



Researchstudie (Update)



**„Kursziel trotz leichter Prognoseanpassung bestätigt;
Aktie weiterhin günstig bewertet“**

Fairer Wert: 4,75 €

Rating: Kaufen

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

MPH Mittelständische Pharma Holding AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 4,75

aktueller Kurs / VZ: 2,35
30.8.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl³/VZ: 19,025

Aktienanzahl³/ST: 19,025

Marketcap³: 89,57

EnterpriseValue³: 94,25

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: Pharma

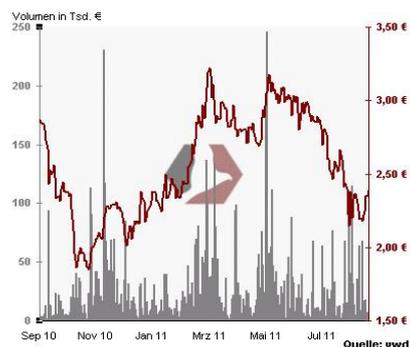
Fokus: Beschaffung, Herstellung und
Lizensierung pharmazeutischer Produkte

Mitarbeiter: 67 Stand: 30.6.2011

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 Ergänzungsfutter 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	13,55	17,86
EBIT	6,15	10,40	12,95	17,26
Jahresüberschuss	5,08	9,13	10,08	12,66

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,13	0,24	0,26	0,33
Dividende je VZ Aktie	0,13	0,20	0,20	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,48	0,84	0,64	0,50
EV/EBITDA	14,47	8,86	6,95	5,28
EV/EBIT	15,03	9,07	7,28	5,46
KGV	17,63	9,81	8,89	7,07
KBV		1,88		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

06.09.2011: ZKK Zürcher Kapitalmarktkonf.

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

19.5.2011: RS / 4,75 / KAUFEN

9.5.2011: RS / 4,30 / KAUFEN

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.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

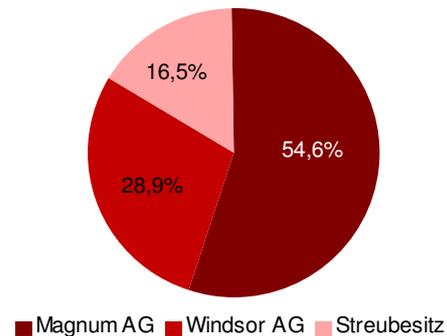
Stammaktien	
Anteilseigner	Anzahl in Mio. (Anteile)
Magnum AG	19,03 (100,0 %)
Streubesitz	0 (0,0 %)
Summe	19,03 (100,0 %)

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**

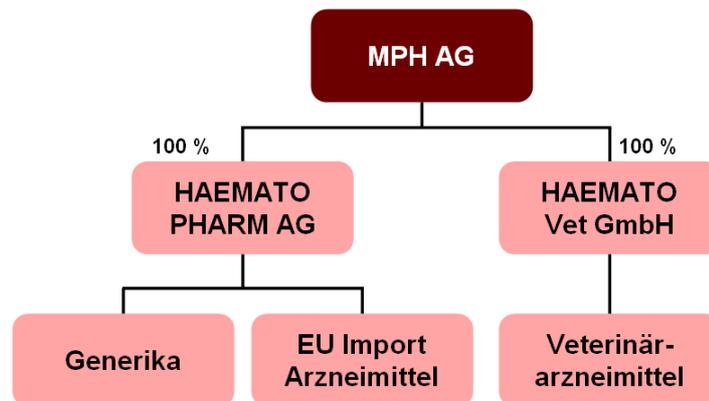


**Aktionärsstruktur
Vorzugsaktien**



Quelle: MPH AG; GBC AG

Konsolidierungskreis



Quelle: MPH AG

Der Fokus der MPH Mittelständische Pharmaholding 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.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2011 - Umsätze „in line“; leichte Margenschwäche

