EBITDA	-7,88	6,11	11,65	23,10	39,61	56,63	70,26	79,34
EBIT	-8,66	4,84	10,14	20,90	35,95	50,92	63,69	71,91
JÜ vor Minderheiten	-12,02	0,78	5,46	15,76	33,34	63,34	81,43	93,48

Quelle: GBC AG

Unternehmensstrategie

Analog zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 wird auch das Geschäftsjahr 2021 bei der MagForce AG noch von den Auswirkungen der Corona-Krise geprägt sein. Zumindest der Lock-Down des ersten Quartals 2021 hatte, wie auch schon im Vorjahr, zu niedrigen Behandlungszahlen in Europa (Glioblastom) geführt. Allerdings erkennt das MagForce-Management, nach Beendigung des Lock-Downs, eine deutliche Zunahme an Patientenanfragen, so dass im zweiten Halbjahr 2021 mit einem signifikanten Anstieg der kommerziellen Behandlungen zu rechnen ist. Letztendlich sollte der Vorjahreswert übertroffen werden, allerdings ist ein unverändert niedriges Niveau zu erwarten.

Der aktuelle Bestand von vier NanoActivator-Geräten in Deutschland und in Polen soll dabei sukzessive ausgebaut werden, was sich ebenfalls positiv auf die Patientennachfrage auswirken sollte. Noch im laufenden Geschäftsjahr ist mit der Inbetriebnahme eines weiteren Gerätes an einer Partnerklinik in Spanien auszugehen. Hier hatte die Corona-Pandemie bei der eigentlich für das abgelaufene Geschäftsjahr geplanten Installation zu Verzögerungen geführt. Zudem befindet sich die MagForce AG in fortgeschrittenen Verhandlungen mit möglichen Partnern in Österreich, Deutschland und Italien. Ab dem kommenden Geschäftsjahr sollen an insgesamt acht Standorten NanoActivator-Geräte im Betrieb sein. Die regional breite Abdeckung ist insbesondere vor dem Hintergrund wichtig, da Glioblastom-Patienten in der Regel einen schnellen Zugang zur Therapie benötigen und mobil eingeschränkt sind.

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.

Zusätzlich zur Steigerung der kommerziellen Behandlungen in Europa soll die Zulassung zur Prostatabehandlung in den USA vorangetrieben werden. Es werden derzeit Patienten für die finale Studienphase 2b rekrutiert, in der bis zu 100 Männer behandelt werden. Die Studie wird an allen derzeit verfügbaren drei MagForce-Standorten in den USA durchgeführt, womit auch sichergestellt wird, dass die entsprechenden Behandlungszentren im Falle der Zulassung betriebsbereit sind. Nach Unternehmensangaben wird mit dem Abschluss dieser finalen Studienphase noch in der zweiten Jahreshälfte 2021 und damit mit dem Start der Kommerzialisierung ab Mitte 2022 gerechnet.

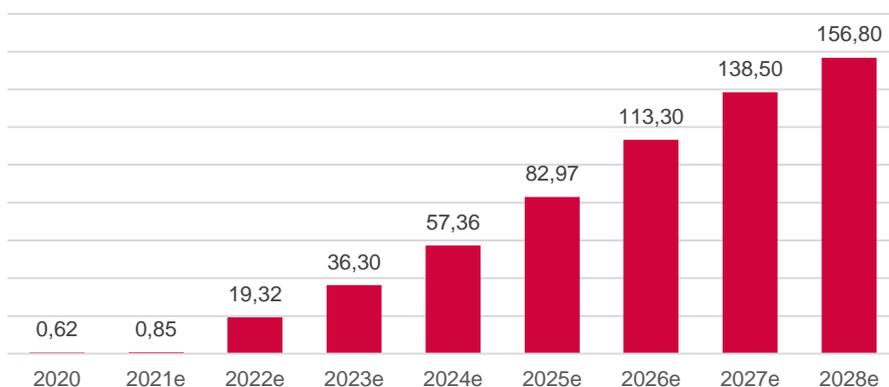
Zudem plant die Gesellschaft die Prostata-Patienten in den USA im Rahmen eigener so genannter „Focal Treatment Centers“, die durch eigenes Fachpersonal betrieben werden, zu behandeln. Damit würde die gesamte Behandlungswertschöpfung von der MagForce AG abgedeckt werden, was mit deutlich höheren und nachhaltigeren Umsatzpo-

tenzialen als beim Verkauf der Behandlungsgeräte einhergeht. Zudem liegen eine hohe Skalierbarkeit und ein hohes Rentabilitätsniveau vor.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit der Ausweitung des Behandlungsangebotes soll in Europa eine spürbare Steigerung der kommerziellen Behandlungen erreicht werden. Parallel dazu soll mit der erwarteten Zulassung in den USA auch bei der Prostata-Behandlung ab 2022 mit den Kommerzialisierungsaktivitäten begonnen werden. Nachdem das laufende Geschäftsjahr 2021 noch von niedrigen Umsatzerlösen geprägt sein dürfte, sollte die Gesellschaft ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 einen sichtbaren Umsatzsprung erreichen.

