



Researchstudie (Anno)



Wachstumsstarkes Pharmaunternehmen mit hohem Upside-Potenzial

Kursziel: 4,75 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite II

MPH Mittelständische Pharma Holding AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 4,75

aktueller Kurs / VZ: 3,34
18.5.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl³/VZ: 19,025

Aktienanzahl³/ST: 19,025

Marketcap³: 127,09

EnterpriseValue³: 131,47

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/VZ: 16,5 %

Freefloat/ST: 0,0 %

Transparenzlevel:

First Quotation Board

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

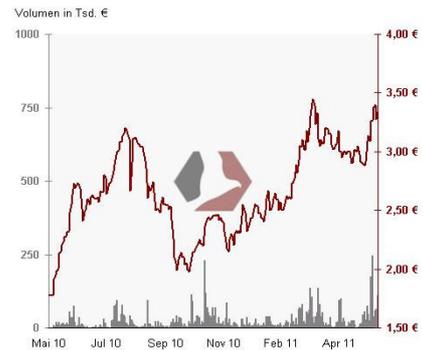
Fokus: Beschaffung, Herstellung und
Lizensierung pharmazeutischer Produkte

Mitarbeiter: 63 Stand: 31.3.2011

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG ist eine börsennotierte Holding, die sich strategisch auf Wachstumssegmente im Pharmamarkt konzentriert. Mit dem Tochterunternehmen HAEMATO PHARM AG werden aktuell die Geschäftsfelder Entwicklung und Zulassung von Generika sowie Lizenzierung und Parallelimport von europäischen Markenarzneimitteln abgedeckt. Die Kernkompetenzen liegen somit in der Beschaffung, Herstellung und Lizenzierung pharmazeutischer Produkte. Die HAEMATO Vet GmbH bedient mit qualitativ hochwertigen und preisgünstigen Präparaten Marktsegmente im Veterinärbereich. Die Gesellschaft vertreibt veterinärpharmazeutische und veterinärmedizinische Produkte sowie Ergänzungsfuttermittel im Groß- und Kleintiermarkt. Weitere strategische Geschäftsfelder werden aus den Herausforderungen, die der Pharmamarkt stellt, entwickelt. Sie sollen in neu zu gründenden Tochterunternehmen zu weiteren Schwerpunkten ausgebaut werden.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	62,22	112,41	146,14	189,98
EBITDA	6,38	10,64	14,07	19,08
EBIT	6,15	10,40	13,81	18,75
Jahresüberschuss	5,08	9,13	10,10	13,80

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,13	0,24	0,27	0,36
Dividende je VZ Aktie	0,13	0,20	0,20	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,11	1,17	0,90	0,69
EV/EBITDA	20,61	12,36	9,34	6,89
EV/EBIT	21,38	12,64	9,52	7,01
KGV	25,02	13,92	12,58	9,21
KBV		2,67		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

29.06.2011: Hauptversammlung

30.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

7.12.2010: RG / 4,30 / KAUFEN

8.10.2010: RS / 4,30 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Geschäftssegmente/Konsolidierungskreis.....	1
Geschäftstätigkeit der MPH AG.....	2

Markt und Marktumfeld

Entwicklung 2010.....	3
Prognosen.....	3

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2010.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Kosten-/Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
Entwicklung des Cashflows.....	8
Entwicklung des 1.Quartals 2011.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9
Umsatzprognosen.....	9
Ergebnisprognosen.....	9

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	11
Modellannahmen.....	11
Bestimmung der Kapitalkosten.....	11
Bewertungsergebnis.....	11
DCF-Modell.....	12
Fazit	13

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	II
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	IV

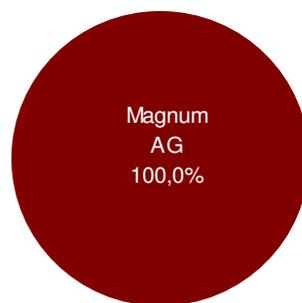
Unternehmen

Aktionärsstruktur

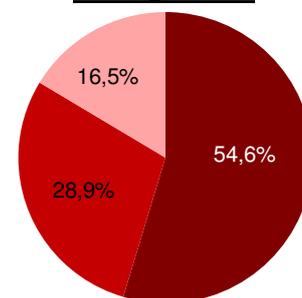
Stammaktien	
Anteilseigner	Anzahl in Mio. (Anteile)
Magnum AG	19,03 (100,0 %)
Streubesitz	0 (0,0 %)
Summe	19,03 (100,0 %)

Vorzugsaktien	
Anteilseigner	Anzahl in Mio. (Anteile)
Magnum AG	10,39 (54,6 %)
Windsor AG	5,50 (28,9 %)
Streubesitz	3,14 (16,5 %)
Summe	19,03 (100,0 %)