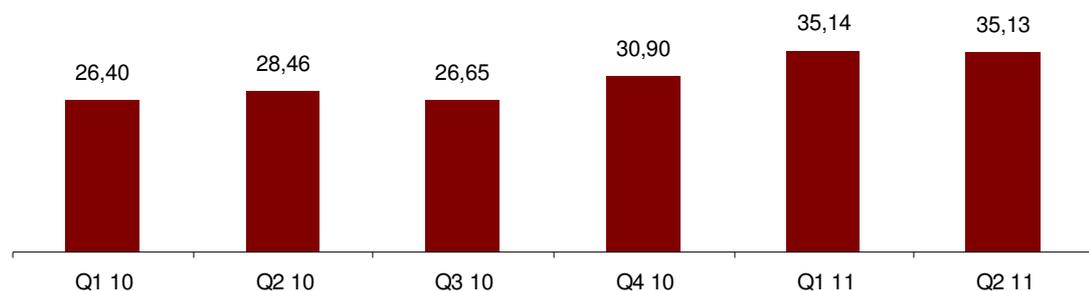
in Mio. €	1.HJ 2010	Δ 2010/2011	1.HJ 2011
Umsatz	54,86	+28,1 %	70,27
EBITDA (EBITDA-Marge)	6,07 (11,1 %)	+7,7 %	6,53 (9,3 %)
EBIT (EBIT-Marge)	5,96 (10,9%)	+2,6 %	6,12 (8,7 %)
JÜ	5,09	-1,1 %	5,03
EPS	0,13	0 %	0,13

Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Wachstumsdynamik beibehalten

Auch mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2011 kann die MPH AG den zuvor begonnenen Wachstumstrend fortsetzen. Dabei konnten die Umsätze in den ersten sechs Monaten 2011 deutlich um +28,1 % auf 70,27 Mio. € (1.HJ/10: 54,86 Mio. €) angehoben werden. Diese Entwicklung ist dabei einerseits auf die gesteigerte Anzahl der Zulassungen im Bereich der europäischen Arzneimittel (Parallelimporte), welche sich zum Stichtag 30.06.2011 auf 495 (30.06.10: 203) beliefen, zurückzuführen. Andererseits profitierte die Gesellschaft weiterhin von einem von Einsparbemühungen geprägten, dynamischen Marktumfeld, das sich auf Importeure kostengünstiger Arzneimittel aus dem europäischen Ausland begünstigend auswirkte.

Entwicklung Umsatzerlöse in Mio. €



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die nach Quartalen differenzierte Umsatzbetrachtung zeigt einen im Zeitablauf ebenfalls ansteigenden Trend auf. Über die letzten drei Quartale hinweg konnte dabei die Gesellschaft das Umsatzniveau oberhalb der 30,00 Mio. €-Marke stabilisieren, mit einer deutlich aufwärtsgerichteten Tendenz. Die Erlöse des abgelaufenen zweiten Quartals 2011 fielen dabei mit 35,13 Mio. € um +23,4 % oberhalb des Vorjahresniveaus von 28,46 Mio. € aus.

