



Researchstudie (Update)



**„Nach sehr guten Halbjahreszahlen 2012 Kursziel erhöht;
Beschleunigung des Wachstums durch Windsor-
Übernahme erreicht“**

Kursziel: 4,70 €

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: 4,70

aktueller Kurs / VZ: 2,50

10.9.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl³/VZ: 19,025

Aktienanzahl³/ST: 22,142

Marketcap³: 102,92

EnterpriseValue³: 114,76

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/VZ: 56,2 %

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 IV

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

Fokus: Beschaffung, Herstellung und
Lizensierung pharmazeutischer Produkte

Mitarbeiter: 121 Stand: 30.6.2012

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG (MPH AG) ist eine börsennotierte Führungsholding, die sich strategisch auf die Segmente Pharma und Healthcare konzentriert. Das Segment Pharma besteht aus dem Bestandsgeschäft der HAEMATO PHARM AG. Die HAEMATO PHARM AG konzentriert sich auf die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf. Im neuen Segment Healthcare ist das Veterinär-Bestandsgeschäft der HAEMATO Vet GmbH sowie das neue Geschäft der Healthcare Solutions GmbH (Beratungsleistungen für Apotheken) und der Nutri Care GmbH (Beratungsleistungen für Themen der Ernährung) organisiert. Aus der Beteiligung an Windsor AG sind hier ferner die Simgen GmbH (Generika und Auslandsgeschäft) und Pharmigon GmbH (Herstellung von patientenindividuellen Medikationen) enthalten. In der Projektierung im Bereich der Windsor AG befindet sich der Bereich Gesundheitsimmobilien.

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	200,62	230,71
EBITDA	10,64	11,01	20,69	20,02
EBIT	10,40	10,64	19,99	18,22
Jahresüberschuss	9,13	8,64	13,10	11,75

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,24	0,23	0,32	0,29
Dividende je VZ Aktie	0,20	0,20	0,25	0,25

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,02	0,79	0,57	0,50
EV/EBITDA	10,79	10,42	5,55	5,73
EV/EBIT	11,03	10,79	5,74	6,30
KGV	11,27	11,91	7,86	8,76
KBV		2,06		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

26.09.2012: 2. ZKK - Zürcher
Kapitalmarkt Konferenz

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

22.5.2012: RS / 4,20 / KAUFEN

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

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

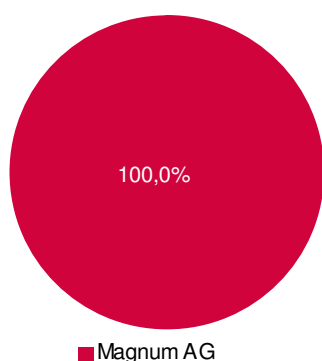
Aktionärsstruktur

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

Quelle: MPH AG; GBC AG; Stand 30.06.2012

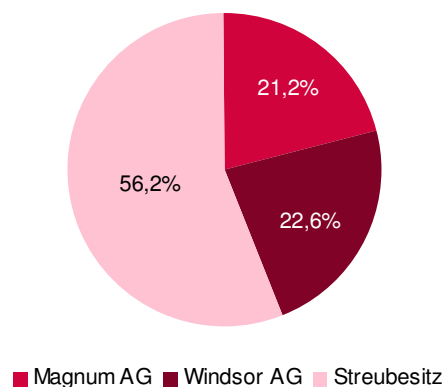
Vorzugsaktien	
Anteilseigner	Anzahl in Mio. (Anteile)
Magnum AG	4,0 (21,2 %)
Windsor AG	4,3 (22,6 %)
Streubesitz	10,7 (56,2 %)
Summe	19,03 (100,0 %)

Aktionärsstruktur ST-Aktien

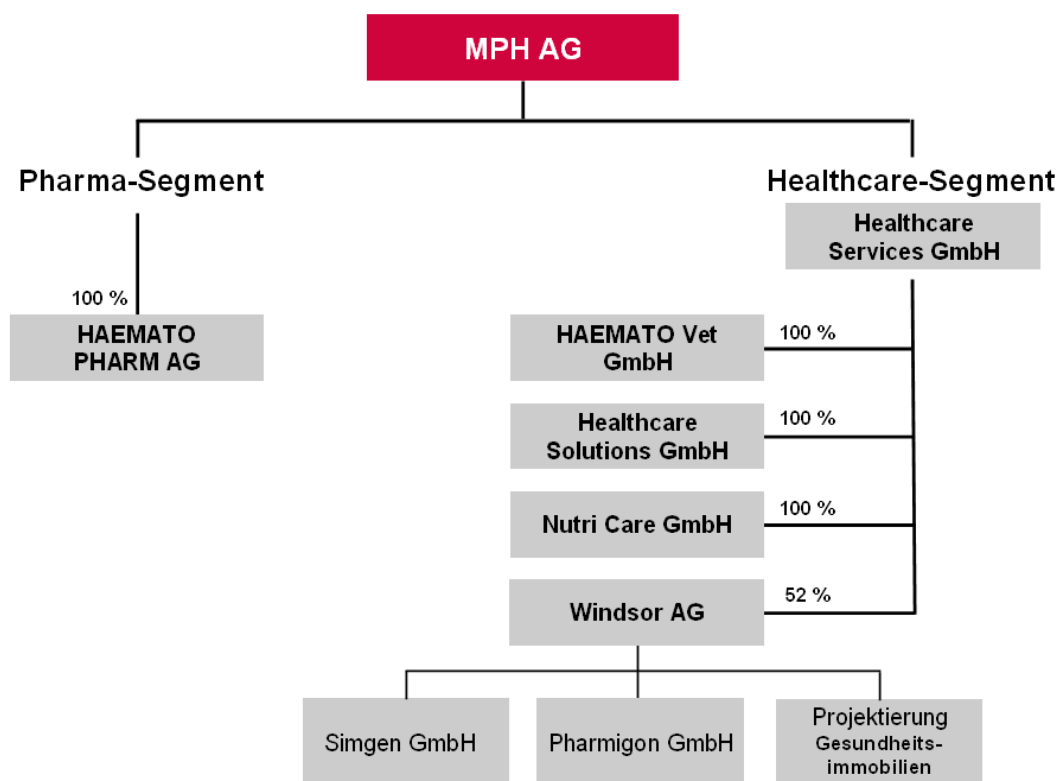


Quelle: MPH AG; GBC AG

Aktionärsstruktur VZ-Aktien



Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: MPH AG; GBC AG

Mit dem Erwerb von insgesamt 52 % an der Berliner Unternehmensgruppe Windsor AG (Mai 2012) hat die MPH Mittelständische Pharmaholding AG (MPH AG) ihre Geschäftsaktivitäten deutlich ausgeweitet. Gemäß Vorstandsansage erwartet die MPH AG speziell durch den dazugehörigen Erwerb der Windsor-Pharmabeteiligungen Simgen GmbH und Pharmigon GmbH 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. Gleichzeitig wird mit der Integration des Lohnherstellers **Pharmigon GmbH** eine vertikale Ausweitung der Wertschöpfung realisiert.