**Aktionärsstruktur
Stammaktien**



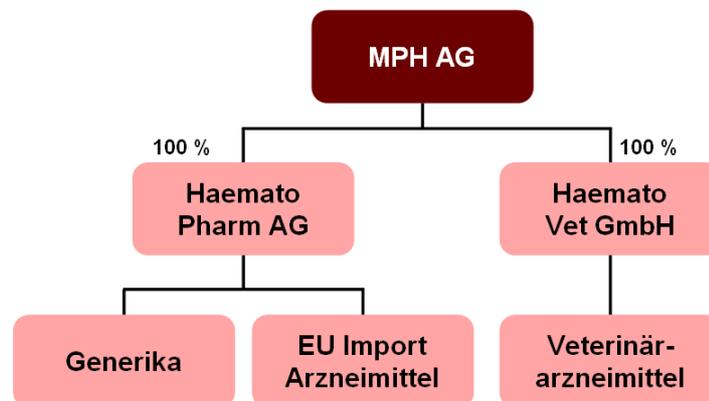
**Aktionärsstruktur
Vorzugsaktien**



■ Magnum AG ■ Windsor AG ■ Streubesitz

Quelle: MPH AG; Stand 29.06.2010

Geschäftssegmente/Konsolidierungskreis



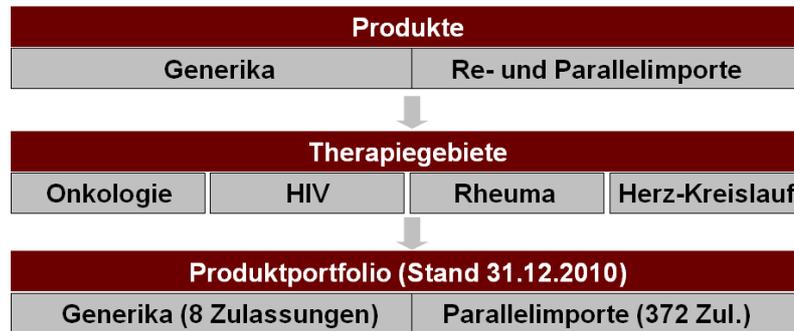
Quelle: MPH AG

Der Fokus der MPH AG liegt im Erwerb oder der Gründung von Portfoliounternehmen aus dem Pharmabereich und weist damit einen Holdingcharakter auf. Derzeit befinden sich im Konsolidierungskreis der Gesellschaft zwei 100%-ige operative Tochtergesellschaften, die Haemato Pharm AG und die Haemato Vet GmbH. Die Tätigkeit der Haemato Pharm AG erstreckt sich auf die Wachstumssegmente Generika (wirkstoffgleiche Kopien von Arzneimitteln nach Ablauf von Patentrechten) sowie Parallelimporte (Medikamentenimport aus einem EU-Land, das ein vergleichsweise niedriges Preisniveau aufweist). Die Haemato Pharm AG verfügte zum 31.12.2010 über 372 Zulassungen im Bereich der Parallelimporte und über 8 Zulassungen für die Herstellung von Generika. Der Schwerpunkt der Zulassungen deckt hierbei hauptsächlich die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma und Neurologie ab.

Des Weiteren wurde im April des abgelaufenen Geschäftsjahres 2010 die Haemato Vet GmbH gegründet, eine Gesellschaft, die sich im Veterinärbereich engagieren wird.

Geschäftstätigkeit der MPH AG - Konzentration auf Nischenmärkte

Die Haemato Pharm AG ist, wie bereits im Konsolidierungskreis dargestellt, derzeit die einzige operative und damit die wichtigste Tochtergesellschaft der MPH AG. Der Geschäftsfokus der Haemato Pharm AG wird in der folgenden Grafik dargestellt:



Quelle: MPH AG

Damit konzentriert sich die Gesellschaft zum Einen auf die Entwicklung und Zulassung von Generika. Die Lizenzierung und der Import von europäischen Markenarzneimitteln erfolgt unter der Berücksichtigung von höchsten Qualitätsstandards und das Produktsortiment umfasst dabei die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma.

Generika sind Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen und damit eine wirkungsgleiche Nachahmung eines bereits unter einem Markennamen auf dem Markt befindlichen Medikaments darstellen. Sie sind therapeutisch äquivalent zum Originalpräparat und daher genau so sicher und wirksam wie das Original. Der Vorteil von Generika liegt im Kostenfaktor, da diese aufgrund der bereits erfolgten Amortisation der Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als das Originalpräparat sind.

Neben dem Bereich Generika ist das Geschäftssegment der Parallelimporte für die Haemato Pharm AG von hoher Bedeutung. Hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei der Import preisgünstiger Original- oder Markenpräparate, die ausschließlich aus Mitgliedsländern der EU bezogen werden. Hierbei werden die Preisunterschiede genutzt, welche sich durch die unterschiedlichen Preisstrategien der Hersteller in verschiedenen Ländern ergeben. Insgesamt zeichnen sich die Parallelimporte für 90 % der in Europa importierten Markenarzneimittel verantwortlich. Die importierten Arzneimittel müssen für den deutschen Markt aufbereitet („umverpackt“) werden, wofür die Haemato Pharm AG seit 2006 die Herstellererlaubnis nach § 13 AMG besitzt.

Ein wichtiges erfülltes Kriterium für eine erfolgreiche Geschäftstätigkeit der Haemato Pharm AG liegt im Nachweis eines funktionierenden Qualitätssicherungssystems nach § 3 AMWHV (Arzneimittel- und Wirkstoffherstellungsverordnung). Hierzu gehört die Herstellung unter kontrollierten Reinraumbedingungen sowie eine lückenlose Rückverfolgbarkeit der Produkte durch eine ordnungsgemäße Dokumentation.

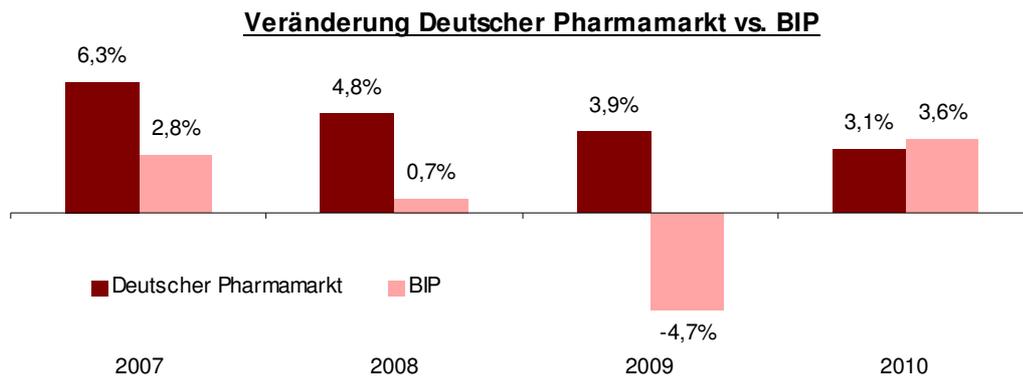
Hauptkunden der Haemato Pharm AG sind die auf die entsprechenden Therapiebereiche spezialisierten Apotheken. Denn, der Apotheker gewährleistet die Versorgung der Bevölkerung mit Arzneimitteln. Außer der direkten Bestellung können Apotheker die Ware auch über den vollsortierten Großhandel abrufen, der ebenfalls von der Haemato Pharm AG beliefert wird. Von den derzeit 21.600 Apotheken in Deutschland gehören rund 1.600 Apotheken zum Kundenkreis der Haemato Pharm AG. Rund 70 % der Umsätze werden dabei mit der Belieferung von Apotheken und rund 30 % mit der Belieferung des Großhandels erzielt.

Apotheken sind aktiv am Bezug von Parallelimporten interessiert, da gemäß rechtlicher Vorgaben mindestens 5 % ihrer Verkäufe durch EU-Arzneimittel abgedeckt werden müssen. Erreicht eine Apotheke diese Quote nicht, so fallen in der Regel Bußgelder an. Diese rechtliche Regelung fördert somit den Zugang der Haemato Pharm AG zu den Apotheken und unterstützt aktiv den Markt für Parallelimporte.

