



Researchstudie (Anno)



**„Geschäftsjahr 2011 trotz Herstellerzwangsrabatt solide;
starkes Wachstum in 2012 erwartet;
Bewertungsniveau weiter attraktiv“**

Kursziel: 4,20 €

Rating: KAUFEN

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

MPH Mittelständische Pharma Holding AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 4,20

aktueller Kurs / VZ: 2,30
21.5.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl³/VZ: 19,025

Aktienanzahl³/ST: 22,142

Marketcap³: 94,68

EnterpriseValue³: 106,52

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/VZ: 49,6 %

Freefloat/ST: 0,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

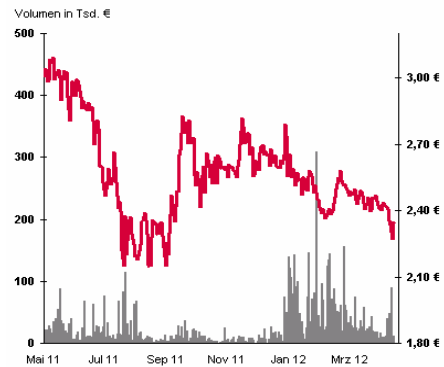
Fokus: Beschaffung, Herstellung und
Lizensierung pharmazeutischer Produkte

Mitarbeiter: 78 Stand: 31.3.2012

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG (MPH 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. Mit dem Erwerb von 52 % am Grundkapital der Windsor Real Estate AG beabsichtigt die MPH AG eine Ausweitung ihrer Geschäftstätigkeit auch in außereuropäische Regionen.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012e | 31.12.2013e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 112,41 | 145,52 | 184,80 | 212,52 |
| EBITDA | 10,64 | 11,01 | 13,91 | 16,05 |
| EBIT | 10,40 | 10,64 | 13,44 | 15,53 |
| Jahresüberschuss | 9,13 | 8,64 | 10,07 | 10,74 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,24 | 0,23 | 0,24 | 0,26 |
| Dividende je VZ Aktie | 0,20 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|------|------|
| EV/Umsatz | 0,95 | 0,73 | 0,58 | 0,50 |
| EV/EBITDA | 10,01 | 9,68 | 7,66 | 6,64 |
| EV/EBIT | 10,24 | 10,01 | 7,93 | 6,86 |
| KGV | 10,37 | 10,96 | 9,40 | 8,82 |
| KBV | | 2,00 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis

23.05.2012: 13. MKK
29.06.2012: Hauptversammlung
30.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

10.5.2012: RS / 4,10 / KAUFEN
14.3.2012: RS / 4,10 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 4,50 / KAUFEN
25.1.2012: RS / 4,50 / KAUFEN
25.1.2012: RS / 4,75 / 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/verkürzter Konsolidierungskreis..... | 1 |

Markt und Marktumfeld

| | |
|--|---|
| Entwicklung Pharmamarkt..... | 2 |
| Teilmärkte „Generika“ und „Parallelimporte“..... | 2 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|---|
| Zahlen im Überblick..... | 3 |
| Geschäftsentwicklung 2011..... | 4 |
| Umsatzentwicklung..... | 4 |
| Ergebnisentwicklung..... | 5 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 6 |
| Entwicklung Cashflow..... | 6 |
| Entwicklung Q1 2012..... | 7 |
| Erwerb der Windsor AG..... | 7 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 8 |
| Umsatzprognosen..... | 8 |
| Ergebnisprognosen..... | 9 |

Bewertung/ Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 10 |
| Modellannahmen..... | 10 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 10 |
| Bewertungsergebnis..... | 10 |
| Fazit | 12 |

Anhang

| | |
|--|-----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | III |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | V |

Unternehmen

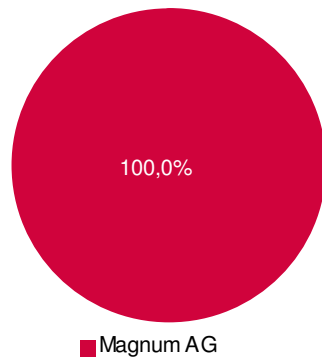
Aktionärsstruktur

| Stammaktien | |
|---------------|--------------------------|
| Anteilseigner | Anzahl in Mio. (Anteile) |
| Magnum AG | 22,14 (100,0 %) |
| Streubesitz | 0 (0,0 %) |
| Summe | 22,14 (100,0 %) |

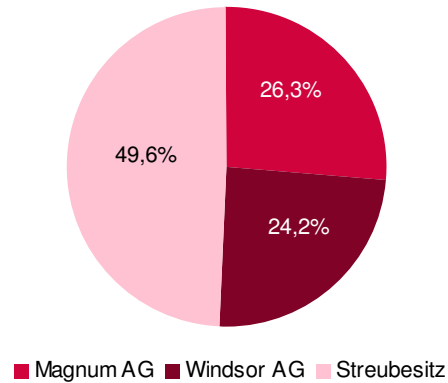
Quelle: MPH AG; GBC AG; Stand 21.05.2012

| Vorzugsaktien | |
|---------------|--------------------------|
| Anteilseigner | Anzahl in Mio. (Anteile) |
| Magnum AG | 5,00 (26,3 %) |
| Windsor AG | 4,60 (24,2 %) |
| Streubesitz | 9,43 (49,6 %) |
| Summe | 19,03 (100,0 %) |

