



Researchstudie (Anno)



**„Erfolgreiches Geschäftsjahr 2012 erreicht;
Zuversicht auch für 2013“**

Kursziel: 4,70 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17ff

MPH Mittelständische Pharma Holding AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 4,70

aktueller Kurs / VZ: 3,50
27.5.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl³/VZ: 19,025

Aktienanzahl³/ST: 22,142

Marketcap³: 144,08

EnterpriseValue³: 158,48

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 19

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

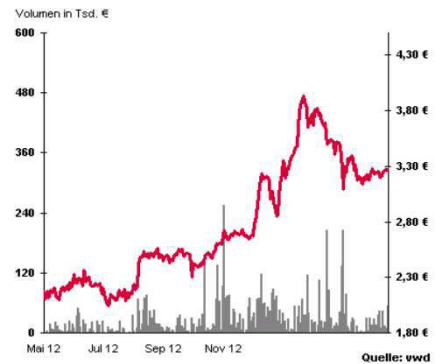
Fokus: Beschaffung, Herstellung und
Lizensierung pharmazeutischer Produkte

Mitarbeiter: 113 Stand: 31.12.2012

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG ist ein börsennotiertes Unternehmen, das sich strategisch auf Wachstumssegmente im Pharma- und Healthcaremarkt konzentriert. Das Segment Pharma besteht aus dem Geschäft der HAEMATO PHARM AG. Die HAEMATO PHARM AG konzentriert sich mit dem Angebot patentfreier und patentgeschützter Wirkstoffe auf die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf. Im Bereich der Therapien chronischer Krankheiten wird ein starkes Wachstum verzeichnet. Im Segment Healthcare ist das Veterinär-Geschäft der HAEMATO Vet GmbH sowie die Healthcare Solutions GmbH (Beratungsleistungen für Apotheken) und die 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. Die MPH-Gruppe konzentriert sich mit den Indikationsgebieten Onkologie, HIV, Rheuma, Neurologie und Herz-Kreislauf-Erkrankungen auf die Therapie chronischer Krankheiten, die in den kommenden Jahren weiter zunehmen werden.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013e | 31.12.2014e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 145,52 | 205,71 | 230,00 | 263,50 |
| EBITDA | 11,01 | 22,89 | 13,90 | 15,60 |
| EBIT | 10,64 | 21,88 | 12,60 | 14,25 |
| Jahresüberschuss | 8,64 | 14,71 | 6,61 | 7,56 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,21 | 0,36 | 0,16 | 0,18 |
| Dividende je VZ Aktie | 0,20 | 0,22 | 0,12 | 0,14 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 1,09 | 0,77 | 0,69 | 0,60 |
| EV/EBITDA | 14,39 | 6,92 | 11,40 | 10,16 |
| EV/EBIT | 14,89 | 7,24 | 12,58 | 11,12 |
| KGV | 16,68 | 9,80 | 21,81 | 19,05 |
| KBV | | 1,99 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis

28.06.2013: Hauptversammlung

30.08.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

3.4.2013: RS / 4,70 / KAUFEN

12.2.2013: RG / 4,70 / KAUFEN

16.11.2012: RS / 4,70 / KAUFEN

5.11.2012: RG / 4,70 / KAUFEN

10.9.2012: RS / 4,70 / 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..... | 3 |
| Geschäftssegmente/verkürzter Konsolidierungskreis..... | 3 |

Markt und Marktumfeld

| | |
|--|---|
| Entwicklung Pharmamarkt..... | 5 |
| Teilmärkte „Generika“ und „Parallelimporte“..... | 5 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|----|
| Zahlen im Überblick..... | 7 |
| Geschäftsentwicklung 2012..... | 8 |
| Umsatzentwicklung..... | 8 |
| Ergebnisentwicklung..... | 9 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 11 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 12 |
| Umsatzprognosen..... | 12 |
| Ergebnisprognosen..... | 13 |

Bewertung/ Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 14 |
| Modellannahmen..... | 14 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 14 |
| Bewertungsergebnis..... | 14 |
| Fazit | 16 |

Anhang

| | |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | 17 |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | 19 |