Markt und Marktumfeld

Entwicklung 2010 - keine Konjunkturabhängigkeit der Pharmamärkte

In den letzten Jahren hat der globale Pharmamarkt eine relative Konjunkturunabhängigkeit bewiesen und konnte vor allem aufgrund positiver Impulse aus Asien und Lateinamerika konstant wachsen. Selbst in den konjunkturrell schwierigen Jahren wurde das Wachstum nicht unterbrochen und damit steigerte sich das weltweite Volumen des Pharmamarktes zwischen 2002 und 2010 um durchschnittlich (CAGR) 8,6 %. Vor dieser Entwicklung profitierte auch der deutsche Arzneimittelmarkt, dessen Umsätze in 2010 auf 30,2 Mrd. € kletterten und damit um +3,1 % über Vorjahr lagen. Vergleicht man die Entwicklung des deutschen Pharmamarktes mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, so kann auch hier eine geringe Abhängigkeit festgestellt werden:



Quelle: IMS Health, destatis

Prognosen - Dynamisches Wachstum bei Generika und Parallelimporten erwartet

Die wichtigsten Treiber der künftigen Marktentwicklung in Deutschland werden unverändert das steigende Gesundheitsbewusstsein als auch die demografische Entwicklung der Bevölkerung sein. Die steigende Lebenserwartung und damit zusammenhängend eine zunehmende Alterung der Gesellschaft, werden zu einem stetigen Anstieg der Gesundheitsausgaben führen. Denn, ein Großteil der Arzneimittelkosten fallen bei den betagteren Altersgruppen an. Parallel hierzu wird der Pharmamarkt künftig auch von einer wachsenden Anzahl an chronisch kranken Menschen beeinflusst werden. Auf diesen Vorgaben basierend prognostiziert IMS Health für 2011 einen weiteren Anstieg des Pharmamarktes in Deutschland um 2,0 %.

Die Entwicklung der für die MPH AG wichtigen Teilmärkte der Parallelimporte und Generika fällt vor dem Hintergrund der allgemein forcierten Einsparbemühungen der Krankenkassen besonders dynamisch aus. So zeigte der deutsche Parallelimportmarkt in 2010 mit +13,0 % die höchsten Wachstumsraten der so genannten „Netto-Importländer“ auf (Quelle: pharma RELATIONS, März 2011). Hierbei konzentrierten sich die Importe nach Deutschland auf bestimmte Therapiegebiete, wie etwa Onkologie (Schwerpunktbereich der MPH AG) oder Therapeutika für das Zentrale Nervensystem. Aufgrund eines nach wie vor nicht konsolidierten europäischen Pharmamarktes mit einer heterogenen Struktur, kann davon ausgegangen werden, dass die Preisdifferenzen unter den Ländern auch weiterhin im Rahmen von Parallelimporten genutzt werden.

Generika nehmen am gesamten Pharmamarkt eine wichtige Stellung ein. Gemäß Daten des Branchenverbandes ProGenerika ist die Versorgungsrelevanz von Generika in den letzten Jahren weiter gestiegen. Im GKV-Gesamtmarkt stieg dabei die Generikaquote auf eine neue Höchstmarke von 62 %. Damit nimmt Deutschland im europäischen Vergleich eine herausragende Stellung ein. Die künftigen Potenziale von Generika basieren auf den forcierten Einsparbemühungen der Krankenkassen, aber auch auf den Auslauf von Patenten in Deutschland. Gemäß Angaben der Stada AG soll sich das Volumen der bis 2017 auslaufenden Patente in Deutschland auf etwa 6,1 Mrd. € belaufen.

Unternehmensentwicklung & Prognose

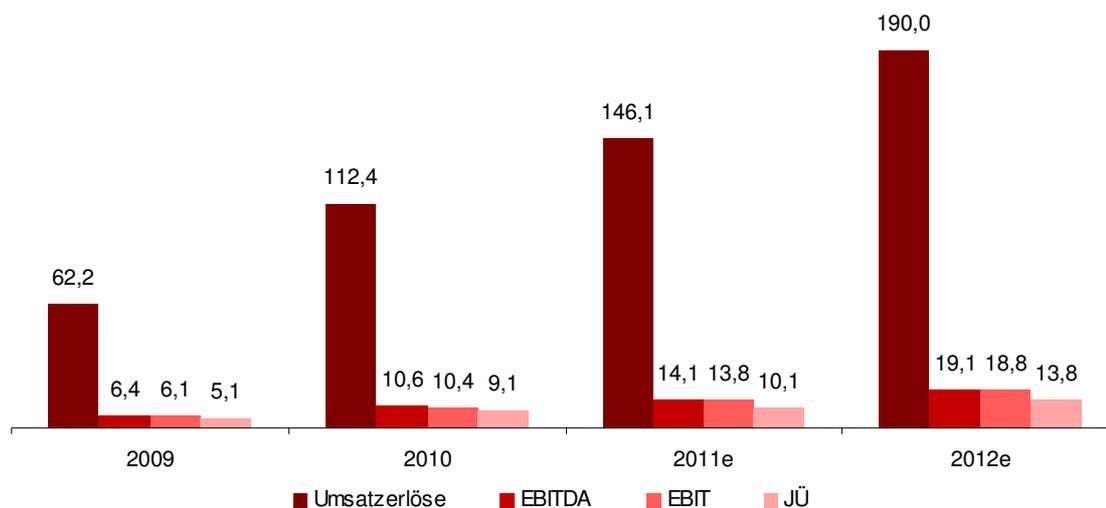
Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009*	Δ in %	GJ 2010e	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e
Umsatzerlöse	62,219	+80,7	112,413	+30,0	146,137	+30,0	189,978
sonstige Erträge	0,014	+1071,4	0,166	-39,7	0,100	+100,0	0,200
Materialaufwand	-52,419	+82,6	-95,696	+30,0	-124,363	+29,5	-161,102
Personalaufwand	-0,943	+82,8	-1,724	+10,2	-1,900	+15,8	-2,200
Abschreibungen	-0,236	+4,5	-0,247	+5,3	-0,260	+24,2	-0,323
sonstige Aufwendungen	-2,489	+81,5	-4,517	+30,6	-5,900	+32,2	-7,800
EBIT	6,146	+69,1	10,395	+32,9	13,814	+35,8	18,754
Finanzergebnis	-0,299	-4,5	-0,286	+22,6	-0,350	0,0	-0,350
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	5,848	+72,9	10,395	+33,2	13,464	+32,5	17,834
Steuern	-0,768	+27,8	-0,981	+243,1	-3,366	+36,7	-4,601
Jahresüberschuss	5,080	+79,7	9,128	+10,6	10,098	+36,7	13,803