Der Immobilienbereich der Windsor AG, welcher ebenfalls in den Konsolidierungskreis der MPH AG voll einbezogen wird, soll zunächst weiter entwickelt werden. Hieraus profitierte die MPH AG bereits im laufenden Geschäftsjahr, insbesondere durch die Veräußerung von zwei Immobilienprojekten, welche seit der Konsolidierung der Windsor AG hohe Umsatz- und Ergebnisbeiträge geleistet haben. Künftig sollen weitere Projektentwicklungen im Bereich der Gesundheitsimmobilien vorangetrieben werden.

Neugestaltung der MPH in die 2 Segmente „Healthcare“ und „Pharma“

Bereich „Healthcare“

Die neu erworbenen Tochtergesellschaften werden unter dem Segment „Healthcare“ zusammengefasst. Flankierend dazu hat die MPH AG in der abgelaufenen Berichtsperiode mit der Gründung der **Healthcare Solutions GmbH** und **Nutri Care GmbH** zwei neue Tochtergesellschaften in diesem Segment gegründet. Gemäß Unternehmensstrategie sollen die zwei neuen Töchter sowohl für das Bestandsgeschäft (HAEMATO PHARM AG) als auch für die Windsor-Tochter (Simgen GmbH) unter anderem auch als Vertriebskanal zur Absatzerhöhung der Produkte dienen. Die Healthcare Solutions GmbH adressiert speziell für den Bereich der Augenheilkunde Apotheken und bietet darüber hinaus Beratungsdienstleistungen für Apotheken an. Nutri Care GmbH bietet Ärzten Beratungsdienstleistungen bei Ernährungsthemen an.

Komplettiert wird der Healthcare-Bereich durch das bisherige Bestandsgeschäft im Veterinärbereich, welches in der **HAEMATO Vet GmbH** gebündelt ist.

Bereich „Pharma“

Mit der Konzentration auf Parallelimporte und Generika in den Indikationsbereichen Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf-Erkrankungen ist das bisherige Bestandsgeschäft der Tochtergesellschaft **HAEMATO PHARM AG** dem Pharma-Segment zugeordnet. Zwar weist hier die Gesellschaft weiterhin hohe Umsatzwachstumsraten auf, aufgrund der Anhebung der gesetzlichen Herstellerzwangsrabatte leidet dieser Bereich an einem Rückgang der Ergebnisrelationen. Laut Unternehmensangaben wurde dieser Umstand zum Anlass genommen, um die beschriebene Ausweitung durch eine sowohl vertikale als auch horizontale Integration neuer Tochtergesellschaften zu realisieren.

Management

Vorstand

Patrick Brenske

Herr Brenske erwarb sein betriebswirtschaftliches Know-how durch ein Studium an der American University, Washington D.C., und an der Frankfurt School of Finance, das er mit einem Master abschloss. Seine Erfahrungen im Pharmabereich sammelte er als Leiter der Bereiche Einkauf und Verkauf der HAEMATO PHARM AG, für die er seit 2007 verantwortlich ist. Herr Brenske ist seit Gründung im Jahr 2009 Vorstand der MPH Mittelständische Pharma Holding AG und für das operative Geschäft der MPH verantwortlich.

Dr. Christian Pahl

Dr. Pahl wurde am 17.05.2010 zum Vorstand der MPH Mittelständische Pharma Holding AG bestellt. Er verantwortet das Ressort Finanzen der MPH. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre und Promotion in Finanzwissenschaft begann Herr Dr. Pahl seine berufliche Laufbahn bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Arthur Andersen in Hamburg. Vor dem Eintritt in die MPH bekleidete Herr Dr. Pahl CFO Positionen bei mittelständischen Unternehmensgruppen in den Bereichen Halbleiterentwicklung, elektrische Haushaltsgeräte und Telekommunikation.

Aufsichtsrat

Andrea Grosse

Frau Grosse wurde 1965 in Nürnberg geboren und ist seit dem 01.03.2010 als Vorsitzende des Aufsichtsrates der MPH tätig. Nach dem Studium der Rechtswissenschaften an der LMU München und der Referendarzeit in München und London begann Frau Grosse ihre berufliche Laufbahn 1995 als Rechtsanwältin in München. Seit 2001 ist sie als Rechtsanwältin in einer überregionalen Wirtschaftskanzlei mit Sitz in München und Berlin tätig.

Dr. med. Marion Braun

Frau Dr. med. Braun wurde 1953 in Heidelberg geboren und ist seit dem 29.06.2010 Mitglied des Aufsichtsrates der MPH. Nach dem Studium der Humanmedizin in Heidelberg und Rom mit Weiterbildung zur Fachärztin für Innere Medizin am Klinikum Heidelberg praktiziert Frau Dr. Braun als Internistin mit Schwerpunkt Diabetologie in eigener Praxis in Schlüchtern seit 1993. Frau Dr. Braun ist Vorstandsmitglied in der eG der Diabetologen Hessen und in der hessischen Fachgesellschaft Diabetologie (HFD) sowie Mitglied des beratenden Fachausschusses der Kassen- ärztlichen Vereinigung Hessen.