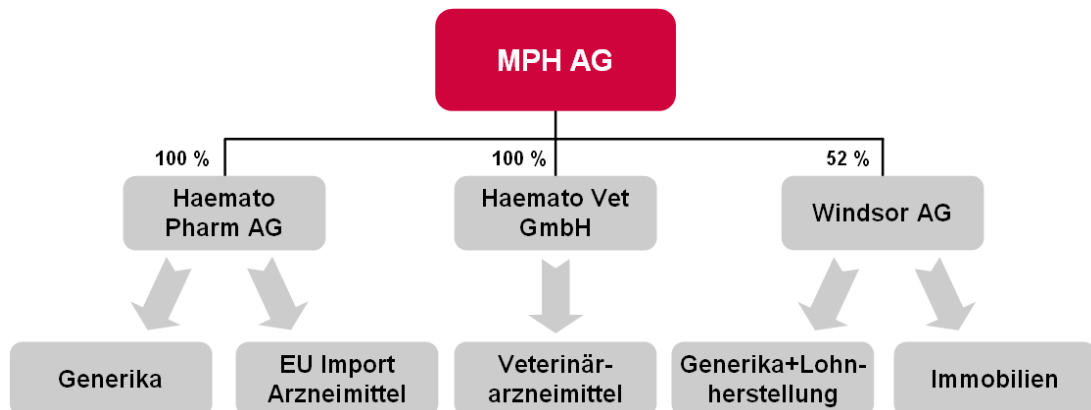
Aktionärsstruktur ST-Aktien



Aktionärsstruktur VZ-Aktien



Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



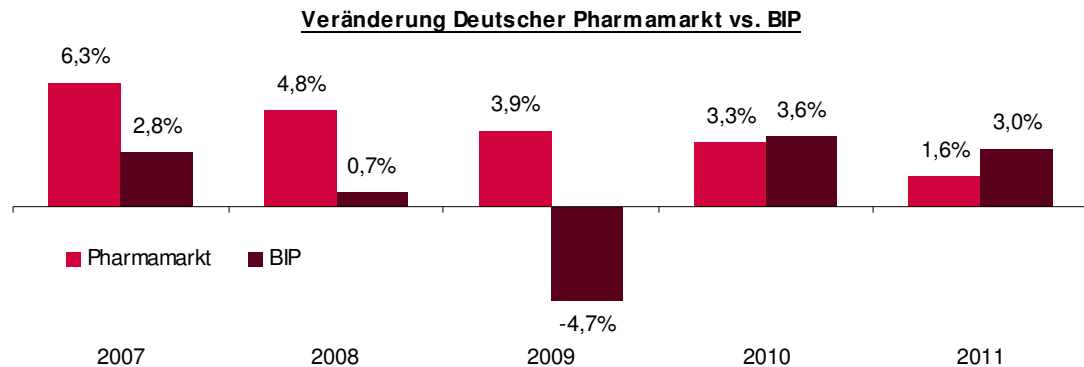
Quelle: MPH AG; GBC AG

Der Fokus der Mittelständische Pharma Holding AG (MPH AG) liegt auf dem Erwerb oder der Gründung von Portfoliounternehmen aus dem Pharmabereich. Mit dem am 07.05.2012 erfolgten Erwerb der Windsor AG befinden sich derzeit insgesamt 3 Tochtergesellschaften im Konsolidierungskreis der Gesellschaft. Die sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig mit Abstand wichtigste Tochtergesellschaft Haemato Pharm AG ist auf die Wachstumssegmente Generika und EU-Import von Arzneimitteln spezialisiert. Zur Stärkung und regionalen Ausweitung dieses Bereiches wurde jüngst eine Akquisition getätigt. Durch den Erwerb der Windsor AG (inkl. der Pharmatöchter Simgen GmbH und Parmigon GmbH) sollen künftig auch Nicht-EU-Länder adressiert werden. Der Immobilienbereich der Windsor AG, welche künftig vollkonsolidiert wird, soll ebenfalls weiter entwickelt werden, um an den attraktiven Opportunitäten des Berliner Immobilienmarktes teilzuhaben.

Markt und Marktumfeld

Entwicklung Pharmamarkt - In 2011 durch AMNOG belastet

Der deutsche Pharmamarkt gilt als vergleichsweise konjunkturresistent und konnte über die letzten Jahre hinweg, trotz rezessiver Tendenzen der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung, ein stetiges Wachstum vorweisen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 zeigt der deutsche Pharmamarkt, gemessen an den Gesamtausgaben (Apotheke + Klinik), aber nur ein unterdurchschnittliches Umsatzwachstum von +1,6 % auf insgesamt 31,9 Mrd. € auf. Zeitgleich war die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung von Erholungstendenzen geprägt und legte um +3,0 % zu.



Quelle: Statistisches Bundesamt, IMS Health

In dieser Entwicklung finden sich die kostensparenden Maßnahmen (Bsp: Herstellerzwangsabschläge) wieder, welche im AMNOG (Arzneimittelmarktneuordnungsgesetz) festgelegt wurden. Als eine der wesentlichen Maßnahmen wurde der Satz des Zwangsrabattes im August 2010 von 6 % auf 16 % angehoben.

Teilmärkte „Generika“ und „Parallelimporte“ wachsen überdurchschnittlich stark

Vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen zeigten sich die für die MPH AG wichtigen Teilmärkte „Generika“ und „Parallelimporte“ von einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik geprägt. Demnach kletterten die Umsätze im Generikabereich gegenüber dem Vorjahr um +3,5 %. Der Bereich der Parallelimporte, für den zum Zeitpunkt der Studiererstellung noch keine aktuellen Daten vorlagen, zeigte sich in den vergangenen Jahren ebenfalls von dynamischen Wachstumsraten geprägt. Als gutes Beispiel hierfür dient der Anstieg des deutschen Marktes für Parallelimporte, welcher im Geschäftsjahr 2010 um +13 % zugelegt hat. Auch hier wird eine gegenüber dem Gesamtmarkt höhere Wachstumsrate ersichtlich.

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. Hier spielt die Tatsache eine große Rolle, dass der Großteil der Arzneimittelkosten bei den höheren Altersgruppen anfällt.

Vor diesem Umfeld kann eine weiterhin überdurchschnittliche Entwicklung der Teilmärkte „Generika“ und „Parallelimporte“ erwartet werden. So lässt der noch nicht konsolidierte europäische Arzneimittelmarkt, welcher von einer heterogenen Struktur geprägt ist, die Ausnutzung von Preisdifferenzen im Rahmen von Parallelimporten erwarten. Auch Generika nehmen im gesamten Pharmamarkt eine wichtige Stellung ein. Die künftigen Potenziale von Generika basieren dabei auf den forcierten Einsparbemühungen der Krankenkassen, aber auch auf dem 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 2010 | Δ in % | GJ 2011 | Δ in % | GJ 2012e | Δ in % | GJ 2013e |
|------------------------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 112,413 | 29,5% | 145,521 | 27,0% | 184,798 | 15,0% | 212,517 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,166 | 593,6% | 1,150 | -78,3% | 0,250 | 0,0% | 0,250 |
| Materialaufwand | -95,696 | 34,5% | -128,685 | 26,8% | -163,176 | 15,0% | -187,653 |
| Rohertrag | 16,883 | 6,5% | 17,987 | 21,6% | 21,871 | 14,8% | 25,115 |
| Personalaufwand | -1,724 | 43,9% | -2,480 | 10,9% | -2,750 | 13,5% | -3,120 |
| Abschreibungen | -0,247 | 51,0% | -0,373 | 26,1% | -0,470 | 10,6% | -0,520 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -4,517 | -0,5% | -4,495 | 15,9% | -5,210 | 14,2% | -5,950 |
| EBIT | 10,395 | 2,3% | 10,639 | 26,3% | 13,441 | 15,5% | 15,525 |
| Finanzergebnis | -0,286 | 161,3% | -0,746 | 13,9% | -0,850 | 41,2% | -1,200 |
| Ertragssteuern | 0,981 | +27,3% | -1,249 | 101,6% | -2,518 | 42,2% | -3,581 |
| Jahresüberschuss | 9,128 | -5,3% | 8,644 | 16,5% | 10,073 | 6,7% | 10,743 |

| | | | | | | | |
|----------------------------|--------|--|--------|--|--------|--|--------|
| EBITDA | 10,642 | | 11,011 | | 13,911 | | 16,045 |
| in % von den Nettoumsätzen | 9,47 | | 7,57 | | 7,53 | | 7,55 |
| EBIT | 10,395 | | 10,639 | | 13,441 | | 15,525 |
| in % von den Nettoumsätzen | 9,25 | | 7,31 | | 7,27 | | 7,31 |
| Aktienanzahl in Mio. Stück | 38,050 | | 38,050 | | 41,167 | | 41,167 |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,24 | | 0,23 | | 0,24 | | 0,26 |
| Dividende je Aktie in € | 0,20 | | 0,20 | | 0,20 | | 0,20 |