EBITDA	6,383		10,642		14,074		19,077
in % von den Umsatzerlösen	10,26		9,47		9,63		10,04
EBIT	6,146		10,395		13,814		18,754
in % von den Umsatzerlösen	9,88		9,25		9,45		9,87
Aktienanzahl in Mio. Stück	38,050		38,050		38,050		38,050
Ergebnis je Aktie in €	0,13		0,24		0,27		0,36
Dividende je Aktie in €	0,13		0,20		0,20		0,30

* Rumpfgeschäftsjahr vom 06.03.2009-31.12.2009

Unternehmensentwicklung und Prognose (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2010 - Deutliches Umsatzwachstum bei guter Ergebnisqualität

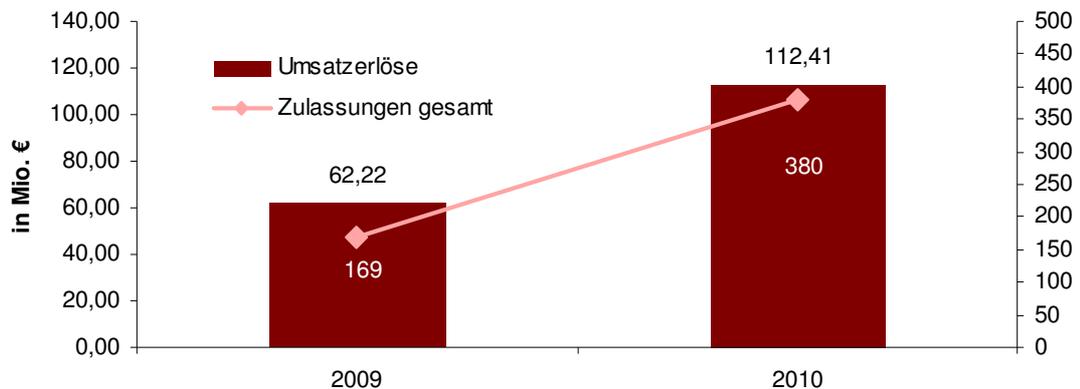
in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse	62,22	+80,7 %	112,41
EBITDA (Marge)	6,38 (10,3 %)	+66,7 %	10,64 (9,5 %)
EBIT (Marge)	6,15 (9,9 %)	+69,1 %	10,40 (9,3 %)
Jahresüberschuss	5,08	+79,7 %	9,13
EPS in €	0,13	+79,7 %	0,24

Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Umsatzwachstum durch wachsenden Lizenzbestand

Für die operative Entwicklung der MPH AG zeichnet sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 alleine die 100%-ige Tochtergesellschaft Haemato Pharm AG (Humanmedizin) verantwortlich. Der Bereich der Veterinärmedizin, der in der Tochtergesellschaft Haemato Vet GmbH angesiedelt ist, befindet sich gerade im Aufbau und konnte dementsprechend noch nicht zur Konzernentwicklung beitragen. Mit dem direkten Vertrieb von Generika und Parallelimporten an Apotheken und Großkunden konnte die MPH AG in 2010 deutliche Umsatzzuwächse in Höhe von +80,7 % auf 112,41 Mio. € (GJ 09: 62,22 Mio. €) aufweisen. Es muss jedoch angemerkt werden, dass die Haemato Pharm AG in der Vergleichsperiode 2009 lediglich vom 06.03.2009 bis zum 31.12.2009 dem MPH-Konzernkreis zugeordnet war. Unterstellt man eine ganzjährige Konzernzuordnung, so läge das Umsatzwachstum bei rund +66,0 %.

Entwicklung der Umsatzerlöse und Zulassungen



Quelle: MPH AG; GBC AG

Diese Entwicklung ist dabei sowohl ein Spiegelbild der guten Marktlage für Parallelimporte und Generika als auch des kontinuierlichen Anstiegs an Produktzulassungen der MPH AG. Zum Geschäftsjahresende 2010 belief sich die Anzahl der Produktzulassungen bei Generika auf 8 (31.12.09: 5) und im Bereich der Parallelimporte auf 372 (31.12.09: 164).

Kosten- und Ergebnisentwicklung - stabile Kostenquoten und gute Ergebnisqualität

Die MPH AG ist in einem Marktumfeld tätig, welches einen hohen Regulierungsgrad aufweist. So trat im Rahmen der staatlichen Regulierung des Pharmamarktes am 01.08.2010 das GKV-Änderungsgesetz in Kraft, welches eine Entlastung der Krankenkassen zum Ziel hatte. Gemäß der Neuregelung soll dabei in erster Linie eine Erhöhung des Herstellerrabattes von bis dato 6,0 % auf 16,0 % umgesetzt werden. Gleichzeitig trat ein Preismoratorium in Kraft.

Dieser Effekt wirkte sich hauptsächlich auf die Umsatzentwicklung dämpfend aus, andererseits konnte jedoch die MPH AG den Materialaufwand aufgrund günstigerer Einkaufspreise relativ stabil halten. Die Materialaufwendungen, welche im Zusammenhang mit dem Einkauf von Arzneimitteln entstehen, sind die wesentliche Kostenposition der MPH AG. Auf-

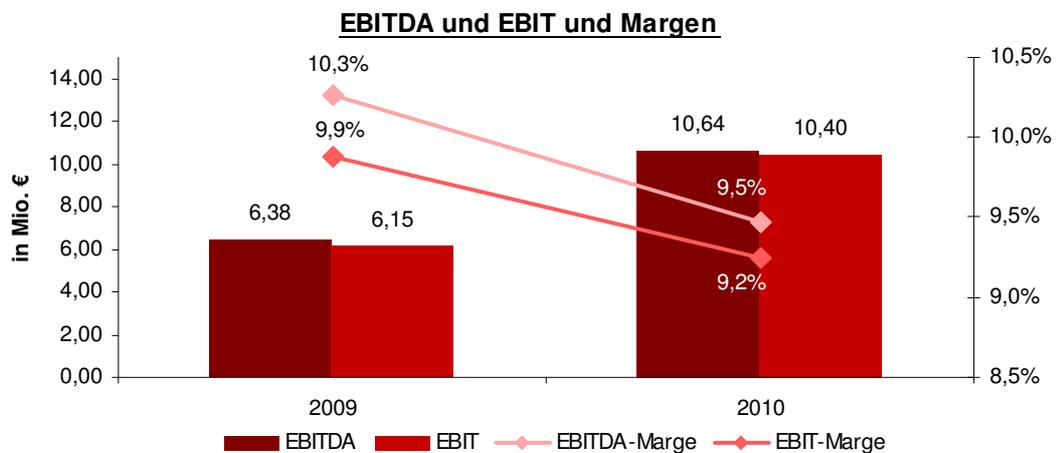
grund der erhöhten Umsatzbasis steigerten sich diese zwar gegenüber dem Vorjahr auf 95,70 Mio. € (GJ 09: 56,35 Mio. €). Die entsprechende auf den Umsatz bezogene Kostenquote erhöhte sich jedoch nur leicht von 84,2 % (GJ 09) auf 85,1 % (GJ 10).