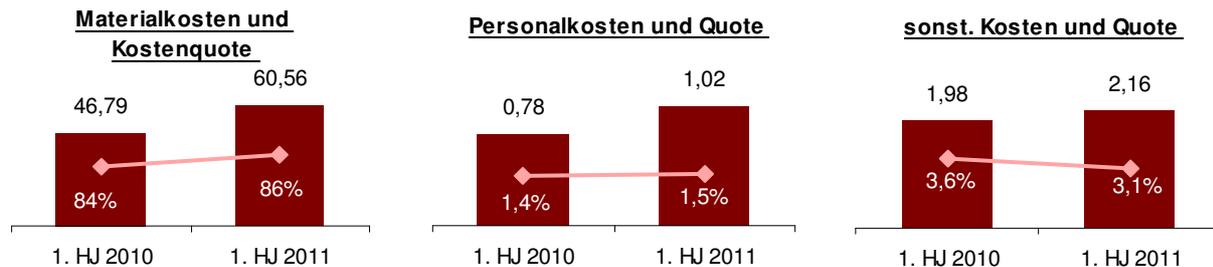
Der wichtigste Umsatztreiber der MPH AG war auch in der abgelaufenen Berichtsperiode die 100%-ige Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG, welche im Bereich der Humanmedizin die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf adressiert. Die Haemato Pharm AG bietet dabei sowohl patentfreie (Generika) als auch patentgeschützte (Parallelimporte) Arzneimittel an. Die zweite Tochtergesellschaft, die auf Tiermedizin ausgerichtete HEAMATO Vet GmbH, befindet sich derzeit noch im Aufbau und trug daher noch nicht zu den Erlösen des MPH-Konzerns bei.

Kosten-/Ergebnisentwicklung - Herstellerrabatt belastet Materialaufwand

Mit ihrer Geschäftstätigkeit in der Pharmabranche ist die MPH AG in einem streng regulierten Marktumfeld tätig. Daher hängt die operative Entwicklung der Gesellschaft auch stark von den legislativen Vorgaben in diesem Bereich ab. So wurde im Rahmen des GKV-Änderungsgesetzes zum 01.08.2010 eine Neuregelung der Herstellerrabatte vereinbart. Im

Zuge der Bemühungen des Gesetzgebers zur Entlastung der Krankenkassen wurde dabei der Herstellerrabatt (Zwangsrabatt) von 6,0 % auf 16,0 % angehoben. Gemäß der Gesetzesnovellierung müssen dabei die Hersteller den Krankenkassen für neue Medikamente Rabatte in Höhe von nunmehr 16,0 % anbieten. Hiervon betroffen ist auch die MPH AG, die als Generikahersteller und Parallelimporteure der Herstellerseite zuzuordnen ist.

Dieser Effekt wirkt sich damit ebenfalls auf die Margen belastend aus. Dabei ist die Kostenstruktur der MPH AG zu großen Teilen von Materialkosten (Einkauf von Arzneimitteln) geprägt. Die Materialkosten beliefen sich in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 auf 60,56 Mio. € und weisen damit eine Materialkostenquote von 86,2 % auf. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum lässt sich die oben erwähnte Margenbelastung gut erkennen. Denn im ersten Halbjahr 2010 lag die Materialkostenquote bei 84,1 % und die entsprechenden Materialkosten bei 46,79 Mio. €.

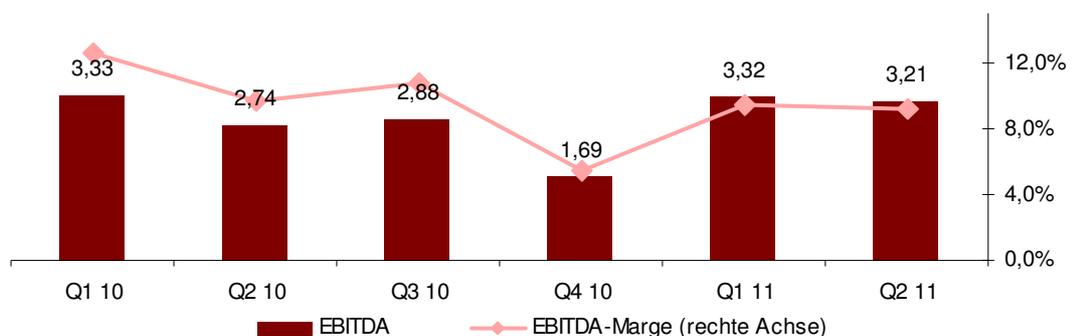


Quelle: MPH AG; GBC AG

Die weiteren Kostenpositionen (Personalkosten und sonstige Kosten) spielen eine verhältnismäßig untergeordnete Rolle (siehe Grafik oben). Infolge der ausgeweiteten Geschäftstätigkeit erhöhten sich diese zwar ebenfalls leicht, die Quote blieb aber nahezu konstant.