Unternehmen

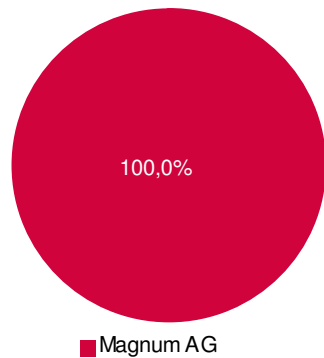
Aktionärsstruktur

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

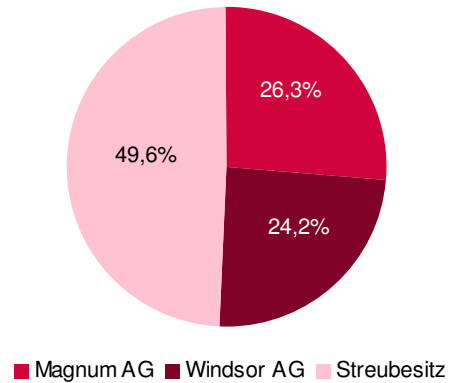
Quelle: MPH AG; GBC AG; Stand 21.05.2012

| 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 %) |

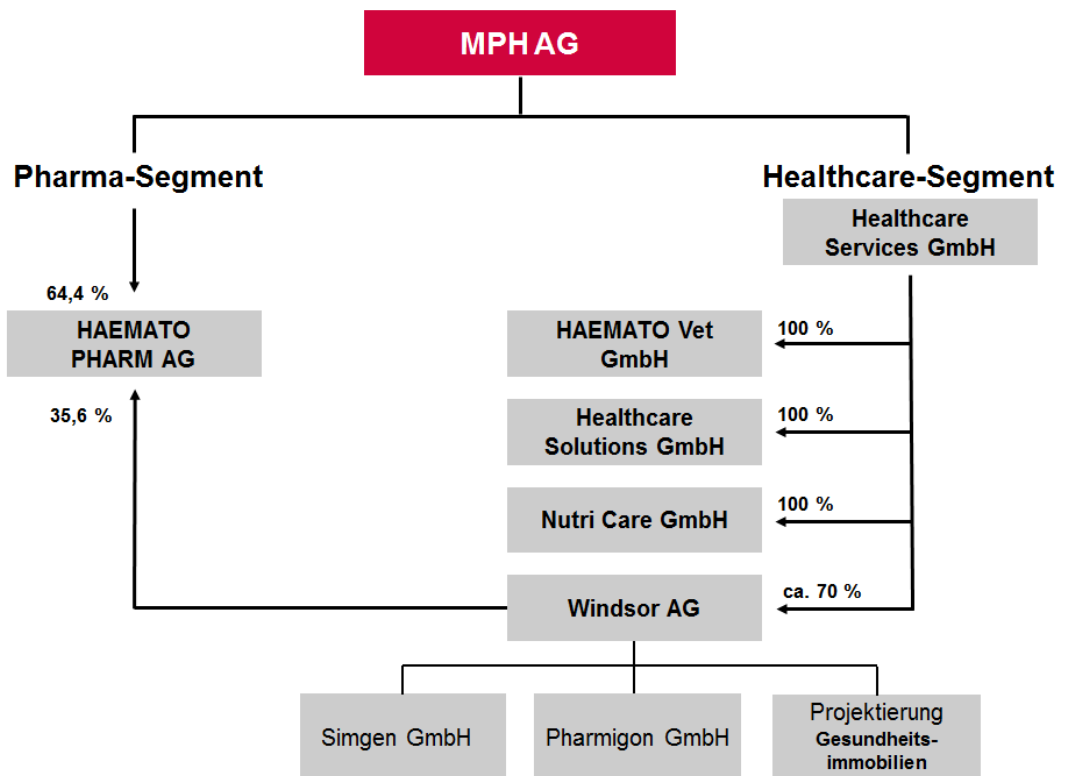
Aktionärsstruktur ST-Aktien



Aktionärsstruktur VZ-Aktien

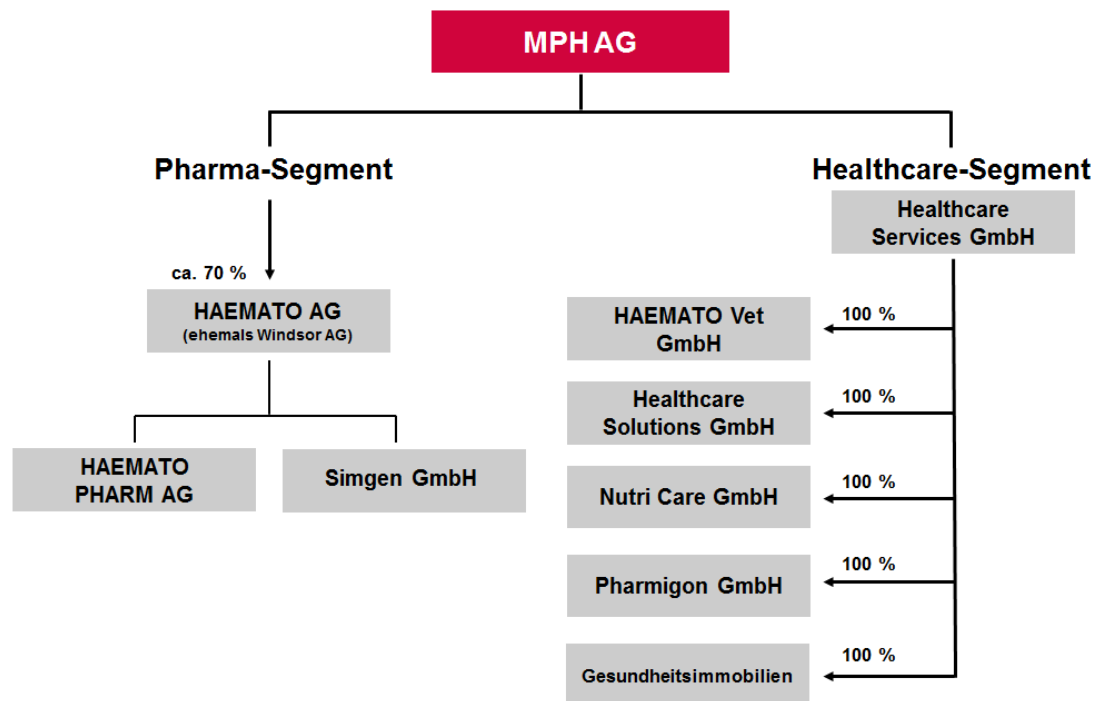


Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: MPH AG; GBC AG (Stand: 22.05.2013)

Die umseitig dargestellte Konzernstruktur der MPH AG ist lediglich als Momentaufnahme zu verstehen, welche kurzfristigen Änderungen unterliegen wird. Gemäß Unternehmensmeldung vom 02.04.2013 hat die Gesellschaft bereits den Verkauf von 35 % der Geschäftsanteile der HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG bekanntgegeben. Die Windsor AG hat den Kaufpreis mit eigenen Aktien (6,93 Mio. Stück) entrichtet, welche im Rahmen einer Kapitalerhöhung vollständig von der MPH AG gezeichnet wurden. Diese innerhalb des MPH-Konzernkreises vorgenommene Verschiebung ist als vorbereitende Maßnahme für eine stärkere Fokussierung der Geschäftsbereiche zu verstehen. Demnach sollen in den kommenden Monaten die restlichen 65 % der HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG verkauft werden, welche im Anschluss daran dann in HAEMATO AG umfirmiert werden soll. Die Konzernstruktur könnte nach Abschluss dieser Transaktion folgendermaßen aussehen:



Quelle: GBC AG

Gemäß dieser neuen Struktur würde der MPH-Konzern zunächst den gesamten **Pharmabereich** in der Tochtergesellschaft HAEMATO AG bündeln. Neben dem bisher größten Umsatzträger und Spezialisten für Generika und Parallelimporte würde der Pharmabereich zudem die ehemalige Windsor-Tochtergesellschaft Simgen GmbH umfassen. Dies ist insofern in sich konsistent, als dass die Simgen GmbH ein ähnliches Geschäftsmodell, allerdings mit einer stärkeren Ausrichtung auf ausländische Regionen, verfolgt.