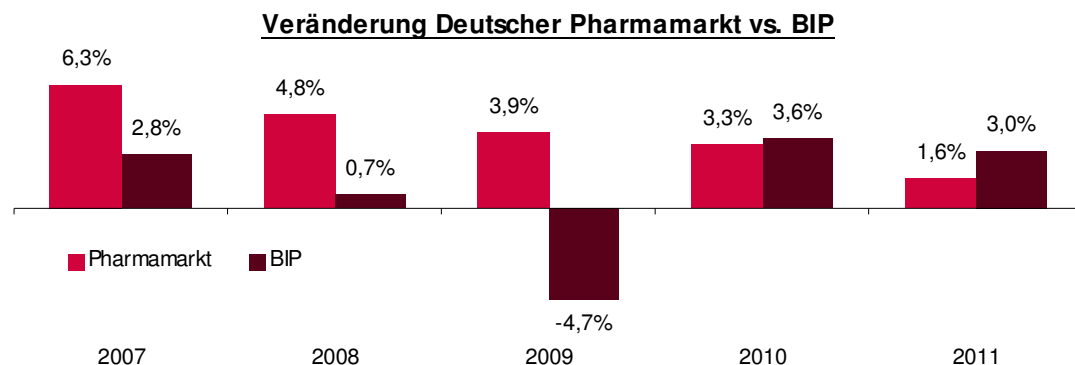
Prof. Dr. Dr. Sabine Meck

Frau Prof. Dr. Dr. Meck wurde 1955 in Hattingen geboren. Sie ist seit dem 11.06.2009 Mitglied des Aufsichtsrats der MPH Mittelständischen Pharma Holding AG und seit dem 29.06.2010 die stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende. Nach dem Studium der Sozialwissenschaften, Psychologie, Sportwissenschaft und Slawistik promovierte sie 1985 und 1999 zum Dr. rer. soc. und Dr. phil. Frau Prof. Meck führt heute an der SMI Steinbeis-Hochschule Berlin einen Lehrstuhl für Finanzpsychologie und -soziologie und ist als Wissenschaftsjournalistin tätig.

Markt und Marktumfeld

Entwicklung Pharmamarkt - In 2011 durch AMNOG belastet

Der deutsche Pharmamarkt gilt als vergleichsweise konjunkturreäsent 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.

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2012 - Starkes Wachstum bei Umsatz und Ergebnis

in Mio. €	1.HJ 2011	Δ 2011/2012	1.HJ 2012
Umsatzerlöse	70,27	+41,3 %	99,30
EBITDA (Marge)	6,53 (9,3 %)	+68,4 %	11,00 (11,1 %)
EBIT (Marge)	6,12 (8,7 %)	+74,2 %	10,65 (10,8 %)
Periodenüberschuss vor Minderheiten	5,03	+93,4 %	9,74
Periodenüberschuss nach Minderheiten	5,03	+38,4 %	6,67
EPS in € (nach Minderheiten)	0,13	+38,4 %	0,17

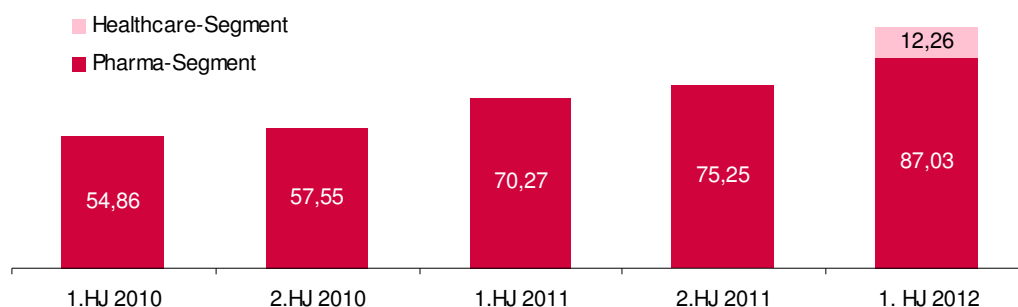
Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Pharma weiter dynamisch; Healthcare mit ersten Umsätzen

Die veröffentlichten Halbjahreszahlen der MPH AG sind besonders vor dem Hintergrund des erstmaligen Einbezugs der im Mai 2012 erworbenen Tochtergesellschaft Windsor AG mit den Vorjahreswerten nur eingeschränkt vergleichbar. Um eine bessere Vergleichbarkeit zu erreichen, haben wir im Folgenden die veröffentlichten Halbjahreszahlen 2012 der Windsor AG mit einbezogen. Zwar ist die Vollkonsolidierung erst im Mai des laufenden Geschäftsjahres 2012 erfolgt, aufgrund der Tatsache jedoch, dass die Windsor AG den wesentlichen Teil ihrer Umsätze und Ergebnisse erst nach diesem Zeitpunkt erwirtschaftet hat, gibt unsere Vorgehensweise ein realistisches Bild ab.

Gemäß Unternehmensstrategie wird der MPH-Konzern eine künftige nach den Segmenten „Pharma“ und „Healthcare“ getrennte Berichterstattung vornehmen. Das bisherige Bestandsgeschäft der HAEMATO PHARM AG findet sich im Pharma-Segment wieder und die neu hinzugekommenen Tochtergesellschaften Healthcare Solutions GmbH, Nutri Care GmbH sowie das Windsor-Geschäft sind im Healthcare-Bereich gebündelt. Gemäß Segmentberichterstattung belief sich das Umsatzniveau im Pharmabereich auf 87,03 Mio. € (HAEMATO PHARM AG). Dies lässt sich gut mit den Vorjahreswert der MPH AG vergleichen, welcher bei 70,27 Mio. € lag und damit erzielte die MPH AG ein organisches Wachstum von +23,9 %.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