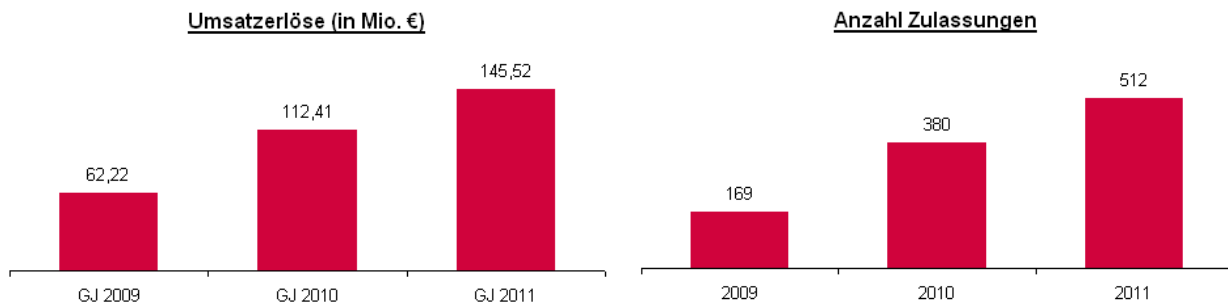
Geschäftsentwicklung 2011 - Umsätze deutlich gesteigert; Rabatte belasten

| in Mio. € | GJ 2010 | Δ 2010/2011 | GJ 2011 |
|------------------|---------------|-------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 112,41 | +29,5 % | 145,52 |
| EBITDA (Marge) | 10,64 (9,5 %) | +3,5 % | 11,01 (7,6 %) |
| EBIT (Marge) | 10,40 (9,3 %) | +2,3 % | 10,64 (7,3 %) |
| Jahresüberschuss | 9,13 | -5,3 % | 8,64 |
| EPS in € | 0,24 | -5,3 % | 0,23 |

Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Erneut eine hohe Umsatzdynamik in 2011 erreicht

Auf Grundlage eines erneuten Anstieges der zugelassenen Lizenzen in den beiden wesentlichen Geschäftssegmenten „Generika“ und „Parallelimporte“, konnte die MPH AG auch im abgeschlossenen Geschäftsjahr 2011 gegenüber dem Vorjahr einen erneut signifikanten Umsatzanstieg von +29,5 % auf 145,52 Mio. € (VJ: 112,41 Mio. €) erzielen. Die Basis für diese Entwicklung wurde durch eine Erhöhung der Anzahl an eigenen Generikasubstanzen auf 12 (VJ: 8) sowie der Lizenzen für Parallelimporte auf über 500 (VJ: 372) gelegt. Analog hierzu war aber die Gesellschaft auch in der Lage, eine Ausweitung des Kundenstamms (adressierte Apotheken) in ihren Stammbereichen Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf-Krankheiten umzusetzen.



Quelle: MPH AG; GBC AG

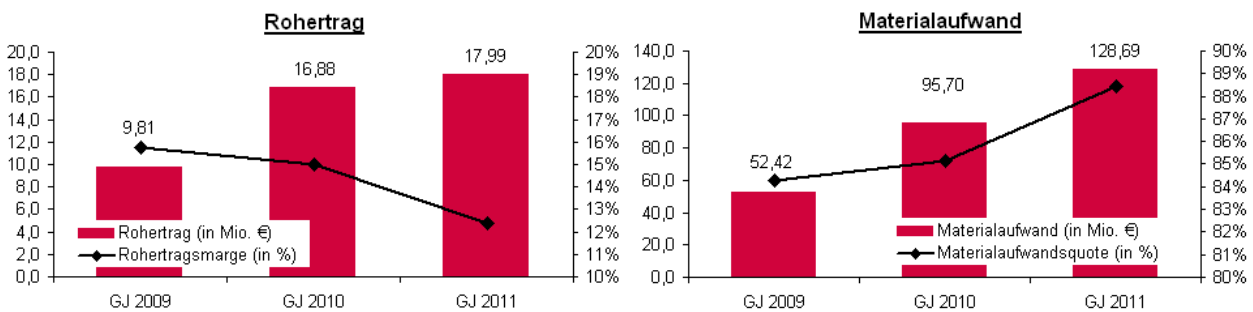
Die MPH AG ist aufgrund ihres Geschäftsmodells verhältnismäßig konjunkturresistent, die Unternehmens- und Ergebnisentwicklung hängt jedoch stark vom regulatorischen Umfeld ab. Insbesondere nennenswert ist in diesem Zusammenhang die im Jahr 2010 umgesetzte Erhöhung der Herstellerzwangsrabatte von 6 % auf 16 %, welche sich auf Seiten der Pharmaunternehmen ertragsmindernd auswirkt. Denn gemäß dieser Regelung müssen Pharmaunternehmen den Krankenkassen höhere Rabatte gewähren, um so die Kostenbelastungen im Gesundheitssektor abzumildern. Speziell die Erhöhung des Herstellerzwangsrabattes hatte bei der MPH AG einen wesentlichen Effekt auf die Geschäftsentwicklung des gesamten Geschäftsjahres 2011.

Die Gesellschaft hat jedoch aktiv Maßnahmen ergriffen, um die negativen Effekte aus dieser gesetzlichen Neuregelung abzufedern. So wurden einerseits verstärkt ausländische Märkte, für welche die Rabattverordnung nicht gültig ist, für den Absatz der Arzneimittel adressiert. Eine weitere wichtige Determinante des MPH-Geschäftserfolges ist der Umsatzmix der beiden Segmente „Generika“ und „Parallelimporte“. Insbesondere ein gezielter Ausbau von Umsatzanteilen des margenstarken Generika-Segments bedeutet dabei in der Regel eine Verbesserung der Ertragssituation. Wie schon in den Vorjahren dürfte die MPH AG rund 10 % der Umsätze im Generikabereich und damit rund 90 % der Umsätze im Segment der Parallelimporte erzielt haben. Es ist ein erklärtes Ziel der Gesellschaft die künftigen Generika-Anteile weiter anzuheben und somit auch eine Verbesserung der Ertragssituation zu erreichen.