Die erhöhte Materialkostenbelastung hatte einen Rückgang der Ergebnismargen zur Folge. Demnach reduzierte sich die EBITDA-Marge von 11,1 % (1.HJ/10) auf 9,3 % (1.HJ/11). Aufgrund deutlich gesteigerter Umsatzerlöse steigerte sich jedoch das EBITDA von 6,07 Mio. € (1.HJ/10) um +7,7 % auf 6,53 Mio. €.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Margen



Quelle: MPH AG; GBC AG

Auf Quartalsbasis wird die Entwicklung der margenbelastenden Effekte gut sichtbar. Demnach lag die EBITDA-Marge des abgelaufenen zweiten Quartals 2011 mit 9,2 % unterhalb des Vorjahreswertes von 9,6 %. Dennoch gelang es der MPH AG aber aufgrund günstigerer Einkaufspreise die Belastungen in Grenzen zu halten.

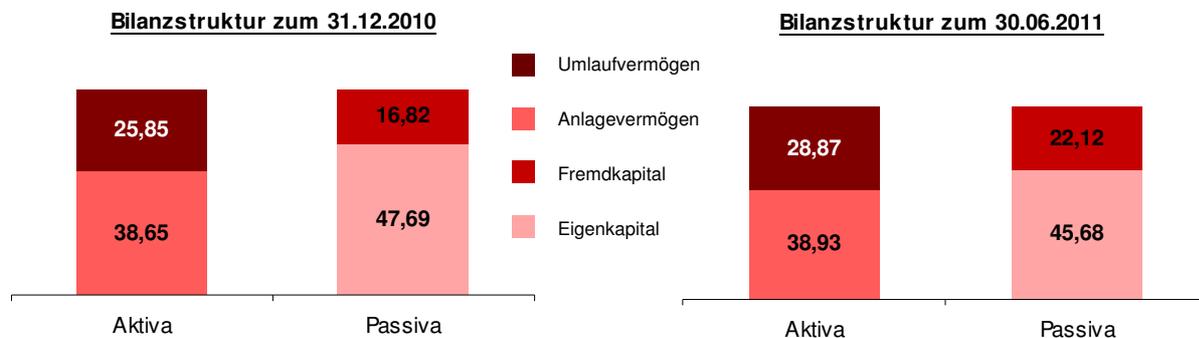
Abzüglich Abschreibungen in Höhe von -0,42 Mio. € (1.HJ/10: -0,11 Mio. €), eines negativen Finanzergebnisses in Höhe von -0,31 Mio. € (1.HJ/10: -0,17 Mio. €) sowie eines Steueraufwandes in Höhe von -0,77 Mio. € (1.HJ/10: -0,70 Mio. €) lag der Periodenüberschuss bei 5,03 Mio. € (1.HJ/10: 5,09 Mio. €). Das entsprechende Ergebnis je Aktie (EPS) blieb dabei gegenüber dem Vorjahr mit 0,13 € unverändert.

Bilanzielle Situation 30.06.2011 - Solide Bilanzrelationen mit EK-Quote von 67,4 %

in Mio. €	31.12.2010	30.06.2011
Eigenkapital (EK-Quote)	45,68 (73,9 %)	47,69 (67,4 %)
Operatives Anlagevermögen	1,33	1,61
Working Capital	13,72	15,91
Liquide Mittel	0,76	0,94

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die bilanzielle Solidität der MPH AG weist gegenüber dem Geschäftsjahresende 2010 nur marginale Veränderungen auf. So ist zwar das Eigenkapital infolge der guten Geschäftsentwicklung auf 47,69 Mio. € (31.12.10: 45,68 Mio. €) angestiegen, die dazugehörige Eigenkapitalquote reduzierte sich jedoch in Folge der ausgeweiteten Bilanzsumme leicht auf 67,4 % (31.12.10: 73,9 %). Zurückführen lässt sich diese Entwicklung auf eine stichtagsbedingte Inanspruchnahme von kurzfristigen Bankdarlehen, welche sich zum 30.06.11 auf 6,61 Mio. € (31.12.10: 1,52 Mio. €) beliefen.