Quelle: MPH AG; GBC AG

Wie man den vorstehenden Grafiken entnehmen kann, weisen die wichtigsten Aufwandspositionen der MPH AG eine relativ variable Ausprägung auf. In absoluten Zahlen stiegen die Aufwendungen zwar an, die Kostenquoten blieben dabei jedoch im Verhältnis zu den erhöhten Umsätzen weitestgehend stabil.

Dementsprechend erhöhte sich das EBITDA von 6,38 Mio. € (GJ 09) auf 10,64 Mio. € (GJ 10) um +66,7 % nahezu proportional zur Umsatzerhöhung. Die EBITDA-Marge reduzierte sich dabei von 10,3 % (GJ 09) auf 9,5 % (GJ 10). Diese leichte Reduktion lässt sich im Wesentlichen auf die Erhöhung der Herstellerrabatte zurückführen, welche im dritten und vierten Quartal 2010 die Umsätze belastet haben. Unter der Maßgabe gleichbleibender Herstellerrabatte, dürfte die Gesellschaft in Zukunft EBITDA-Margen in der in 2010 gezeigten Größenordnung erreichen. Aufgrund nahezu gleichbleibender Abschreibungen erhöhte sich das EBIT von 6,15 Mio. € (GJ 09) auf 10,40 Mio. € (GJ 10).



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die finanziellen Aufwendungen fallen aufgrund der Tatsache, dass die MPH AG über nur geringes Fremdkapital verfügt, sehr niedrig aus. So lag das Finanzergebnis im Geschäftsjahr 2010 bei -0,29 Mio. € (GJ 09: -0,30 Mio. €). In Verbindung mit Steueraufwendungen in Höhe von -0,98 Mio. € (GJ 09: -0,77 Mio. €) konnte die Gesellschaft das Nachsteuerergebnis deutlich um +79,7 % auf 9,13 Mio. € (GJ 09: 5,08 Mio. €) anheben. Das Ergebnis je Aktie beläuft sich somit auf 0,24 € (GJ 09: 0,13 €). Gemäß Unternehmensaussagen sollen die hohen Dividendenauszahlungen beibehalten werden. Demnach wird die Auszahlung von 0,20 € (VJ: 0,13 €) vorgeschlagen, was einer Ausschüttungsquote von 83,3 % entspricht.

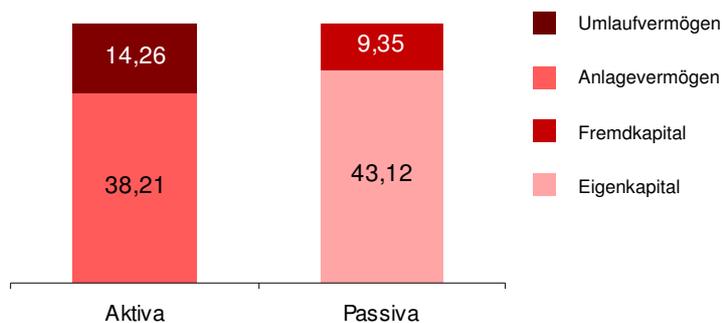
Bilanzielle und finanzielle Situation - Solides Bilanzbild mit EK-Quote von 74 %

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital (EK-Quote)	43,12 (82,2 %)	47,69 (73,9 %)
Finanzverbindlichkeiten	3,30	5,40
Operatives Anlagevermögen	0,89	1,33
Working Capital (in % vom Umsatz)	7,69 (12,4 %)	13,72 (12,2 %)
Liquide Mittel	0,52	0,76

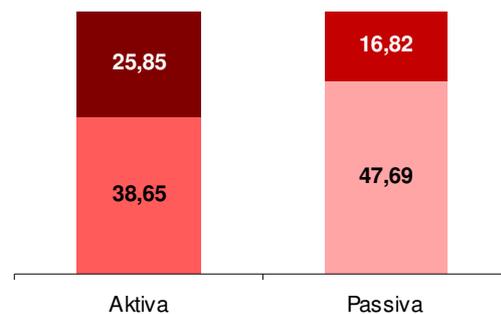
Quelle: MPH AG; GBC AG (eigene Berechnungen)

Das bilanzielle Bild der MPH AG ist als sehr solide einzustufen. Allen voran zu nennen ist die unverändert hohe Eigenkapitalquote, welche sich zwar von 82,2 % (31.12.2009) auf 73,9 % (31.12.2010) reduzierte, jedoch nach wie vor überdurchschnittlich hoch ist. In absoluten Zahlen konnte aber das Eigenkapital aufgrund der guten Geschäftsentwicklung von 43,12 Mio. € (31.12.09) auf 47,69 Mio. € (31.12.2010) gesteigert werden. Die Reduktion der EK-Quote ist dabei lediglich auf eine Erhöhung der Bilanzsumme zurückzuführen, welche sich aufgrund der Geschäftsausweitung auf 64,51 Mio. € (VJ: 52,47 Mio. €) erhöhte.

Bilanzstruktur zum 31.12.2009



Bilanzstruktur zum 31.12.2010



Quelle: MPH AG; GBC AG

Als Lieferant von Parallelimporten und Generika benötigt die MPH AG einen verhältnismäßig geringen Bestand an Anlagevermögen. Um die gesetzlichen Regularien zu erfüllen, werden zwar insbesondere bei der Herstellung von Generika Reinräume benötigt, der Großteil des Anlagevermögens wird jedoch durch Lagerflächen (inklusive gekühlte Lagerräume) dargestellt. Da diese gemietet werden und die MPH AG auch sonst über keine nennenswerten Anlagegüter verfügt, fällt der Bestand des Sachanlagevermögens in Höhe von 1,33 Mio. € relativ gering aus. Das bilanzielle Anlagevermögen beläuft sich zwar auf 38,65 Mio. €, hiervon stellen jedoch Firmenwerte in Höhe von 37,32 Mio. € (31.12.2009: 37,32 Mio. €) den Großteil dar. Der Goodwill ist dabei alleine der Tochtergesellschaft Haemato Pharm AG zugeordnet.