Ergebnisentwicklung - Erhöhung der Zwangsrabatte belastete Ergebnisentwicklung

Die negativen Auswirkungen aus der Erhöhung des Zwangsrabattes sind in der Kosten- und damit auch Ergebnisentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2011 dennoch sichtbar. Zumal die Vergleichsperiode 2010 aufgrund der erst im August 2010 erfolgten Erhöhung der Rabattsätze nur anteilig davon betroffen war.

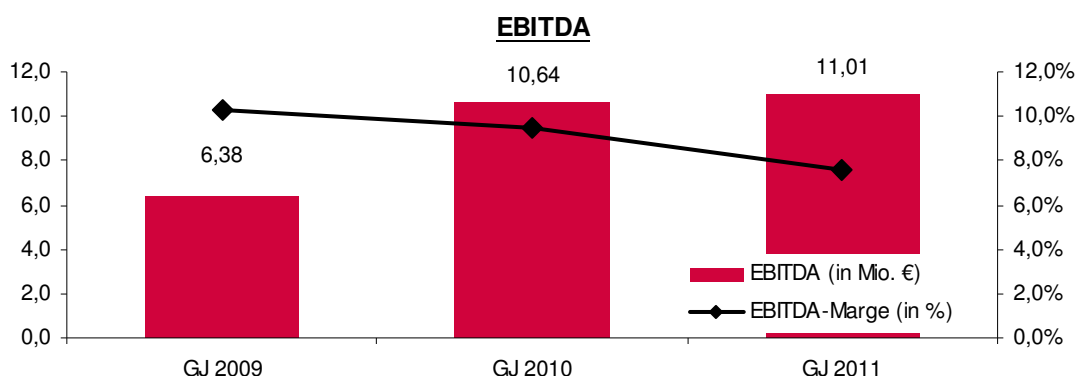
Besonders deutlich sichtbar wird dies an der Entwicklung des Materialaufwandes, der für die Gesellschaft wesentlichen Kostenposition. Gegenüber dem Vorjahr legten diese überproportional um +34,5 % auf 128,69 Mio. € (VJ: 95,70 Mio. €) zu. Die auf den Umsatz bezogene Materialaufwandsquote kletterte dementsprechend von 85,1 % (GJ 2010) auf 88,4 %. Dies hatte einen im Vergleich zur Umsatzentwicklung nur unterproportionalen Anstieg des Rohertrages zur Folge. Das im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 erreichte Niveau von 17,99 Mio. € (VJ: 16,88 Mio. €) entspricht gegenüber dem Vorjahr einer Zunahme um +6,5 %.



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die übrigen Kostenpositionen haben sich im Geschäftsjahr 2011 verhältnismäßig stabil entwickelt, wobei sich der Wachstumskurs der Gesellschaft in einem Anstieg des Personals und des dazugehörigen Personalaufwandes reflektiert. Insgesamt kletterten aber die weiteren Kostenpositionen im Verhältnis zu den Umsätzen nur unterproportional und die MPH AG konnte hier Skaleneffekte realisieren.

Analog zum Anstieg des Materialaufwandes verzeichnete die Gesellschaft einen Rückgang der EBITDA-Marge von 9,5 % (GJ 2010) auf 7,6 %. Nominell steigerte sich aber das EBITDA aufgrund der ausgeweiteten Umsatzbasis leicht auf 11,01 Mio. € (VJ: 10,64 Mio. €). Das nun erreichte Niveau erachten wir als nachhaltig gut erreichbar, eine Annahme, welche sich auch in unserem DCF-Bewertungsmodell wiederfindet.



Quelle: MPH AG; GBC AG

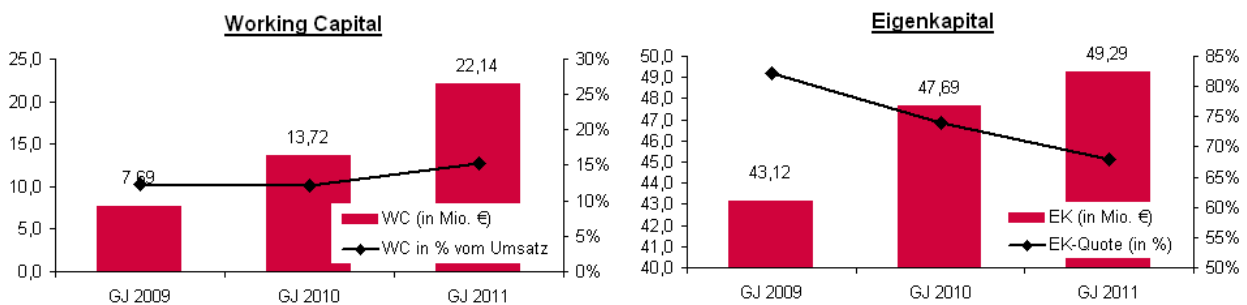
Den wesentlichen Teil des geschäftsbedingten Anstiegs des Nettoumlaufvermögens hat die Gesellschaft über Bankkredite finanziert. Daraus resultiert ein Anstieg der Finanzaufwendungen auf 0,74 Mio. € (VJ: 0,29 Mio. €). In Verbindung mit einem Anstieg des Steueraufwandes auf 1,25 Mio. € (VJ: 0,98 Mio. €) musste die Gesellschaft auf Ebene des Jahresüberschusses eine Minderung in Höhe von -5,3 % auf 8,64 Mio. € (VJ: 9,13 Mio. €) ausweisen. Besonders aufgrund der vorerwähnten Steigerung der Herstellerzwangsrabatte um +10 % ist dieser Rückgang aber als nicht kritisch anzusehen, sondern im Gegenteil als Erfolg zu werten.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Unverändert solide Situation

| in Mio. € | GJ 2009 | GJ 2010 | GJ 2011 |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Eigenkapital (EK-Quote) | 43,12 (82,2 %) | 47,69 (73,9 %) | 49,29 (67,8 %) |
| Working Capital | 7,69 | 13,72 | 22,14 |
| Finanzverbindlichkeiten | 3,30 | 5,44 | 17,84 |
| Liquide Mittel | 0,52 | 0,76 | 2,46 |
| Bilanzsumme | 52,47 | 64,51 | 72,67 |

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die über die letzten Geschäftsjahre hinweg erfolgte Umsatzausweitung findet sich auch in der Vermögenssituation der MPH AG wieder. Insbesondere der nahezu analog zu den Umsatzerlösen erfolgte Anstieg des Nettoumlaufvermögens (Working Capital), welches im Geschäftsjahr 2011 abermals von 13,72 Mio. € (31.12.2010) auf 22,14 Mio. € zulegte, steht hierfür bezeichnend. Das im Gegensatz dazu nahezu unveränderte Sachanlagevermögen gibt dabei den Charakter des Geschäftsmodells der MPH AG wieder, welches mit geringen Investitionsvolumina im Bereich des Sachanlagevermögens einhergeht. Auch die Geschäfts- und Firmenwerte von 37,32 Mio. € sind im Vergleich zum Vorjahr unverändert geblieben. Demzufolge ist der Anstieg des Working Capitals die wesentliche Determinante für die Ausweitung der Bilanzsumme.