Quelle: MPH AG; GBC AG

Parallel hierzu steigerte sich die für Handelsgesellschaften wichtige Kennzahl Nettoumlaufvermögen (Working Capital), welche gemäß unseren Berechnungen innerhalb der ersten sechs Monate 2011 auf 15,91 Mio. € (31.12.10: 13,72 Mio. €) zulegte. Dieser Anstieg reflektiert dabei in erster Linie die umsatz- und stichtagsbedingte Ausweitung der Vorräte.

Als Anbieter von Parallelimporten und Generika ist für die MPH AG ein nur geringer Bestand an Sachanlagevermögen notwendig. Die Gesellschaft verfügt zwar insbesondere für die Herstellung von Generika über Reinräume, der Großteil des benötigten Sachanlagevermögens wird jedoch durch Lagerflächen gedeckt. Da die Gesellschaft diese gemietet hat und auch sonst über keine nennenswerten Anlagegüter verfügt, beläuft sich diese Bilanzposition mit 1,52 Mio. € (31.12.10: 1,33 Mio. €) auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau. Der Großteil des Anlagevermögens wird durch den der HAEMATO PHARM AG zuzurechnenden Goodwill von 37,32 Mio. € (31.12.10: 37,32 Mio. €) dargestellt.

Prognosen - Umsätze beibehalten, EBITDA- und EBITDA-Marge leicht reduziert

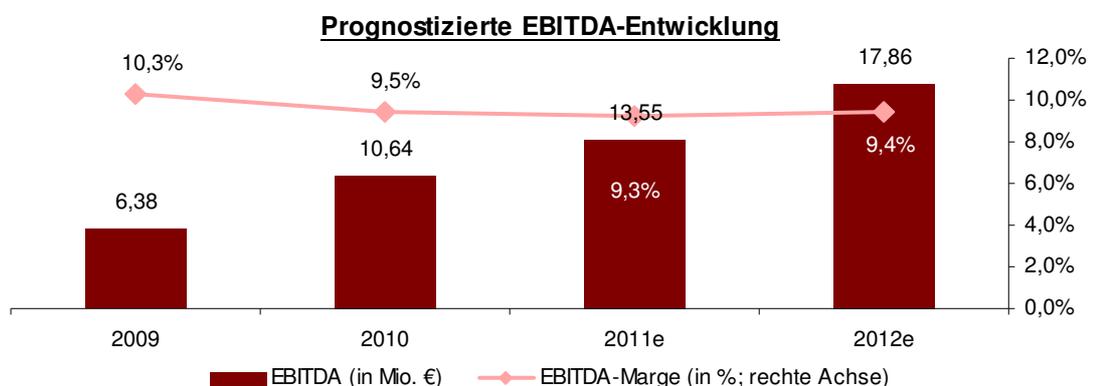
in Mio. €	2011e (alt)	2011e (neu)	2012e (alt)	2012e (neu)
Umsatz	146,14	146,14	189,98	189,98
EBITDA (EBITDA-Marge)	14,07 (9,6 %)	13,55 (9,3 %)	19,08 (10,0 %)	17,86 (9,4 %)
EBIT (EBIT-Marge)	13,81 (9,5 %)	12,95 (8,9 %)	18,75 (9,9 %)	17,26 (9,1 %)
Jahresüberschuss	10,10	10,08	13,80	12,50
EPS	0,27	0,26	0,36	0,33

Quelle: GBC AG

Umsatzseitig hat die MPH AG in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 eine dynamische Entwicklung aufgezeigt, welche im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen ist. Gemäß Unternehmensplanungen soll die Wachstumsgeschwindigkeit beibehalten werden. Die hierfür wesentlichen Faktoren, die wir in der Researchstudie (Anno) vom 19.05.2011 herausgearbeitet haben, behalten unserer Ansicht nach weiterhin ihre Gültigkeit.