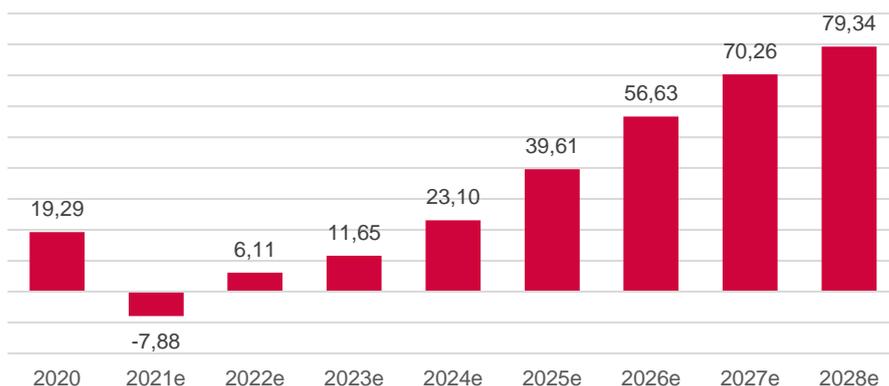
Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; GBC AG

Bereits ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 sollte die MagForce AG in der Lage sein, erstmalig und auf allen Ergebnisebenen mit dem Break-Even zu erreichen.

EBITDA-Prognose (in Mio. €)



Quelle: MagForce AG; 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 2021 - 2028 konkrete Umsatz- und Ergebnisschätzungen erstellt. Aufgrund der aufgelaufenen Verlustvorträge haben wir eine Steuerquote in Höhe von 30 % erst ab dem Geschäftsjahr 2026 berücksichtigt. In der zweiten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Endwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Umsatzwachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes liegt bei unserer neuen Untergrenze von 0,25 % (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 1,98 (bisher 1,77). Die Anhebung des unternehmensspezifischen Risikos haben wir, bis zur erwarteten Marktzulassung zur Prostatakrebs-Behandlung, vorgenommen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,15 % (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 9,91 % (bisher: 9,70 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 11,00 € (bisher: 11,00 €) ermittelt. Einerseits ergibt der modelltechnische Roll-Over-Effekt eine Steigerung des Kursziels. Dem steht jedoch eine Anhebung der gewogenen Kapitalkosten (WACC) entgegen, was sich auf das Modellergebnis insgesamt ausgleichend ausgewirkt hat.

DCF-Modell

MagForce AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
EBITDA-Marge	50,6%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
Working Capital zu Umsatz	45,0%	ewige EBITA - Marge	42,0%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,85	19,32	36,30	57,36	82,97	113,30	138,50	156,80	
US Veränderung	-20,1%	2183,9%	87,9%	58,0%	44,6%	36,6%	22,2%	13,2%	2,0%
EBITDA	-7,88	6,11	11,65	23,10	39,61	56,63	70,26	79,34	
EBITDA-Marge	neg.	31,6%	32,1%	40,3%	47,7%	50,0%	50,7%	50,6%	
EBITA	-8,66	4,84	10,14	20,90	35,95	50,92	63,69	71,91	
EBITA-Marge	neg.	25,1%	27,9%	36,4%	43,3%	44,9%	46,0%	45,9%	42,0%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,27	-19,11	-21,57	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-8,66	4,84	10,14	20,90	35,95	35,64	44,58	50,34	
Kapitalrendite	neg.	103,2%	99,8%	126,5%	110,5%	61,4%	53,5%	50,6%	41,7%
Working Capital (WC)	0,25	3,00	8,00	20,08	37,34	50,99	62,33	70,56	
WC zu Umsatz	neg.	4,8%	15,0%	35,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
Investitionen in WC	-1,75	-2,75	-5,00	-12,08	-17,26	-13,65	-11,34	-8,23	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,44	7,16	8,52	12,45	20,76	32,38	37,23	42,10	
AFA auf OAV	-0,78	-1,26	-1,50	-2,20	-3,66	-5,71	-6,57	-7,43	
AFA zu OAV	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
Investitionen in OAV	0,00	-3,98	-2,86	-6,13	-11,97	-17,34	-11,42	-12,30	
Investiertes Kapital	4,69	10,16	16,52	32,53	58,09	83,37	99,56	112,66	
EBITDA	-7,88	6,11	11,65	23,10	39,61	56,63	70,26	79,34	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-15,27	-19,11	-21,57	
Investitionen gesamt	-1,75	-6,73	-7,86	-18,21	-29,23	-30,99	-22,76	-20,53	
Investitionen in OAV	0,00	-3,98	-2,86	-6,13	-11,97	-17,34	-11,42	-12,30	
Investitionen in WC	-1,75	-2,75	-5,00	-12,08	-17,26	-13,65	-11,34	-8,23	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-9,64	-0,63	3,78	4,90	10,38	10,36	28,40	37,23	566,18

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	347,43	382,47
Barwert expliziter FCFs	55,16	61,25
Barwert des Continuing Value	292,26	321,22
Nettoschulden (Net debt)	-18,53	-13,84
Wert des Eigenkapitals	365,95	396,31
Fremde Gewinnanteile	-67,73	-73,34
Wert des Aktienkapitals	298,23	322,97
Ausstehende Aktien in Mio.	29,36	29,36
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,16	11,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,98
Eigenkapitalkosten	11,2%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	28,7%

WACC **9,9%**

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,9%	9,9%	10,9%	11,9%
39,7%	14,74	12,32	10,55	9,20	8,15
40,7%	15,07	12,60	10,78	9,39	8,31
41,7%	15,41	12,87	11,00	9,58	8,47
42,7%	15,75	13,14	11,23	9,77	8,63
43,7%	16,08	13,41	11,45	9,96	8,79

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