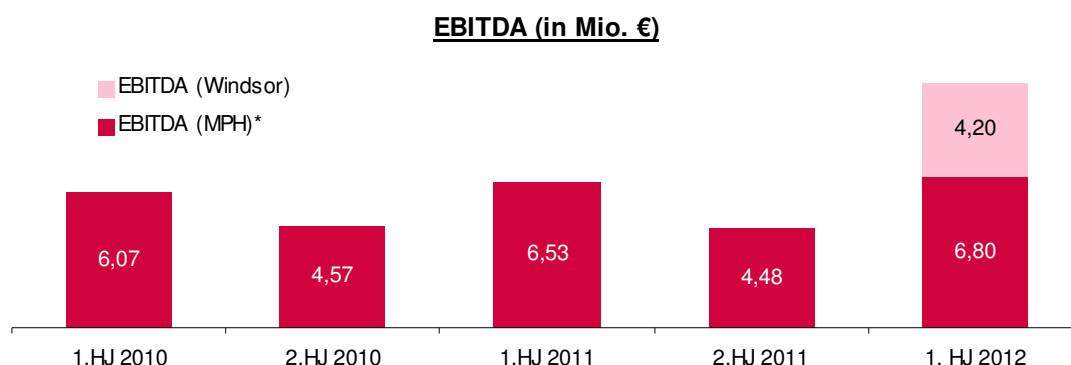
Auch organisch konnte die MPH AG somit ihre bisherige Wachstumsdynamik fortsetzen. Auch in der abgelaufenen Berichtsperiode lieferte die Basis für diese Entwicklung eine hohe Anzahl an Generikazulassungen (12) sowie an Parallelimportlizenzen (über 500). Weiterhin profitierte die Gesellschaft von den Einsparbemühungen in der Gesundheitsbranche, welche sich besonders auf patentfreie Medikamente (Generika) sowie patentgeschützte Parallelimporte positiv auswirken.

Flankierend hierzu erzielte der MPH-Konzern laut Segmentberichterstattung anorganische Umsätze im Rahmen der Windsor-Akquisition in Höhe von 12,26 Mio. €. Laut Halbjahresbericht der Windsor AG belief sich das Umsatzniveau bei 9,39 Mio. €, wobei die Pharmatöchter Simgen GmbH und Pharmigon GmbH mit 6,43 Mio. € einen hohen Umsatzanteil vorweisen. Die Diskrepanz zwischen Windsor-Halbjahresbericht und MPH-Segmentberichterstattung erklärt sich insbesondere durch einen Share-Deal der Windsor-

Gruppe, der dort als Entkonsolidierungsertrag berücksichtigt war, bei der MPH-Gruppe jedoch als Umsatz gebucht wurde. Gemäß Unternehmensangaben entspricht dies den Forderungen des Wirtschaftsprüfers.

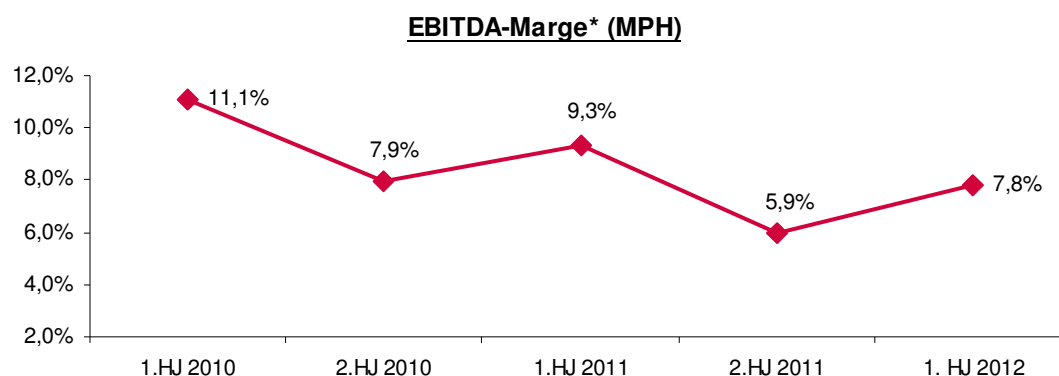
Ergebnisentwicklung - Signifikanter Anstieg im 1. Halbjahr 2012

Auf Basis des operativen Ergebnisses EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) konnte die MPH AG, analog zur Umsatzentwicklung, gegenüber dem Vorjahr einen signifikanten Anstieg vorweisen. Bei einem EBITDA von 11,00 Mio. € wurde der Vorjahreswert von 6,53 Mio. € deutlich übertroffen. Die entsprechende EBITDA-Marge kletterte ebenfalls auf einen überdurchschnittlich hohen Wert von 11,1 % (VJ: 9,3 %). Um eine bessere Vergleichbarkeit zu erreichen, haben wir eine Bereinigung um das von der Windsor AG kommunizierte EBITDA (auf Basis der Halbjahreszahlen 2012) in Höhe von 4,20 Mio. € vorgenommen. Das somit von uns ermittelte und als organisch klassifizierte EBITDA des „Altgeschäfts“ liegt damit bei 6,80 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr entspräche dies einem Wachstum von + 4,1 %.



Quelle: MPH AG; GBC AG; *GBC-Berechnung gemäß Eliminierung durch Windsor-EBITDA

Die gemäß unserer Bereinigung resultierende EBITDA-Marge des MPH-Altgeschäfts lag in den ersten sechs Monaten 2012 bei 7,8 % (VJ: 9,3 %). Hier wird der Umstand ersichtlich, wonach die MPH AG mit ihrem Geschäftsmodell stark vom regulatorischen Umfeld abhängt. Besondere Ergebnisbelastungen ergaben sich dabei aus der im Jahr 2010 umgesetzten Erhöhung der Herstellerzwangsrabatte von 6 % auf 16 %, welche sich für die MPH AG ertragsmindernd auswirkt. Die zuletzt rückläufige Entwicklung der EBITDA-Marge lässt sich damit gut erklären. Insgesamt konnte dennoch die MPH AG in den ersten sechs Monaten 2012 gegenüber dem zweiten Halbjahr 2011 aber wieder eine deutliche Verbesserung der Ergebnisrelationen erzielen. Neben einer schlanken Kostenstruktur kann das Unternehmen über den Umsatzmix (Generika zu Parallelimport) die Margensituation direkt steuern.