Naturgemäß nimmt bei Handelsunternehmen das Nettoumlaufvermögen eine wichtige Stellung ein. Bei der MPH AG beläuft sich das Working Capital zum 31.12.10 gemäß eigenen Berechnungen auf 13,72 Mio. €. Im Verhältnis zu den Umsatzerlösen entspricht dieser Wert einer Quote von 12,2 %. Gegenüber dem Vorjahreswert von 12,4 % (31.12.09: 7,69 Mio. €) reduzierte sich diese Quote nur marginal. Durch das Geschäftsmodell bedingt, wird das Working Capital auch künftig eine wichtige Rolle spielen und einen signifikanten Teil des Vermögens darstellen.

Ein weiteres wesentliches Merkmal der MPH-Bilanz ist die geringe Finanzverschuldung. Gegenüber dem Vorjahr steigerte sich diese von 3,30 Mio. € auf 5,40 Mio. €, wobei hier eine Umschuldung vorgenommen wurde. Zum Bilanzstichtag 31.09.09 hatte die MPH noch ein Darlehen der MAGNUM AG in Höhe von 3,04 Mio. € mit einer Verzinsung von 9,0 % in Anspruch genommen. Dieses wurde zum 31.12.2009 auf 0,90 Mio. € zurückgeführt. Der derzeitige durchschnittliche Zinssatz der Bankverbindlichkeiten beläuft sich auf 4,5 %.

Entwicklung des Cashflows - Working Capital-Einflüsse dominieren

Die umseitig dargestellte Erhöhung des Working Capitals hatte einen entscheidenden Einfluss auf die Entwicklung des operativen Cashflows. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 lag dieser bei 2,35 Mio. € und damit deutlich unterhalb des Nachsteuerergebnisses von 9,13 Mio. €. Im Wesentlichen hierfür verantwortlich zeigten sich die Vorratsveränderungen und die Veränderungen der kurzfristigen Forderungen und Verbindlichkeiten, welche sich auf 8,01 Mio. € aufsummierten.

Aufgrund eines niedrigen CAPEX lag der Investitions-Cashflow bei -0,60 Mio. € und damit verzeichnete die MPH AG einen positiven Freien Cashflow von 1,76 Mio. €.

Entwicklung des 1. Quartals 2011 - Dynamik auch in 2011 fortgesetzt

in Mio. €	Q1 2010	Δ 2010/2011	Q1 2011
Umsatzerlöse	26,40	+33,1 %	35,14
EBITDA (Marge)	3,33 (12,6 %)	-0,3 %	3,32 (9,5 %)
EBIT (Marge)	3,28 (12,4 %)	-1,2 %	3,24 (9,2 %)

Quelle: MPH AG

Zum 04.05.2011 hat die MPH AG die Zahlen für das erste Quartal 2011 vorgelegt. Die präsentierten Zahlen reihen sich in die positive Entwicklung des Vorjahres ein. Aufgrund der anhaltend hohen Nachfrage nach EU Originalarzneien und Generika seitens der Apotheken und Ärzte, erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 35,14 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr kommt dies einem Anstieg von 33,1 % gleich. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag bei 3,24 Mio. € und die entsprechende EBIT-Marge bei 9,2 %.

Im Vorjahr lag die erreichte Umsatzbasis bei 26,40 Mio. € und damit um 33,1 % unterhalb der aktuell erreichten Umsatzwerte. Sowohl auf EBITDA- als auch auf EBIT-Basis lagen jedoch die Werte des Vorjahres leicht oberhalb der diesjährigen Werte. In den aktuell niedrigeren Ergebnismargen werden dabei die Effekte aus den zum 01.08.2010 angehobenen Herstellerrabatten und dem Preismoratorium bei Arzneimitteln sichtbar.

Prognose und Modellannahmen - Wachstumsstrategie soll fortgesetzt werden

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011e	GJ 2011e	Δ 2011e/2012e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	112,41	+30,0 %	146,14	+30,0 %	189,98
EBITDA (Marge)	10,64 (9,5 %)	+32,3 %	14,07 (9,6 %)	+35,5 %	19,08 (10,0 %)
EBIT (Marge)	10,40 (9,3 %)	+32,9 %	13,81 (9,5 %)	+35,8 %	18,75 (9,9 %)
Jahresüberschuss	9,13	+10,6 %	10,10	+36,7 %	13,80
EPS	0,24	+10,6 %	0,27	+36,7 %	0,36

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Umsatzwachstum durch steigende Anzahl an Lizenzen

Die MPH AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 den Beweis einer kontinuierlichen Ausweitung des Produktportfolios erbracht. So konnte die Anzahl der Zulassungen im Bereich der Parallelimporte von 164 (31.12.09) auf 372 gesteigert werden. Im Generikasegment erhöhte sich die Zulassungsanzahl ebenfalls von 5 (31.12.09) auf 8. Gemäß Unternehmensangaben soll diese Wachstumsstrategie für die kommenden Geschäftsjahre beibehalten werden.

Dabei soll die Anzahl der Generikazulassungen in den angestammten Bereichen Onkologie, HIV, Rheuma und Herz/Kreislauf weiter erhöht werden. Darüber hinaus wird eine Ausweitung auf neue Kundensegmente ebenfalls verfolgt. Durch die Ausweitung auf neue Kundensegmente kann die MPH AG einerseits Synergieeffekte bei bestehenden Kunden (Apotheken) nutzen, andererseits aber auch neue Kunden (Apotheken) für sich gewinnen. Aktuell verfügt die MPH AG über einen Lizenzbestand im Generikabereich von 10. Dieser soll sukzessive weiter auf 18 (31.12.11) und dann auf 28 (31.12.12) ausgebaut werden.

Die Zulassungen im Segment der Parallelimporte dürften vor dem Hintergrund der Internationalisierungsstrategie der MPH AG überproportional anwachsen. Mit dem Eintritt in neue Länder muss die Gesellschaft für die bereits in Deutschland zugelassenen Produkte neue Lizenzen erwerben, was zunächst zu einem signifikanten Anstieg der Lizenzen führen wird. Im laufenden Geschäftsjahr ist bis dato bereits die Anzahl der Parallelimportlizenzen auf 470 angestiegen. Diese Anzahl sollte unseres Erachtens weiter dynamisch ansteigen.