Quelle: MPH AG; GBC AG

Da diese Bilanzausweitung nahezu vollständig durch Fremdkapital (Bankkredite) finanziert wurde, minderte sich die Eigenkapitalquote von 73,9 % (31.12.2010) auf 67,8 %. Auf Grundlage des positiven Nachsteuerergebnisses, abzüglich der erfolgten Dividendenauszahlungen (7,04 Mio. €), kletterte jedoch das Eigenkapital zum Stichtag 31.12.2011 auf 49,30 Mio. € (31.12.2010: 47,69 Mio. €).

Erwähnenswert ist zudem die Tatsache, dass die MPH AG bis zum Bilanzstichtag rund 2,1 Mio. Aktien der Windsor AG erworben hatte. Der Wertansatz zum 31.12.2011 von 3,55 Mio. € entspricht einem Kurswert von 1,69 € je Aktie.

Zum 31.12.2011 belaufen sich die Bankverbindlichkeiten auf 17,84 Mio. € (31.12.2010: 5,44 Mio. €).

Entwicklung Cashflow - Erhöhung des Working Capitals reduziert Cashflow

Aufgrund des vorerwähnten Anstiegs des Nettoumlaufvermögens lag der operative Cashflow mit 1,36 Mio. € deutlich unterhalb des Nachsteuerergebnisses von 8,64 Mio. €. Hierzu flankierend bewirkten die Auszahlungen für den Erwerb von Finanzanlagen (Erwerb der Windsor-Anteile) eine deutliche Erhöhung des Investitionscashflows auf -4,13 Mio. € (VJ: -0,60 Mio. €). Die Investitionen ins betriebliche Anlagevermögen lagen mit 0,71 Mio. € auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau.

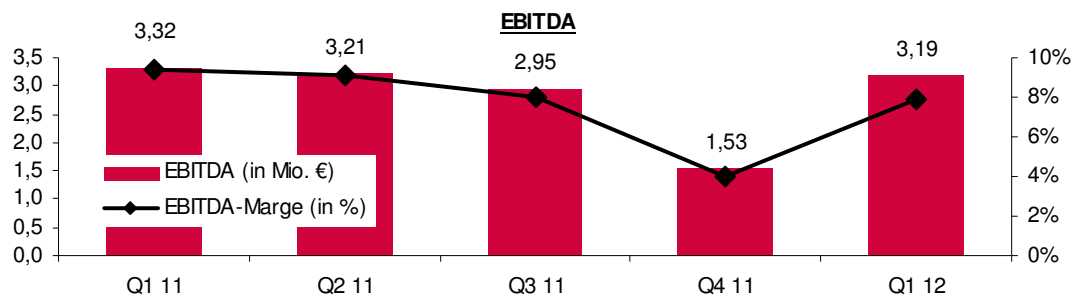
Entwicklung Q1 2012 - Operatives Ergebnis steigt bei höherem Umsatzniveau

| in Mio. € | Q1 2011 | Δ 2011/2012 | Q1 2012 |
|----------------|--------------|-------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 35,14 | +15,7 % | 40,66 |
| EBITDA (Marge) | 3,32 (9,5 %) | -3,9 % | 3,19 (7,8 %) |
| EBIT (Marge) | 3,24 (9,2 %) | -4,6 % | 3,09 (7,6 %) |

Quelle: MPH AG; GBC AG

Auch die jüngst am 10.05.2012 präsentierten Zahlen zum Q1 2012 weisen im Vergleich zum Gesamtjahr 2011 ähnliche Tendenzen auf. Demnach konnte die MPH AG einen Umsatzanstieg in Höhe von +15,7 % auf 40,66 Mio. € (Q1/11: 35,14 Mio. €) verzeichnen.

Die operativen Ergebnisrelationen gestalteten sich jedoch gegenüber dem Vorjahr noch rückläufig. Demnach minderte sich das EBITDA von 3,32 Mio. € (Q1/11) auf 3,19 Mio. €. Die dazugehörige EBITDA-Marge reduzierte sich ebenfalls von 9,5 % (Q1/11) auf 7,8 % und reflektiert die erhöhten Belastungen aus der Erhöhung der Herstellerrabatte. Hier gilt es jedoch auch einen Sondereffekt zu beachten. So weisen die veröffentlichten Vorjahreszahlen (Q1 2011) aufgrund zu geringer Rückstellungen für die Herstellerrabatte überdurchschnittlich hohe Ergebnismargen auf und waren damit etwas verzerrt. Die Belastungen aus der Erhöhung der Herstellerrabatte wurden von der Gesellschaft erst zum vierten Quartal 2012 vollständig beziffert und damit erst im Jahresendquartal abgerechnet. Gut sichtbar wird dies an der nach Quartalen getrennten Entwicklung des EBITDA. Insofern liegt die nun erzielte EBITDA-Marge wieder deutlich oberhalb des Vorquartals sowie auch oberhalb der im Geschäftsjahr 2011 erzielten EBITDA-Marge.



Quelle: MPH AG; GBC AG

Erwerb der Mehrheit an Windsor AG - Vorstand erwartet hohe Synergieeffekte

Gemäß Unternehmensmeldung vom 07.05.2012 hat die MPH AG ihre Anteile an der Windsor AG auf 52 % am Grundkapital aufgestockt. Neben dem zum Geschäftsjahresende 2011 bereits bestehenden Aktienbestand von 2,1 Mio. Windsor-Aktien, wurden von der Beteiligungsgesellschaft Magnum AG in Form einer Sachkapitalerhöhung weitere 5 Mio. Windsor-Aktien (Kurs: 1,49 €) in die MPH AG eingebracht. Damit hat sich das Grundkapital der Gesellschaft von 38,05 Mio. € auf 41,17 Mio. € erhöht.