Quelle: MPH AG; GBC AG; *GBC-Berechnung auf Basis der Eliminierung des Windsor-EBITDA

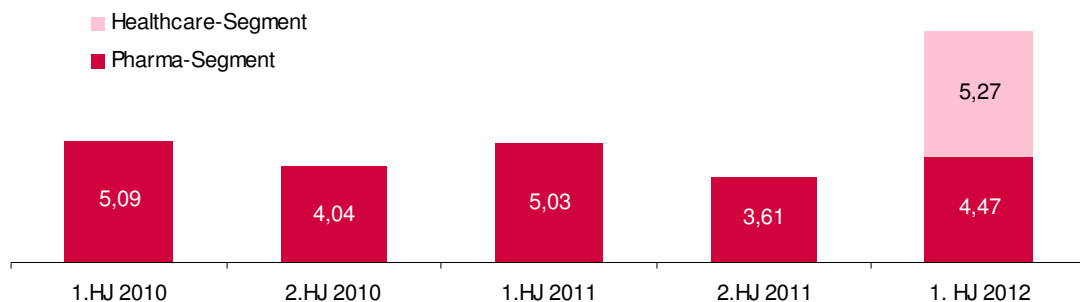
Der überwiegende Anteil des Windsor-EBITDA stammt aus der Veräußerung von Immobilien (Asset-Deal und Share-Deal). Hier handelt es sich um die Projektgesellschaften „22. Projektgesellschaft Mitte mbH, Berlin“ sowie um die „Projektgesellschaft Rungestraße 21 mbH, Berlin“.

Im Zuge einer zunehmenden Inanspruchnahme von Bankkrediten zur Wachstumsfinanzierung sind die Zinsaufwendungen im ersten Halbjahr 2012 gegenüber dem Vorjahr angestiegen. Dementsprechend minderte sich das Finanzergebnis von -0,31 Mio. € (1.HJ 10) auf -0,65 Mio. € (1.HJ 11).

Darüber hinaus ist die verhältnismäßig niedrige Steuerquote erwähnenswert. Bezogen auf das Vorsteuerergebnis von 10,01 Mio. € (VJ: 5,80 Mio. €) weist die MPH AG Steueraufwendungen in Höhe von -0,27 Mio. € (VJ: -0,77 Mio. €) aus. Dies entspricht einer niedrigen Steuerquote von 2,7 % (VJ: 13,3 %). Einerseits bewirkt hier ein auf Ebene des Windsor-Konzerns getätigter Share Deal (geringere Steuerbelastung) einen allgemeinen Rückgang der Steueraufwendungen. Gemäß Unternehmensangaben soll die prozentuale Steuerlast auf Konzernebene und Gesamtjahresbasis 2012 auf dem Niveau des Vorjahres ausfallen. Die zum 30.06.2012 gebildeten latenten Steuerverbindlichkeiten in Höhe von 1,19 Mio. € sollen dabei zum Jahresende 2012 größtenteils aufgelöst werden.

Auch auf Ebene des Periodenüberschusses (vor Minderheitenanteilen) hat die MPH AG die Segmentberichterstattung fortgeführt. Im Pharmabereich lag die erzielte Größenordnung von 4,47 Mio. € um -11,1 % unterhalb des vergleichbaren Vorjahresniveaus von 5,03 Mio. €. Parallel hierzu leistete das Healthcare-Segment (Windsor-Bereich) erstmalige Ergebnisbeiträge in Höhe von 5,27 Mio. €. Der gegenüber den Windsor-Halbjahreszahlen ersichtliche Unterschied (Periodenüberschuss lt. Windsor-Halbjahresbericht: 3,23 Mio. €) ist in erster Linie auf den Umstand zurückzuführen, dass die MPH AG eine erstmalige Konsolidierung im Mai 2012 vorgenommen hat. Seit diesem Zeitpunkt hat die Windsor AG deutlich positive Ergebnisbeiträge geleistet, die den negativen Periodenüberschuss des ersten Quartals mehr als ausgleichen konnten.

Nachsteuerergebnis vor Minderheiten (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die Beteiligungsquote der MPH AG an der Windsor AG beläuft sich derzeit auf 52 %. Dementsprechend fällt 48 % des Windsor-Gewinns den Minderheitsaktionären der Windsor AG zu. In der Berichtsperiode entsprach der den Minderheiten zustehende Anteil 2,78 Mio. €. Demzufolge beläuft sich der den Aktionären der MPH AG zustehende Periodenüberschuss insgesamt auf 6,97 Mio. € (VJ: 5,03 Mio. €).

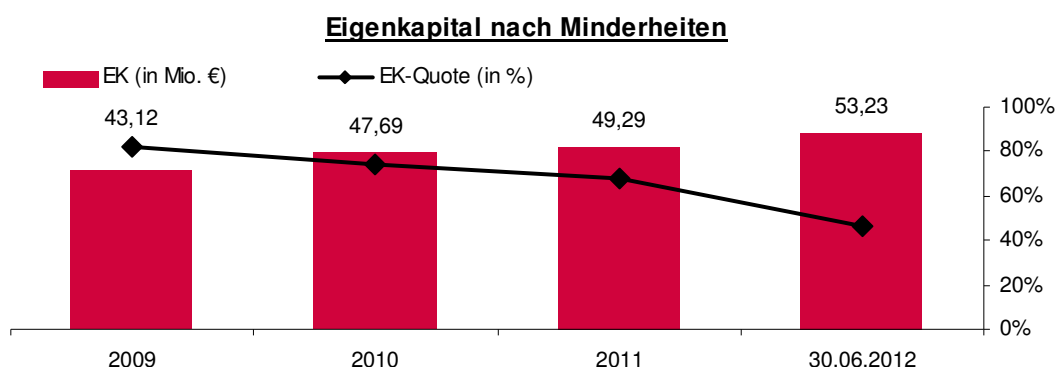
Bilanzielle Situation - Nach erstmaliger Windsor-Konsolidierung weiter solide

in Mio. €	31.12.2011	30.06.2012
Eigenkapital (EK-Quote)	49,29 (67,8 %)	68,48 (59,2 %)
Eigenkapital nach Minderheiten (EK-Quote)	48,29 (67,8 %)	53,23 (46,0 %)
Working Capital	22,14	34,05
Finanzverbindlichkeiten	17,84	32,50
Liquide Mittel	2,46	9,00
Bilanzsumme	67,80	115,63

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die Vermögenssituation war ebenfalls erheblich durch den im Mai 2012 erfolgten Einbezug der Windsor AG beeinflusst. Durch die Vollkonsolidierung der Windsor AG wird in erster Linie eine signifikante Ausweitung der Bilanzsumme von 67,80 Mio. € (31.12.11) auf 115,63 Mio. € (30.06.12) ersichtlich. Diese Ausweitung entspricht dabei weitestgehend der Windsor-Bilanzsumme, welche sich zum 30.06.12 auf 44,17 Mio. € beläuft.