Mit diesen Planungen dürfte die MPH AG auch weiterhin von den attraktiven Marktgegebenheiten profitieren und ist unseres Erachtens gut aufgestellt, um von der künftigen Dynamik der Pharmasegmente „Generika“ und „Parallelimporte“ zu partizipieren. Daher ist das vom Unternehmen geplante Umsatzwachstum für die kommenden zwei Geschäftsjahre von 30 % als realistisch einzustufen. Wichtig ist hier zudem die Tatsache, dass die Gesellschaft für das Erreichen der eigenen Wachstumsstrategie keine nennenswerten Investitionen tätigen muss. Laut Unternehmensaussagen kann mit den aktuellen Anlagenkapazitäten ein Umsatzwachstum auf bis zu 300,00 Mio. € gestemmt werden.

Für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 146,14 Mio. € und damit analog zu den Unternehmensprognosen ein Umsatzwachstum gegenüber 2010 von 30,0 %. Mit einer gleichbleibenden Dynamik dürfte sich das kommende Geschäftsjahr 2012 entwickeln. Dementsprechend erwarten wir für 2012 ein Umsatzwachstum von 30,0 % auf dann 189,98 Mio. €.

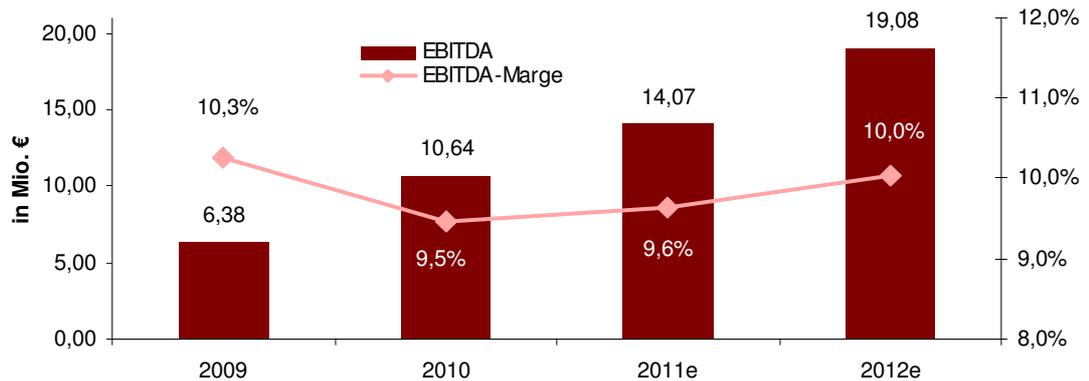
Ergebnisprognosen - Ergebnismargen konservativ auf aktuellem Niveau belassen

Die Einführung der Herstellerrabatte und des Preismoratoriums im August 2010 hat die deutsche Pharmaindustrie in 2010 um insgesamt rund 500 Mio. € zusätzlich belastet. (Quelle: pharma RELATIONS; März 2011). Diese Neuregulierung hat auch bei der MPH AG Spuren in Form sinkender Ergebnismargen hinterlassen. Auf EBITDA-Basis erzielte die Gesellschaft daher eine Marge von 9,5 % (Q1/11), nach einem Vorjahreswert von 12,6 % (Q1/10). Auf dieses Niveau aufsetzend haben wir unsere Ergebnisplanungen für die kommenden Geschäftsjahre ausformuliert. Für 2011 und 2012 erwarten wir ein EBITDA von

14,07 Mio. € (EBITDA-Marge: 9,6 %) respektive 19,08 Mio. € (EBITDA-Marge: 10,0 %).

Die geplante Konzentration auf die margenstarken Segmente dürfte zukünftig zu überproportional steigenden Ergebnissen führen. Mit zunehmender Unternehmensgröße dürfte die Gesellschaft zugleich von einer verbesserten Kostenstruktur im Einkaufsbereich profitieren. Dabei sollte die MPH AG unseres Erachtens die schlanke Organisationsstruktur beibehalten, welche damit eine weiterhin flexible Anpassung an die sich verändernden Marktgegebenheiten ermöglichen soll. Unter konservativen Gesichtspunkten haben wir dies aber noch nicht vollumfänglich in unsere Prognosen mit einbezogen.

EBITDA und EBITDA-Margen



Quelle: GBC AG

Unter Einbezug von weiterhin niedrigen Zinsbelastungen und einer Steuerquote von 25,0 % prognostizieren wir für die kommenden Geschäftsjahre ein Nachsteuerergebnis von 10,10 Mio. € (GJ 2011e) sowie von 13,80 Mio. € (GJ 2012e). Die entsprechenden Ergebnisse je Aktie liegen bei 0,27 € (GJ 2011e) und 0,36 € (GJ 2012e). Gemäß der bisherigen Ausschüttungspolitik erwarten wir Dividendenzahlungen von 0,20 € (GJ 2011e) je Aktie sowie 0,30 € je Aktie (GJ 2012e).

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die MPH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 9-10), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MPH 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 3,25 % (bisher: 3,00 %).

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 1,414.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,03 % (bisher: 10,78 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95,00 % unterstellen (bisher 100,00 %), ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,73 % (bisher: 10,78 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,73 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 4,75 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 4,30 € leicht nach oben hin angepasst. Die Kurszielerhöhung erfolgte dabei vor allem vor dem Hintergrund eines Umsatzwachstums, welches höher als bislang von uns prognostiziert ausgefallen ist. Gegenläufig wirkten sich die reduzierten Ergebnismargen aus.

MPH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	10,3%	ewige EBITA - Marge	10,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	12,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	146,14	189,98	199,48	209,45	219,92	230,92	242,47	254,59	
US Veränderung	30,0%	30,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	97,42	99,99	90,67	90,67	90,67	90,67	90,67	90,67	
EBITDA	14,07	19,08	20,45	21,48	22,55	23,68	24,86	26,11	
EBITDA-Marge	9,6%	10,0%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
EBITA	13,81	18,75	20,13	21,10	22,16	23,27	24,43	25,65	
EBITA-Marge	9,5%	9,9%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,2%
Steuern auf EBITA	-3,45	-4,69	-5,03	-5,28	-5,54	-5,82	-6,11	-6,41	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	10,36	14,07	15,10	15,83	16,62	17,45	18,32	19,24	
Kapitalrendite	68,8%	72,9%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	59,8%
Working Capital (WC)	17,80	23,00	23,94	25,13	26,39	27,71	29,10	30,55	
WC zu Umsatz	12,2%	12,1%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
Investitionen in WC	-4,08	-5,20	-0,94	-1,20	-1,26	-1,32	-1,39	-1,45	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,50	1,90	2,20	2,31	2,43	2,55	2,67	2,81	
AFA auf OAV	-0,26	-0,32	-0,32	-0,37	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	
AFA zu OAV	17,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Investitionen in OAV	-0,43	-0,72	-0,62	-0,48	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	
Investiertes Kapital	19,30	24,90	26,14	27,44	28,82	30,26	31,77	33,36	
EBITDA	14,07	19,08	20,45	21,48	22,55	23,68	24,86	26,11	
Steuern auf EBITA	-3,45	-4,69	-5,03	-5,28	-5,54	-5,82	-6,11	-6,41	
Investitionen gesamt	-4,51	-5,92	-1,56	-1,68	-1,76	-1,85	-1,95	-2,04	
Investitionen in OAV	-0,43	-0,72	-0,62	-0,48	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	
Investitionen in WC	-4,08	-5,20	-0,94	-1,20	-1,26	-1,32	-1,39	-1,45	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,11	8,47	13,86	14,52	15,25	16,01	16,81	17,65	245,23