So soll das Unternehmenswachstum auf einer weiter steigenden Anzahl von Zulassungen im Generikabereich und im Segment der Parallelimporte basieren. Hierfür ausschlaggebend ist sowohl die Ausweitung auf neue Kundensegmente im Generikabereich als auch eine Forcierung der Internationalisierungsstrategie bei den Parallelimporten. Insgesamt dürfte damit die MPH AG von einem anhaltend attraktiven Marktumfeld profitieren und daher behalten wir die bisher postulierten Umsatzerwartungen bei. Mit einem Umsatzwachstum von jeweils +30 % für die kommenden zwei Geschäftsjahre erwarten wir dementsprechend Umsatzerlöse in Höhe von 146,14 Mio. € (2011e) und 189,98 Mio. € (2012e). Mit den aktuell erreichten Umsatzniveaus auf Halbjahresbasis 2011 in Höhe von 70,27 Mio. € ist diese Annahme als realistisch einzustufen. Es ist wichtig herauszustellen, dass die MPH AG für das Erreichen dieser Erlösgrößen keine nennenswerten Investitionen tätigen muss.

Die Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr 2011 hat unsere Erwartungen leicht untertroffen. Dies liegt vordergründig an der im August 2010 verabschiedeten Erhöhung der Herstellerrabatte (Zwangsrabatte) von 6,0 % auf 16,0 %. Diese Maßnahme hat die MPH AG auch in Form sinkender Ergebnismargen getroffen. Auf EBITDA-Basis erzielte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 6,53 Mio. € und damit eine EBITDA-Marge von 9,3 %. Diese EBITDA-Marge haben wir dabei als neue Maßgabe für unsere angepassten Ergebnisprognosen der kommenden Geschäftsjahre herangezogen.



Quelle: GBC AG

Auf Gesamtjahresbasis 2011 erwarten wir nun ein EBITDA von 13,55 Mio. € (bisher: 14,07 Mio. €) und damit eine EBITDA-Marge 9,3 % (bisher: 9,6 %) und reduzieren somit unsere bisherigen Ergebnisprognosen leicht. Im kommenden Geschäftsjahr 2012 dürfte die EBITDA-Marge unseres Erachtens leicht auf 9,4 % zulegen und damit erwarten wir ein 2012er EBITDA von 17,86 Mio. €. Der leichte Anstieg reflektiert dabei eine zunehmende Konzentration der Gesellschaft auf die margenstarken Segmente (Generika).

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 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 9,4 % (bisher: 10,3 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 24,0 % 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 3,00 %.

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 3,00 % (bisher 3,25 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,4143.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 11,03 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,49 % (bisher: 11,03 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,49 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 4,75 €** und damit behalten wir unser bisheriges Kursziel bei. Es gilt jedoch zu beachten, dass das neue Kursziel auf Basis des Geschäftsjahresendes 2012 (bisher: Geschäftsjahresende 2011) ausformuliert ist und hier somit ein wertsteigernder Roll-Over-Effekt vorliegt. Demgegenüber stand kurszielmindernd eine Anpassung der Ergebnismargen auf EBITDA-Basis, welche wir auf 9,4 % (bisher: 10,3 %) reduziert haben. Insgesamt haben sich diese Effekte somit ausgeglichen.