Gemäß Vorstandsaussage erwartet die MPH AG speziell durch den dazugehörigen Erwerb der Windsor-Pharmabeteiligungen hohe Synergieeffekte. So sollen künftig die bereits etablierten Kanäle in Nicht-EU-Länder der Simgen GmbH dazu genutzt werden, um die MPH-Aktivitäten auch auf diese Regionen auszuweiten. Besonders interessant ist dieser Umstand, da in diesen Regionen keine Herstellerrabatte existieren und damit höhere Margen zu erwarten sind. Der Immobilienbereich der Windsor AG, welcher künftig in den Konsolidierungskreis der MPH AG voll einbezogen wird, soll zunächst ebenfalls weiter entwickelt werden. Hieraus verspricht sich der MPH-Vorstand hohe Umsatz- und Ergebnisbeiträge, zumal die Windsor AG einige Immobilienprojekte ins laufende Geschäftsjahr verschieben musste.

Wir stufen diese Akquisition als eine attraktive Möglichkeit einer Erhöhung des regionalen Wirkungskreises der MPH AG insbesondere über die Windsor-Pharmatöchter Simgen und Pharmigon ein, wenngleich wir die positiven Effekte noch nicht abschätzen können.

Prognose und Modellannahmen - Starke Umsatzdynamik bei soliden Ergebnismargen

| in Mio. € | GJ 2011 | GJ 2012e | GJ 2013e |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 145,52 | 184,80 | 212,52 |
| EBITDA (Marge) | 11,01 (7,6 %) | 13,91 (7,6 %) | 16,05 (7,6 %) |
| EBIT (Marge) | 10,64 (7,3 %) | 13,44 (7,3 %) | 15,53 (7,3 %) |
| Jahresüberschuss | 8,64 | 10,07 | 10,74 |
| EPS | 0,23 | 0,24 | 0,26 |

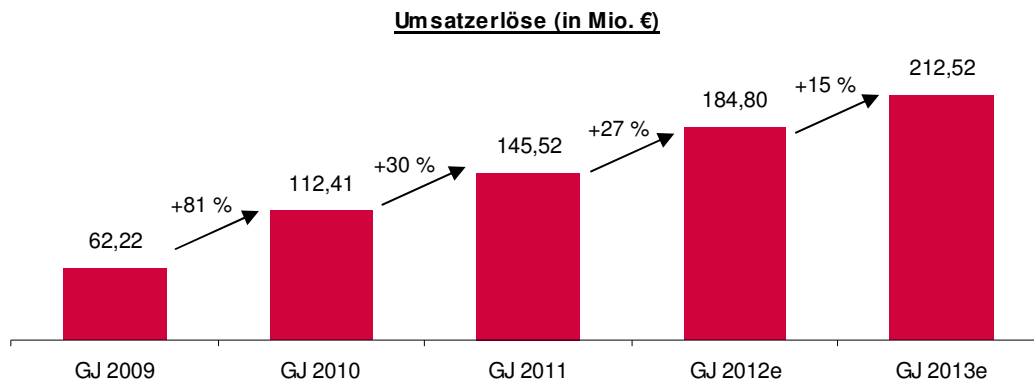
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Weiterhin solides Wachstum erwartet

Durch die Vollkonsolidierung der Windsor AG wird die Umsatz- und Ertragssituation der MPH AG nachhaltig verändert. Denn im ersten Schritt werden sowohl die Umsätze als auch die Erträge der Windsor AG (abzüglich Minderheitenanteile für die restlichen 48 % am Windsor-Grundkapital) auf die MPH-Holding konsolidiert werden. Darüber hinaus entstehende und zu realisierende Skaleneffekte im Pharmabereich dürften den Geschäftserfolg der MPH AG ebenfalls positiv beeinflussen. Auf aktueller Basis sind jedoch diese Einflüsse für uns nur schwer kalkulierbar und daher auch in der Ausformulierung unserer Umsatz- und Ertragsprognosen der kommenden Geschäftsjahre schwer planbar, zumal uns damit auch die Bilanz der Windsor AG für das GJ 2011 noch nicht vorliegt. Demzufolge werden wir in der vorliegenden Researchstudie noch keine Konsolidierung unterstellen. Die Windsor-Beteiligungen sehen wir derzeit als Finanzbeteiligung und haben daher den Zugang der Windsor-Anteile für die MPH-Bewertung werterhöhend berücksichtigt. Die vorliegenden Umsatz- und Ergebnisplanungen spiegeln also zunächst lediglich unsere Stand-Alone-Erwartungen für die MPH AG wider. Konsolidierte Schätzungen reichen wir in einer Update-Studie, spätestens mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2012, nach.

Die bisherige Unternehmensentwicklung der MPH AG, welche umsatzseitig in den letzten Geschäftsjahren im Marktvergleich mit Umsatzsteigerungen von +80,7 % (GJ 2010) sowie +29,5 % (GJ 2011) von einer hohen Dynamik geprägt war, dient uns als gute Basis für die Prognosen der nächsten beiden Geschäftsjahre. Es ist ein erklärtes Ziel der Gesellschaft auch künftig die Anzahl der Generikazulassungen und der Lizenzen für Parallelimporte auszuweiten. Flankierend hierzu sollen auch neue Kundensegmente, sowohl bei bestehenden Kunden als auch bei neuen Kunden erschlossen werden. Diese Strategie soll künftig von einem geplanten Ausbau der Vertriebsmannschaft begleitet werden.

Mit dieser Strategie trifft die MPH AG auf ein Marktumfeld, welches insbesondere im Bereich der Generika und Parallelimporte von einem weiteren Wachstum geprägt sein dürfte. Vor dem Hintergrund der allgemein forcierten Einsparbemühungen der Krankenkassen sind dabei die Apotheken gesetzlich zur Abgabe der preisgünstigeren Arzneien verpflichtet. So müssen diese beispielsweise rund 5 % der Verkäufe durch EU-Importarzneimittel abdecken.



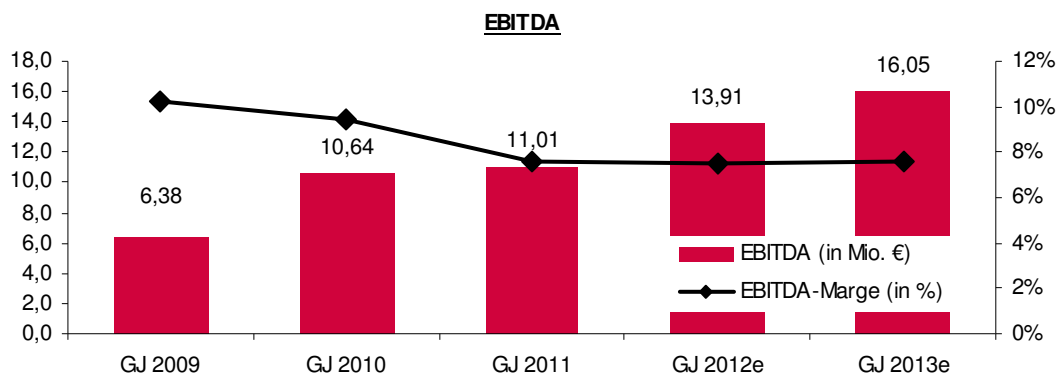
Quelle: GBC AG

Laut Unternehmensplanungen soll in den kommenden Geschäftsjahren ein weiteres Unternehmenswachstum erzielt werden. Angesichts der bisherigen Dynamik sind unsere Planungen, wonach wir in 2012e von einem starken Umsatzwachstum in Höhe von +27,0 % (184,80 Mio. €) sowie in 2013e in Höhe von +15,0 % (212,52 Mio. €) ausgehen, als realistisch einzustufen. Die Investitionen in den Ausbau von Kapazitäten dürften sich, wie schon in der Vergangenheit, in Grenzen halten.