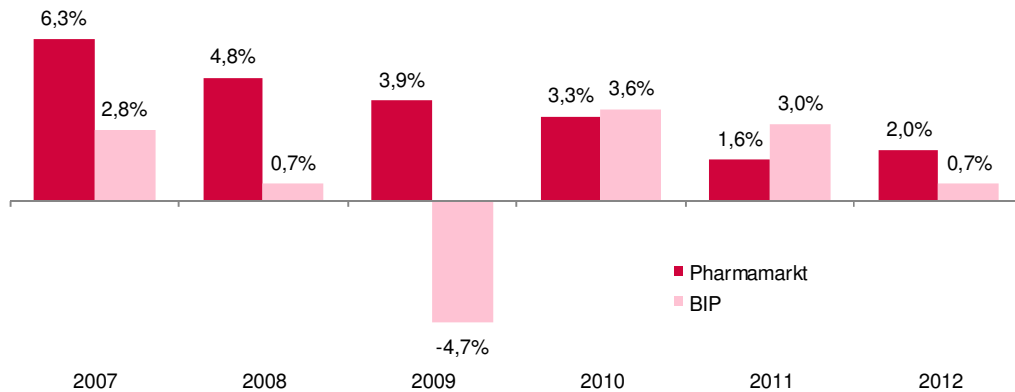
Das dann margenstärkere **Healthcare-Segment** umfasst die im Jahr 2012 gegründete Healthcare Services. In diesem Segment ist das Veterinär-Bestandsgeschäft der HAEMATO Vet GmbH sowie das neue Geschäft der Healthcare Solutions GmbH (Beratungsleistungen für Apotheken) und der Nutri Care GmbH (Beratungsleistungen für Themen der Ernährung) organisiert. Aus der Beteiligung der Windsor AG wäre gemäß neuer Unternehmensstruktur zudem die Pharmigon GmbH (Herstellung von patientenindividuellen Medikationen) enthalten.

Markt und Marktumfeld

Entwicklung Pharmamarkt - In 2011 durch AMNOG belastet

Der als vergleichsweise konjunkturreisistent geltende deutsche Pharmamarkt konnte im abgelaufenen Kalenderjahr 2012 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +2,0 % (VJ: +1,6 %) eine leichte Trendumkehr verzeichnen. Die von der Gesamtwirtschaft losgelöste Entwicklung lässt sich insbesondere anhand des Vergleiches zum BIP erkennen, dessen Wachstum mit +0,7 % (VJ: +3,0 %) niedriger ausgefallen ist.

Veränderung deutscher Pharmamarkt vs. BIP

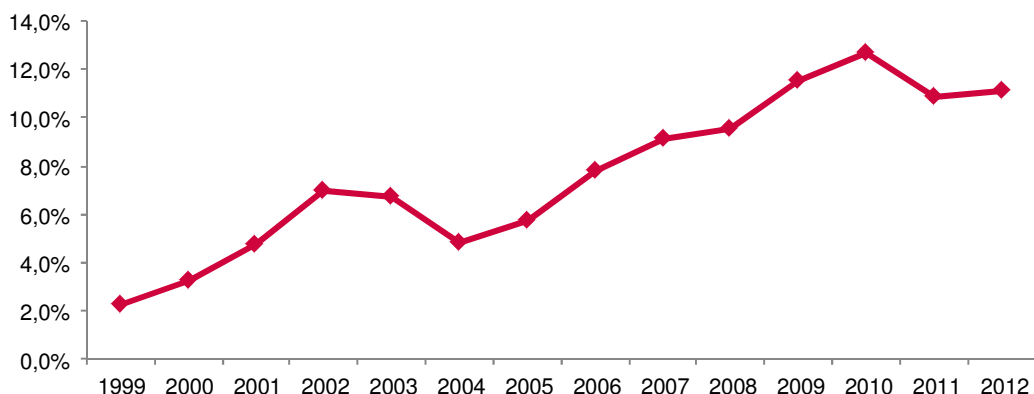


Quelle: Statistisches Bundesamt, IMS Health

Teilmärkte „Generika“ und „Parallelimporte“ wachsen überdurchschnittlich stark

Trotz einer zunehmenden Harmonisierung des europäischen Arzneimittelmarktes, herrschen in den unterschiedlichen europäischen Ländern immer noch deutliche Unterschiede bei den Preisniveaus vor. In der Regel befinden sich insbesondere die Preisniveaus in süd- bzw. osteuropäischen Ländern vor allem aufgrund einer geringeren Kaufkraft signifikant unterhalb der deutschen Preise für Arzneimittel. Gemäß Erkenntnissen von IMS Health sind diese Preisunterschiede, zusammen mit Wechselkurseffekten, für die weiterhin positive Entwicklung von Parallelimporten in Deutschland verantwortlich. Im europäischen Vergleich erweist sich der deutsche Markt für Parallelimporte, mit einem Umsatzanteil von 53 % am europäischen Parallelimportmarkt, als die mit Abstand umsatzstärkste Region. Im Jahr 2012 (Okt 11 - Sep. 12) wurden gemäß Statistiken von IMS Health damit rund 2,9 Mrd. € umgesetzt.