Im Rahmen der bilanziellen Konsolidierung hat ebenfalls eine Ausweitung des Eigenkapitals auf 68,48 Mio. € (31.12.11: 49,29 Mio. €) stattgefunden. Dieser Anstieg reflektiert einerseits den in den ersten sechs Monaten erzielten Periodenüberschuss, sowie andererseits die im Juni erfolgte Dividendenauszahlung (7,61 Mio. €). Parallel hierzu wurde das Windsor-Eigenkapital auf die MPH-Werte verschmolzen. Zu berücksichtigen sind dabei die Minderheitenanteile für 48 % der Windsor-Anteile (15,25 Mio. €) sowie die von der Windsor AG gehaltenen MPH-Aktien, welche als eigene Anteile (-4,32 Mio. €) das MPH-Eigenkapital reduzieren. Gemessen an der Bilanzsumme weist die Gesellschaft eine EK-Quote (inkl. Minderheitenanteile) von 59,2 % (31.12.11: 67,8 %) auf. Ohne Minderheiten beläuft sich das Eigenkapital auf 53,23 Mio. € (EK-Quote: 46,0 %).



Quelle: MPH AG; GBC AG

Neben dem Eigenkapitalanstieg zeichnet sich auch eine Zunahme des Fremdkapitals für die Bilanzsummenausweitung verantwortlich. Die MPH AG verzeichnete dabei hauptsächlich im Bereich der zinstragenden Verbindlichkeiten (Bankkredite, Anleihen) eine signifikante Zunahme auf 32,50 Mio. € (31.12.11: 17,84 Mio. €). Hier spielen sowohl Konsolidierungseffekte (Windsor-Anleihen zum 30.06.12: 5,24 Mio. €) aber auch die aktive Aufnahme von Bankkrediten zur Wachstumsfinanzierung durch die MPH AG eine wichtige Rolle.

Aktivseitig weiteten sich sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Vermögenswerte deutlich aus. Speziell das kurzfristige Vermögen war von einem Vorratsanstieg bei der HAEMATO PHARM AG auf 36,83 Mio. € (31.12.11: 17,27 Mio. €) geprägt. Flankierend hierzu weist die Gesellschaft durch die Windsor-Konsolidierung erstmalig sonstige kurzfristige finanzielle Vermögenswerte in Höhe von 8,75 Mio. € aus. Zum Großteil sind diese einer Immobilienveräußerung (Share-Deal) der Windsor AG zuzurechnen, für den der Zahlungseingang noch aussteht.

Im Zuge der Akquisition der Windsor-Töchter Simgen GmbH und Pharmigon GmbH erhöhte sich der Goodwill, welcher bisher alleine der MPH-Tochter HAEMATO PHARM AG zugeordnet war, von 37,32 Mio. € (31.12.11) auf 40,17 Mio. €.

Prognose & Modellannahmen - Anorganische Effekte verstärken Wachstumsdynamik

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e*	GJ 2012e	GJ 2013e*	GJ 2013e
Umsatzerlöse	145,52	184,80	200,62	212,52	230,71
EBITDA (Marge)	11,01 (7,6 %)	13,91 (7,6 %)	20,69 (10,3 %)	16,05 (7,6 %)	20,02 (8,7 %)
EBIT (Marge)	10,64 (7,3 %)	13,44 (7,3 %)	19,99 (10,0 %)	15,53 (7,3 %)	18,22 (7,9 %)
Jahresüberschuss	8,64	10,07	13,10	10,74	11,75
EPS	0,23	0,24	0,32	0,26	0,29

*alte Schätzungen auf Basis der MPH AG (Stand-alone-Schätzungen)

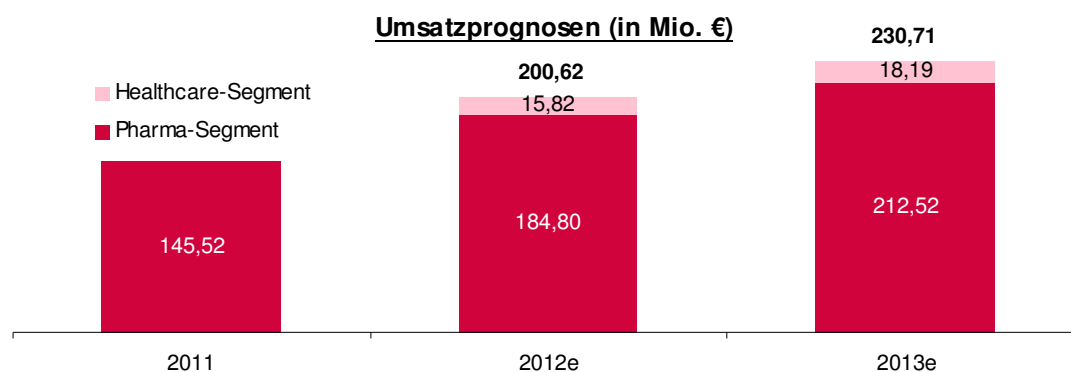
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Healthcare-Beitrag erhöht Umsatzprognosen deutlich

Gegenüber unserer letzten Researchstudie (vom 22.05.2012) haben wir die MPH-Prognosen nur um die zusätzlichen Potenziale aus der Windsor-Akquisition erweitert. Die Basis hierfür liefern unsere Prognosen für das bisherige Bestandsgeschäft der MPH AG (HAEMATO PHARM AG und HAEMATO Vet GmbH), welche wir vor dem Hintergrund unveränderter Prämissen gleich belassen haben. Im Pharmasegment erwarten wir vor dem Hintergrund eines attraktiven Marktumfeldes für Generikahersteller und Parallelimporteure eine unverändert hohe Umsatzdynamik. Bei einem gleichzeitigen Ausbau der Anzahl von Generikazulassungen und der Lizenzen für Parallelimporte erachten wir im Pharma-Bereich einen Umsatzanstieg auf 184,80 Mio. € (GJ 2012e) sowie auf 212,52 Mio. € (GJ 2013e) als realistisch.