Ergebnisprognosen - Solide Entwicklung der EBITDA-Margen erwartet

Wir gehen davon aus, dass die künftige Ertragsentwicklung der MPH AG weiterhin von der im Jahr 2010 umgesetzten Erhöhung der Herstellerzwangsrabatte beeinflusst sein wird. Zwar stehen die aktuellen Rabattsätze im Jahr 2013 auf dem Prüfstand, gemäß dem Vorsichtsprinzip gehen wir jedoch zunächst von keiner Absenkung aus. Unseren Annahmen zufolge dienen daher die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 erzielten Ergebnismargen als Basis für unsere langfristigen Planungen. Positive Effekte aus einer Umsatzverschiebung hin zum margenstarken Generikabereich oder aus einer verstärkten Adressierung von Nicht-EU-Ländern (keine Herstellerzwangsrabatte) lassen wir aus Vorsichtsgründen ebenfalls unberücksichtigt. Die von uns erwarteten EBITDA-Margen von 7,5 % (GJ 2012) sowie 7,6 % (GJ 2013) bewegen sich damit in etwa auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2011 (GJ 2011: 7,6 %).

Infolge des erwarteten Umsatzzanstieges dürfte somit das EBITDA auf 13,91 Mio. € (GJ 2012) respektive 16,05 Mio. € (GJ 2013) ansteigen.



Quelle: GBC AG

Bottom-Line erwarten wir, dass die Gesellschaft an ihrer Dividendenpolitik festhalten wird. Bei einem prognostizierten EPS (Ergebnis je Aktie) von 0,24 € (GJ 2012) respektive 0,26 € (GJ 2013) beläuft sich die erwartete Dividende auf 0,20 € (GJ 2012) sowie 0,20 € (GJ 2013). Diese Annahmen bauen dabei auf eine durch die Sachkapitalerhöhung resultierende höhere Aktienzahl von 41,167 Mio. Aktien, auf.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die MPH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 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 7,6 % 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 2,00 % (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 1,4143.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,78 % (bisher: 10,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,54 % (bisher: 10,49 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,54 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 4,20 €**. In dem somit ermittelten Kursziel ist zudem auch der aus der Sachkapitalerhöhung erfolgte Zugang der Windsor-Anteile (Kurs je Windsor-Anteil: 1,49 €) mit einem Wert von 7,45 Mio. € berücksichtigt. Das aktuelle Kursziel berücksichtigt somit eine gegenüber der letzten Studie um 3,12 Mio. Aktien höhere Aktienzahl.

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 | 7,6% | ewige EBITA - Marge | 7,4% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 20,8% | effektive Steuerquote im Endwert | 25,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 12,7% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in TEUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|--|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | |
| Umsatz (US) | 184,80 | 212,52 | 223,14 | 234,30 | 246,02 | 258,32 | 271,23 | 284,79 | |
| <i>US Veränderung</i> | 27,0% | 15,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 3,0% |
| <i>US zu operativen Anlagevermögen</i> | 80,35 | 85,01 | 85,82 | 85,82 | 85,82 | 85,82 | 85,82 | 85,82 | |
| EBITDA | 13,91 | 16,04 | 16,85 | 17,69 | 18,57 | 19,50 | 20,48 | 21,50 | |
| <i>EBITDA-Marge</i> | 7,5% | 7,5% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | 7,6% | |
| EBITA | 13,44 | 15,52 | 16,33 | 17,15 | 18,01 | 18,91 | 19,85 | 20,84 | |
| <i>EBITA-Marge</i> | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 7,3% | 7,4% |
| Steuern auf EBITA | -2,69 | -3,88 | -4,08 | -4,29 | -4,50 | -4,73 | -4,96 | -5,21 | |
| <i>zu EBITA</i> | 20,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |
| EBI (NOPLAT) | 10,75 | 11,64 | 12,25 | 12,86 | 13,50 | 14,18 | 14,89 | 15,63 | |
| Kapitalrendite | 45,2% | 44,3% | 41,5% | 41,6% | 41,6% | 41,6% | 41,6% | 41,6% | 41,0% |
| Working Capital (WC) | 24,00 | 27,00 | 28,34 | 29,76 | 31,24 | 32,81 | 34,45 | 36,17 | |
| <i>WC zu Umsatz</i> | 13,0% | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% | 12,7% | |
| <i>Investitionen in WC</i> | -1,86 | -3,00 | -1,34 | -1,42 | -1,49 | -1,56 | -1,64 | -1,72 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 2,30 | 2,50 | 2,60 | 2,73 | 2,87 | 3,01 | 3,16 | 3,32 | |
| <i>AFA auf OAV</i> | -0,47 | -0,52 | -0,52 | -0,54 | -0,57 | -0,60 | -0,63 | -0,66 | |
| <i>AFA zu OAV</i> | 20,4% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | 20,8% | |
| <i>Investitionen in OAV</i> | -1,11 | -0,72 | -0,62 | -0,67 | -0,70 | -0,74 | -0,78 | -0,82 | |
| Investiertes Kapital | 26,30 | 29,50 | 30,94 | 32,49 | 34,11 | 35,82 | 37,61 | 39,49 | |
| EBITDA | 13,91 | 16,04 | 16,85 | 17,69 | 18,57 | 19,50 | 20,48 | 21,50 | |
| Steuern auf EBITA | -2,69 | -3,88 | -4,08 | -4,29 | -4,50 | -4,73 | -4,96 | -5,21 | |
| Investitionen gesamt | -2,96 | -3,72 | -1,96 | -2,09 | -2,19 | -2,30 | -2,42 | -2,54 | |
| <i>Investitionen in OAV</i> | -1,11 | -0,72 | -0,62 | -0,67 | -0,70 | -0,74 | -0,78 | -0,82 | |
| <i>Investitionen in WC</i> | -1,86 | -3,00 | -1,34 | -1,42 | -1,49 | -1,56 | -1,64 | -1,72 | |
| <i>Investitionen in Goodwill</i> | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 8,26 | 8,44 | 10,81 | 11,31 | 11,88 | 12,47 | 13,10 | 13,75 | 228,98 |

| | | |
|-------------------------------------|-------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 177,29 | 185,76 |
| <i>Barwert expliziter FCFs</i> | 56,32 | 53,26 |
| <i>Barwert des Continuing Value</i> | 120,96 | 132,51 |
| Nettoschulden (Net debt) | 4,59 | 5,58 |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 172,70 | 180,19 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 172,70 | 180,19 |
| Ausstehende Aktien in Tsd. | 41,167 | 41,167 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 4,20 | 4,38 |