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	187,30	198,93
Barwert expliziter FCFs	67,17	65,91
Barwert des Continuing Value	120,13	133,02
Nettoschulden (Net debt)	6,53	6,03
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	180,76	192,90
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	180,76	192,90
Ausstehende Aktien in Tsd.	38,050	38,050
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,75	5,07

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	6,8%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,7%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%
55,8%	5,19	4,83	4,53	4,26	4,03
57,8%	5,32	4,96	4,64	4,37	4,13
59,8%	5,46	5,08	4,75	4,47	4,22
61,8%	5,59	5,20	4,86	4,57	4,31
63,8%	5,73	5,32	4,97	4,67	4,40

Fazit

Wachstumsstarkes Pharmaunternehmen mit hohem Upside-Potenzial

Mit der bislang einzigen operativen Tochtergesellschaft, der Haemato Pharm AG, hat sich die MPH AG erfolgreich in den Wachstumssegmenten Parallelimporte und Generika positioniert. Die Haemato Pharm AG verfügte dabei zum Ende des Geschäftsjahres 2010 über 372 Zulassungen im Bereich der Parallelimporte und über 8 Zulassungen im Generikabereich. Der Schwerpunkt der Zulassungen deckt hauptsächlich die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma und Neurologie ab. Mit der zweiten Tochtergesellschaft, der Haemato Vet GmbH, will die MPH AG zukünftig auch den interessanten Markt der Veterinärmedizin adressieren. Die im Jahr 2010 gegründete Tochter befindet sich derzeit im Aufbau.

Mit diesem Fokus bewegt sich die Gesellschaft in einem sehr krisenresistenten sowie wachstumsstarken Marktumfeld. Besonders der deutsche Pharmamarkt, der von einer zunehmenden Alterung und einem steigenden Gesundheitsbewusstsein der Bürger geprägt ist, konnte in den letzten Jahren gute Wachstumsraten von 3,9 % (2009) und 3,1 % (2010) vorweisen. Auch künftig soll der deutsche Markt stabil weiterwachsen. Vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen der Krankenkassen fällt die Entwicklung der für die MPH AG wichtigen Märkte Parallelimporte und Generika besonders dynamisch aus. Beide Teilbereiche sollen zum einen aufgrund der immer noch heterogenen Preisstruktur in Europa und zum anderem aufgrund hoher erwarteter Ausläufe von Patenten weiter überproportional wachsen.

Vor diesem ohnehin positiven Umfeld konnte die MPH überzeugende Zahlen zum Geschäftsjahr 2010 abliefern. Die Umsätze steigerten sich gegenüber der Vorjahresperiode von 62,22 Mio. € (Rumpfgeschäftsjahr 2009 vom 06.03.09-31.12.09) auf 112,41 Mio. € um +80,7 %. Angesichts der im August 2010 in Kraft getretenen Neuregelung der Herstellerrabatte, die von zuvor 6 % auf 16 % angehoben wurden, ist die Ergebnisentwicklung der MPH AG als besonders positiv zu werten. Das EBITDA steigerte sich dabei um +66,7 % auf 10,64 Mio. € (GJ 09: 6,38 Mio. €). Die dazugehörige EBITDA-Marge reduzierte sich zwar leicht von 10,3 % (GJ 09) auf 9,5 % (GJ 10), der Gesellschaft ist es dennoch gut gelungen die Belastungen aus der Erhöhung der Herstellerrabatte abzufedern. Erwähnenswert ist hier die relativ stabile Entwicklung des Materialaufwands, dessen Quote mit 85,1 % gegenüber dem Vorjahr kaum gestiegen war (GJ 09: 84,2 %).

Ein ähnlich positives Bild wird auch in Q1 2011 sichtbar. In den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres steigerte die MPH AG die Umsätze um +33,1 % auf 35,14 Mio. €. Das EBITDA von 3,32 Mio. € entspricht dabei einer EBITDA-Marge von 9,5 %.

Wir haben unsere Prognosen für die kommenden zwei Geschäftsjahre auf die bisherige Entwicklung, aber auch auf die von der Gesellschaft geplante Wachstumsstrategie aufgebaut. Der Eckpfeiler der Wachstumsstrategie ist eine steigende Anzahl an Zulassungen im Generikabereich und im Bereich der Parallelimporte. Aktuell verfügt die Gesellschaft im Bereich der Parallelimporte über 470 Zulassungen und im Generikabereich über 10 Zulassungen, was angesichts der Jahresendwerte bereits eine deutliche Steigerung darstellt. Unsere Erwartungen entsprechen den Unternehmensplanungen, die für die nächsten zwei Jahre von einem jährlichen Umsatzwachstum von +30 %, bei wieder leicht steigenden Ergebnismargen ausgehen. Für 2011 erwarten wir Umsätze von 146,14 Mio. € und ein EBITDA von 14,07 Mio. € (EBITDA-Marge: 9,6 %). Für 2012 dürften die Umsätze bei 189,98 Mio. € und das EBITDA bei 19,08 Mio. € (EBITDA-Marge: 10,0 %) liegen.

In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir ein Kursziel für 2011 auf Basis unserer Prognosen von 4,75 € ermittelt. Damit heben wir das bisherige Kursziel von 4,30 € leicht an. In Verbindung mit den aktuellen Kursniveaus von 3,34 € ergibt sich somit ein Kurspotenzial von über 40 %. Daher vergeben wir weiterhin das Rating „KAUFEN“.

Anhang

§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 andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)**§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 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