Parallel dazu werden die Erträge der vollkonsolidierten Windsor AG, wie schon zum 30.06.2012, einen umsatz erhöhenden Effekt haben. Gemäß Halbjahresbericht der Windsor AG beliefen sich die Halbjahresumsätze auf 9,39 Mio. €. Allerdings beinhaltet diese Größenordnung positive Effekte aus dem Abverkauf von Immobiliengesellschaften, ein Umstand, welchen wir für das zweite Halbjahr 2012 nicht erwarten. Zwar beabsichtigt die MPH AG speziell im Bereich der Gesundheitsimmobilien die Entwicklung von Immobilien voranzutreiben, dies ist jedoch für uns derzeit nur schwer kalkulierbar. Daher beziehen wir in unseren Prognosen lediglich die Windsor-Pharmatöchter Simgen GmbH und Pharmigon GmbH ein. Im ersten Halbjahr 2012 beliefen sich die Umsätze dieser Töchter auf 6,43 Mio. €, eine Größenordnung, welche wir auch für das zweite Halbjahr 2012 als realistisch einzustufen. Zuzüglich der Immobilienerträge von 2,96 Mio. € dürften daher die Umsätze in Summe im Geschäftsjahr 2012 bei 200,62 Mio. € (HAEMATO; Pharmigon, Simgen + Immobilien) liegen.

Das anorganische Umsatzwachstum für das kommende Geschäftsjahr begründet sich gemäß unseren Planungen lediglich durch den Windsor-Pharmabereich. Angesichts der verstärkten Vertriebsbemühungen der neuen Konzernobergesellschaft erachten wir Umsatzniveaus von 18,19 Mio. € (2012e: 12,86 Mio. €) als realistisch. Auf Konzernbasis dürften daher die Umsätze im Geschäftsjahr 2013 auf 230,71 Mio. € zulegen.



Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen - Verbesserung der Ergebnismargen erwartet

Durch die Konsolidierung der neuen Tochtergesellschaften rechnet sich die MPH AG die Realisierung von Skaleneffekten im Pharmabereich aus, die sich primär auf die Ergebnissituation der Gesellschaft positiv niederschlagen sollte. Gleichzeitig dürften die Windsor-Töchter sowohl durch die höhere Wertschöpfungstiefe im Rahmen der Lohnherstellung (Pharmigon GmbH) als auch durch das Adressieren ausländischer Märkte, die nicht von Herstellerzwangsrabatten betroffen sind (Simgen GmbH), höhere Margenniveaus aufweisen. Diesem Umstand tragen wir in unseren Prognosen ab dem kommenden Geschäftsjahr 2013 Rechnung.

Ergebnisseitig wird das laufende Geschäftsjahr 2012 zunächst durch Sondereffekte in Verbindung mit der Veräußerung von Immobilien positiv beeinflusst sein. Gut erkennbar wird dies an der überdurchschnittlich hohen erwarteten EBITDA-Marge von 10,3 % (GJ 11: 7,6 %). Eine Normalisierung der EBITDA-Marge wird sich dann durch den Wegfall der Sondereffekte ab dem Geschäftsjahr 2013 einstellen. Hier rechnen wir mit einem EBITDA von 20,02 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 8,7 % entspricht. In unseren bisherigen Stand-Alone-Prognosen hatten wir in 2013 eine EBITDA-Marge von 7,6 % erwartet. Die Anhebung unserer Erwartungen spiegelt die angesprochene allgemeine Verbesserung der Ergebnissituation wider. Gleichzeitig dient diese Größenordnung unserem aktuellen DCF-Modell als langfristig erreichbare Zielgröße.

Wichtig ist es, dass künftig auf die Nachsteuerergebnisse der Windsor-Töchter in Höhe von 48 % Minderheitenanteile anfallen werden. Demzufolge wird das Nachsteuerergebnis auf Konzernebene naturgemäß nur unterproportional zum Umsatzanstieg zunehmen. Für das laufende Geschäftsjahr 2012 rechnen wir insgesamt mit einem Nachsteuerergebnis von 13,10 Mio. € (EPS: 0,32 €). Im kommenden Geschäftsjahr dürfte sich das Nachsteuerergebnis aufgrund wegfallender Verkaufserlöse auf 11,75 Mio. € (EPS: 0,29 €) normalisieren.

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 8,7 % 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: 2,00 %).

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 1,5429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,49 % (bisher: 9,78 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,92 % (bisher: 9,54 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,92 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 4,70 €**. 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. Der Anstieg gegenüber unserem bisherigen Kursziel (4,20 €) resultierte einerseits aus Roll-Over-Effekten, da das neue Kursziel auf Basis des Geschäftsjahresendes 2013 ausformuliert ist. Flankierend hierzu berücksichtigt unser Bewertungsmodell auch die zusätzlichen Potenziale im Rahmen der Vollkonsolidierung der Windsor-Tochtergesellschaften.

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	estimate		consistency						final
in TEUR	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	Endwert
Umsatz (US)	200,62	230,71	242,25	254,36	267,08	280,43	294,46	309,18	
US Veränderung	37,9%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	21,12	23,07	22,02	22,02	22,02	22,02	22,02	22,02	
EBITDA	20,69	20,02	21,08	22,13	23,24	24,40	25,62	26,90	
EBITDA-Marge	10,3%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	
EBITA	19,99	18,22	19,44	20,33	21,35	22,41	23,53	24,71	
EBITA-Marge	10,0%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Steuern auf EBITA	-3,00	-4,56	-4,86	-5,08	-5,34	-5,60	-5,88	-6,18	
zu EBITA	15,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	16,99	13,67	14,58	15,25	16,01	16,81	17,65	18,53	
Kapitalrendite	71,4%	37,4%	36,4%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,2%
Working Capital (WC)	27,00	30,00	31,49	33,07	34,72	36,46	38,28	40,19	
WC zu Umsatz	13,5%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
Investitionen in WC	-4,86	-3,00	-1,49	-1,57	-1,65	-1,74	-1,82	-1,91	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	9,50	10,00	11,00	11,55	12,13	12,73	13,37	14,04	
AFA auf OAV	-0,70	-1,80	-1,64	-1,80	-1,89	-1,98	-2,08	-2,19	
AFA zu OAV	7,4%	18,0%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	
Investitionen in OAV	-8,54	-2,30	-2,64	-2,35	-2,47	-2,59	-2,72	-2,86	
Investiertes Kapital	36,50	40,00	42,49	44,62	46,85	49,19	51,65	54,23	
EBITDA	20,69	20,02	21,08	22,13	23,24	24,40	25,62	26,90	
Steuern auf EBITA	-3,00	-4,56	-4,86	-5,08	-5,34	-5,60	-5,88	-6,18	
Investitionen gesamt	-13,39	-5,30	-4,13	-3,92	-4,12	-4,33	-4,54	-4,77	
Investitionen in OAV	-8,54	-2,30	-2,64	-2,35	-2,47	-2,59	-2,72	-2,86	
Investitionen in WC	-4,86	-3,00	-1,49	-1,57	-1,65	-1,74	-1,82	-1,91	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,29	10,17	12,09	13,12	13,78	14,47	15,19	15,95	252,57