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	9,4%	ewige EBITA - Marge	9,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,0%	effektive Steuerquote im Endwert	24,0%
Working Capital zu Umsatz	12,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	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	85,96	86,35	86,73	86,73	86,73	86,73	86,73	86,73	
EBITDA	13,55	17,86	18,75	19,69	20,67	21,71	22,79	23,93	
EBITDA-Marge	9,3%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
EBITA	12,95	17,26	18,38	19,30	20,26	21,28	22,34	23,46	
EBITA-Marge	8,9%	9,1%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Steuern auf EBITA	-2,43	-4,14	-4,41	-4,63	-4,86	-5,11	-5,36	-5,63	
zu EBITA	18,8%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
EBI (NOPLAT)	10,52	13,12	13,97	14,67	15,40	16,17	16,98	17,83	
Kapitalrendite	69,9%	67,3%	55,4%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%	54,4%
Working Capital (WC)	17,80	23,00	24,14	25,34	26,61	27,94	29,34	30,81	
WC zu Umsatz	12,2%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	
Investitionen in WC	-4,08	-5,20	-1,14	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	-1,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,70	2,20	2,30	2,42	2,54	2,66	2,80	2,94	
AFA auf OAV	-0,60	-0,60	-0,37	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	-0,48	
AFA zu OAV	35,3%	27,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
Investitionen in OAV	-0,97	-1,10	-0,47	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	-0,62	
Investiertes Kapital	19,50	25,20	26,44	27,76	29,15	30,60	32,13	33,74	
EBITDA	13,55	17,86	18,75	19,69	20,67	21,71	22,79	23,93	
Steuern auf EBITA	-2,43	-4,14	-4,41	-4,63	-4,86	-5,11	-5,36	-5,63	
Investitionen gesamt	-5,05	-6,30	-1,61	-1,71	-1,80	-1,89	-1,98	-2,08	
Investitionen in OAV	-0,97	-1,10	-0,47	-0,51	-0,53	-0,56	-0,59	-0,62	
Investitionen in WC	-4,08	-5,20	-1,14	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	-1,47	
Ausstehende Kaufpreiszahlungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,08	7,42	12,73	13,34	14,01	14,71	15,45	16,22	231,40

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	176,99	188,15
Barwert expliziter FCFs	61,92	61,00
Barwert des Continuing Value	115,07	127,15
Nettoschulden (Net debt)	6,77	7,56
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	170,22	180,59
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	170,22	180,59
Ausstehende Aktien in Mio.	38,050	38,050
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,47	4,75

Kapitalkostenermittlung :

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

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	9,5%	10,5%	11,5%	12,5%
48,4%	5,90	5,00	4,36	3,87	3,50
51,4%	6,19	5,24	4,55	4,03	3,63
54,4%	6,49	5,48	4,75	4,20	3,77
57,4%	6,79	5,71	4,94	4,36	3,91
60,4%	7,08	5,95	5,14	4,52	4,05

Fazit

Kursziel trotz leichter Prognoseanpassung bestätigt; Aktie günstig bewertet

Die Holdinggesellschaft MPH Mittelständische Pharmaholding AG kann insgesamt auf eine ordentliche Entwicklung des ersten Halbjahres 2011 zurückblicken. So konnte die derzeit einzige operative Tochtergesellschaft, die HAEMATO PHARM AG, mit ihrer Tätigkeit in den wachstumsstarken Segmenten Generika und Parallelimporte (Zulassungsschwerpunkt: Onkologie, HIV, Rheuma und Neurologie) vom aktuell günstigen, vom Einsparzwang der Krankenkassen geprägten, Marktumfeld profitieren und ein deutliches Erlöswachstum präsentieren.

Dabei konnten die Umsätze in den ersten sechs Monaten 2011 gegenüber dem Vorjahr deutlich um +28,1 % auf 70,27 Mio. € (1.HJ/10: 54,86 Mio. €) angehoben werden. Diese Entwicklung reflektiert dabei einerseits die gesteigerte Anzahl an Zulassungen im Parallelimport- und Generikabereich, andererseits aber auch die dynamische Entwicklung des Marktumfelds.

Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die MPH AG mit ihrer Tätigkeit im Pharmabereich in einer Branche beheimatet ist, welche im erheblichen Ausmaße von staatlichen Regulierungen geprägt ist. In diesem Zusammenhang ist das im August 2010 verabschiedete GKV-Änderungsgesetz, wonach die Hersteller einen Rabatt von 16,0 % (bisher: 6,0 %) einräumen müssen, besonders herauszustellen. Die MPH AG ist hiervon in Form sinkender Umsätze aber auch sinkender Ergebnismargen betroffen.

So steigerten sich die Materialkosten (Aufwendungen für den Erwerb von Arzneimitteln) überproportional zum Umsatzanstieg, was einen Margenrückgang zur Folge hatte. Insgesamt erzielte die MPH AG im ersten Halbjahr 2011 gegenüber dem Vorjahreszeitraum einen EBITDA-Anstieg um +7,7 % auf 6,53 Mio. € (1.HJ/11: 6,07 Mio. €), die entsprechende EBITDA-Marge reduzierte sich jedoch auf 9,3 % (1.HJ/10: 11,1 %). Die MPH AG konnte dabei im Rahmen ihrer Einkaufsaktivitäten bessere Preise erzielen und damit die Margenbelastungen im Rahmen des Herstellerrabatts in Grenzen halten.

Die künftige Unternehmensentwicklung soll ihre bisherige Wachstumsgeschwindigkeit beibehalten. So soll das Unternehmenswachstum auf einer weiter steigenden Anzahl von Zulassungen im Generikabereich und im Segment der Parallelimporte basieren. Hierfür ausschlaggebend ist sowohl die Ausweitung auf neue Kundensegmente im Generikabereich als auch eine Forcierung der Internationalisierungsstrategie bei den Parallelimporten. Insgesamt dürfte damit die MPH AG von einem anhaltend attraktiven Marktumfeld profitieren und daher behalten wir die bisher postulierten Umsatzerwartungen bei. Mit einem Umsatzwachstum von jeweils +30 % für die kommenden zwei Geschäftsjahre, erwarten wir dementsprechend Umsatzerlöse in Höhe von 146,14 Mio. € (2011e) und 189,98 Mio. € (2012e).

Unsere Ergebnisprognosen werden den Belastungen aus der verabschiedeten gesetzlichen Erhöhung der Herstellerrabatte (Zwangsrabatte) von 6,0 % auf 16,0 % gerecht. Diese Maßnahme hat die MPH AG auch in Form sinkender Ergebnismargen getroffen. Auf EBITDA-Basis erzielte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 6,53 Mio. € und damit eine EBITDA-Marge von 9,3 %. Diese EBITDA-Marge haben wir dabei als neue Maßgabe für unsere angepassten Ergebnisprognosen der kommenden Geschäftsjahre herangezogen. Auf Gesamtjahresbasis 2011 erwarten wir ein EBITDA von 13,55 Mio. € (bisher: 14,07 Mio. €) und damit eine EBITDA-Marge von 9,3 % (bisher: 9,6 %) und reduzieren somit unsere bisherigen Ergebnisprognosen leicht. Im kommenden Geschäftsjahr 2012 dürfte die EBITDA-Marge unseres Erachtens leicht auf 9,4 % zulegen und damit erwarten wir ein 2012er EBITDA von 17,86 Mio. €. Der leichte Anstieg reflektiert dabei eine zunehmende Konzentration der Gesellschaft auf die margenstarken Segmente (Generika).

In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir ein 2012er Kursziel auf Basis unserer Prognosen von 4,75 € ermittelt. Damit behalten wir das bisherige Kursziel unverändert bei. Angesichts der aktuellen Kurspotenziale, die sich auf Grundlage aktueller Kurse auf +102,1 % belaufen, behalten wir unsere Empfehlung „KAUFEN“ ebenfalls bei.

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