Kapitalkostenermittlung :

| | |
|---------------------------|-------|
| <i>risikolose Rendite</i> | 2,0% |
| <i>Marktrisikoprämie</i> | 5,5% |
| <i>Beta</i> | 1,41 |
| Eigenkapitalkosten | 9,8% |
| <i>Zielgewichtung</i> | 95,0% |
| Fremdkapitalkosten | 6,8% |
| <i>Zielgewichtung</i> | 5,0% |
| Taxshield | 25,0% |

WACC **9,5%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|------|-------------|-------|-------|
| | 7,5% | 8,5% | 9,5% | 10,5% | 11,5% |
| 35,0% | 5,31 | 4,37 | 3,73 | 3,27 | 2,93 |
| 38,0% | 5,69 | 4,66 | 3,96 | 3,46 | 3,08 |
| 41,0% | 6,07 | 4,96 | 4,20 | 3,65 | 3,24 |
| 44,0% | 6,45 | 5,25 | 4,43 | 3,84 | 3,40 |
| 47,0% | 6,83 | 5,54 | 4,66 | 4,03 | 3,55 |

Fazit

Geschäftsjahr 2011 trotz Zwangsrabatt solide, Starkes Wachstum in 2012 erwartet

Mit der aktuellen Meldung zum Erwerb von 52 % an der Windsor AG, kombiniert mit einem anhaltenden Wachstumstrend im angestammten Pharmabereich, dürfte die MPH Mittelständische Pharma Holding AG (MPH AG) in neue Umsatz- und Ergebnisregionen vorstoßen. Neben den Konsolidierungseffekten, welche erstmalig im Rahmen der Halbjahresberichterstattung für das laufende Geschäftsjahr 2012 sichtbar werden dürften, erwartet die Gesellschaft auch hohe Synergieeffekte. Hauptsächlich sollen sich diese durch den Erwerb der Windsor-Pharmatochter Simgen GmbH einstellen, denn die MPH AG plant über deren Vertriebskanäle auch die Adressierung von Kunden in Nicht-EU-Ländern. Besonders von Vorteil dürfte diese regionale Ausweitung sein, da außerhalb der EU keine Herstellerzwangsrabatte existieren.

Die Herstellerzwangsrabatte hatten dabei einen wesentlichen Einfluss auf die Ergebnissituation des abgelaufenen Geschäftsjahres 2011. Zwar konnte die MPH AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +29,5 % auf 145,52 Mio. € (GJ 2010: 112,41 Mio. €) erwartungsgemäß die starke Umsatzdynamik fortsetzen, die Kostenentwicklung gestaltete sich jedoch andererseits überproportional. Vor dem Hintergrund der im August 2010 umgesetzten Erhöhung der Herstellerzwangsrabatte von 6 % auf 16 % und der somit erstmaligen ganzjährigen Auswirkung auf das operative Geschäft der MPH AG, kletterten die Materialaufwendungen um +34,5 % auf 128,67 Mio. € (GJ 2010: 95,70 Mio. €) signifikant an.

Auf Ebene des operativen Ergebnisses lassen sich die Auswirkungen aus den regulatorischen Maßnahmen ersehen. Bei einer auf 7,6 % (GJ 2010: 9,5 %) rückläufigen EBITDA-Marge, konnte das EBITDA aufgrund der ausgeweiteten Umsatzbasis nominell auf 11,01 Mio. € (GJ 2010: 10,64 Mio. €) zwar nur leicht ansteigen, vor dem Hintergrund des erfolgten starken regulatorischen Eingriffs ist das Ergebnis aber als Erfolg zu werten. Das nun erreichte Niveau erachten wir als nachhaltig erreichbare Größenordnung an, zumal die Gesellschaft auch durch den Umsatzmix aktiv Einfluss auf die Ergebnisentwicklung nehmen kann.

Aus Vorsichtsgründen haben wir das Margen-Niveau des abgelaufenen Geschäftsjahres 2011 für die kommenden Geschäftsjahre konservativ fortgeschrieben. Gleichzeitig haben wir die Prognosen für die Jahre 2012 und 2013 zunächst lediglich auf Basis der MPH AG, also auf Stand-Alone-Basis vorgenommen. Den Zugang der Windsor-Anteile haben wir im DCF-Modell als Anstieg des Finanzvermögens berücksichtigt. Eine Vollkonsolidierung unserer Prognosen werden wir nach Veröffentlichung der vollkonsolidierten Halbjahreszahlen vornehmen.

Die Gesellschaft erwartet für die kommenden Geschäftsjahre eine anhaltend hohe Umsatzdynamik. Diese begründet sich einerseits in einer geplanten Ausweitung des Produkt- und Kundenportfolios und einer damit zusammenhängenden Forcierung der Vertriebsaktivitäten. Andererseits dürfte die MPH AG auch weiterhin von einem attraktiven, von Kosteneinsparmaßnahmen geprägten Marktumfeld profitieren. Mit erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 184,80 Mio. € (GJ 2012) sowie 212,52 Mio. € (GJ 2013) gehen wir vorsichtig aufgrund des Basiseffekts von einer abnehmenden Umsatzdynamik aus. Bei gleichbleibenden EBITDA-Margen-Niveaus dürfte die MPH AG im laufenden Geschäftsjahr 2012 ein EBITDA in Höhe von 13,91 Mio. € sowie in 2013 in Höhe von 16,05 Mio. € erzielen.

Bottom-Line erwarten wir, dass die Gesellschaft an ihrer Dividendenpolitik festhalten wird. Bei einem prognostizierten EPS (Ergebnis je Aktie) von 0,24 € (GJ 2012) respektive 0,26 € (GJ 2013) beläuft sich die erwartete Dividende auf 0,20 € (GJ 2012) sowie 0,20 € (GJ 2013). Diese Annahmen bauen dabei auf eine durch die Sachkapitalerhöhung resultierende höhere Aktienzahl von 41,167 Mio. Aktien auf.

Gemäß DCF-Modell haben wir ein 2012er Kursziel von 4,20 € je Aktie ermittelt. Damit weist die Bewertung noch immer ein starkes Aufwärtspotenzial auf. Deshalb bestätigen wir das Rating KAUFEN und sehen die MPH Mittelständische Pharmaholding AG als attraktives Investment an.

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