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	194,65	203,80
Barwert expliziter FCFs	64,42	60,64
Barwert des Continuing Value	130,23	143,16
Nettoschulden (Net debt)	8,95	10,48
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	185,70	193,32
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	185,70	193,32
Ausstehende Aktien in Tsd.	41,167	41,167
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,51	4,70

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%

WACC **9,9%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	7,9%	8,9%	9,9%	10,9%	11,9%
29,2%	5,66	4,71	4,05	3,56	3,19
32,2%	6,17	5,11	4,37	3,83	3,41
35,2%	6,68	5,51	4,70	4,10	3,64
38,2%	7,19	5,91	5,02	4,36	3,87
41,2%	7,69	6,31	5,34	4,63	4,09

Fazit

Sehr gute HJ-Zahlen 2012; Windsor-Beteiligung beschleunigt Wachstum deutlich; Kursziel erhöht

Die MPH Mittelständische Pharmaholding AG hat im aktuell vorliegenden Halbjahresbericht 2012 erstmalig die im Mai 2012 erworbene Berliner Gesellschaft Windsor AG (aktueller Anteilsbesitz: 52 %) vollkonsolidiert. Sowohl in der Ertragslage als auch in der Vermögenslage haben sich dadurch erhebliche Unterschiede gegenüber der bisherigen Berichterstattung ergeben.

Die MPH AG hat die neu hinzugekommenen Windsor-Tochtergesellschaften, gemäß neuer Segmentierung, dem neuen Segment Healthcare zugeordnet. Gleichzeitig wurden mit Healthcare Solutions GmbH und Nutri Care GmbH zwei neue Gesellschaften für dieses Segment gegründet. Primär beabsichtigt die MPH AG Beratungsdienstleistungen für Apotheken und Ärzte anzubieten, was unseres Erachtens einen neuen vielversprechenden Vertriebskanal zum bisherigen Bestandsgeschäft darstellt. Im neuen Pharma-Segment ist der bisherige Hauptumsatzträger der MPH AG, die HAEMATO PHARM AG, gebündelt.

Die Tochter HAEMATO PHARM AG hat auch in der abgelaufenen Berichtsperiode mit 87,03 Mio. € (VJ: 70,27 Mio. €) unverändert den wesentlichen Umsatzbeitrag geleistet. Der gegenüber der Vorjahresperiode erzielte Umsatzzanstieg von +23,9 % reiht sich in die bisherige hohe Umsatzdynamik im Bereich von Generika und Parallelimporten ein. Weiterhin profitiert die Gesellschaft von einem attraktiven Marktumfeld, welches von Einsparbemühungen in der Gesundheitsbranche geprägt ist. Flankierend hierzu weist die MPH AG auch ein anorganisches Umsatzwachstum auf. Durch die Konsolidierung der Windsor AG, die nun vollständig dem Healthcare-Segment zugeordnet ist, lagen die Gesamtumsätze des ersten Halbjahres 2012 bei 99,30 Mio. €. Somit steuerte die Windsor AG sowohl durch die Pharmatochtergesellschaften als auch durch die Veräußerung von Immobilienprojekten Umsätze in Höhe von 12,26 Mio. € bei.

Das anorganische Umsatzwachstum bewirkte darüber hinaus einen signifikanten Anstieg des operativen Ergebnisses. Das EBITDA kletterte in Summe auf 11,00 Mio. € und übertraf damit den Vorjahreswert von 6,53 Mio. € deutlich um +68,4 %. Das organische EBITDA-Wachstum lag gemäß unseren Berechnungen bei +4,1 %. Somit lässt sich der wesentliche Teil des Ergebniswachstums durch anorganische Effekte, speziell durch die Veräußerung von Immobilienprojekten auf Windsor-Ebene, erklären. Das bisherige Bestandsgeschäft der MPH AG weist daher eine solide Margenentwicklung bei einer weiterhin dynamischen Umsatzentwicklung auf.

Darauf aufbauend haben wir unsere Prognosen für das laufende und kommende Geschäftsjahr ausformuliert. Auf Gesamtjahresbasis 2012 erwarten wir einen Umsatzzanstieg auf 200,62 Mio. €. Diese Umsatzerwartung entspricht unseren unveränderten Stand-Alone-Prognosen zuzüglich des Umsatzbeitrages der Windsor AG. Das gleiche Vorgehen haben wir auch für unsere Umsatzprognosen des kommenden Geschäftsjahres 2013 (230,71 Mio. €) angewendet. Auf Ebene des operativen Ergebnisses (EBITDA) haben wir eine Verbesserung der EBITDA-Marge eingerechnet. Diese berücksichtigt einerseits die erwarteten höheren Margenniveaus der Pharmagesellschaften der Windsor AG sowie andererseits mögliche Skaleneffekte. Die prognostizierte EBITDA-Marge für das kommende Geschäftsjahr 2013 in Höhe von 8,7 % (20,02 Mio. €) dient unserem DCF-Bewertungsmodell als langfristig erreichbare Zielgröße.

Im Rahmen des DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2013 einen fairen Wert je Aktie von 4,70 € ermittelt. Damit weist die Bewertung 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