Anteil der Parallelimporte im Apothekenmarkt

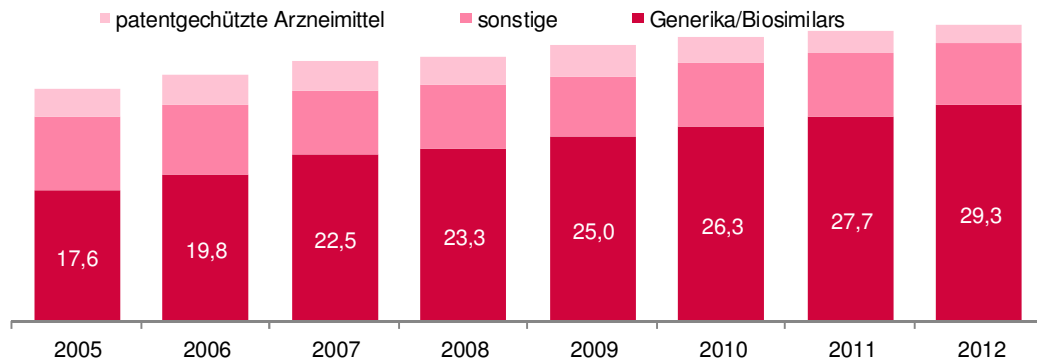


Quelle: IMS DPM, 199 bis 2011, YTD/6/2012; GBC AG

Die zunehmende Bedeutung der Parallelimporte für die Arzneimittelbranche lässt sich gut anhand eines steigenden Umsatzanteils im Apothekenmarkt erkennen. Seit 1999 ist der Anteil mit Parallelimporten von 2,2 % auf 11,1 % deutlich angestiegen. Gemäß IMS Health-Prognosen dürften die hohen Importquoten in Deutschland vor allem aufgrund bereits gewachsener Strukturen sowie schnell wachsenden Spezialmärkten weiter Bestand haben.

Das Marktumfeld für Generika, dem zweiten wichtigen Standbein der MPH AG, weist eine vergleichbar positive Entwicklung auf. Gemäß neuesten Statistiken hat der deutsche Generikamarkt in Jahr 2012 mit 29,3 Milliarden Tagestherapiedosen (DDD) eine neue Höchstmarke erreicht. Damit würden die generischen Arzneimittel rund 73 % des gesamten Arzneimittelbedarfs der gesetzlichen Krankenkassen abdecken.

Verbrauch nach Art des Arzneimittels (in Milliarden DDD)



Quelle: IMS Health; GBC AG

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.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2010 | GJ 2011 | GJ 2012 | GJ 2013e | GJ 2014e |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 112,413 | 145,521 | 205,708 | 230,000 | 263,500 |
| Bestandsveränderungen | 0,000 | 0,000 | -3,311 | 0,000 | 0,000 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,166 | 1,150 | 10,795 | 1,900 | 0,750 |
| Materialaufwand | -95,696 | -128,685 | -178,262 | -207,000 | -237,150 |
| Rohertrag | 16,883 | 17,987 | 34,930 | 24,900 | 27,100 |
| Personalaufwand | -1,724 | -2,480 | -4,191 | -4,500 | -4,900 |
| Abschreibungen | -0,247 | -0,373 | -1,014 | -1,300 | -1,350 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -4,517 | -4,495 | -7,849 | -6,500 | -6,600 |
| EBIT | 10,395 | 10,639 | 21,876 | 12,600 | 14,250 |
| Finanzergebnis | -0,286 | -0,746 | -1,409 | -1,400 | -1,400 |
| Ertragssteuern | 0,981 | -1,249 | -2,065 | -2,464 | -2,827 |
| Jahresüberschuss (vor Minderheiten) | 9,128 | 8,644 | 18,402 | 8,736 | 10,023 |
| Minderheiten | 0,000 | 0,000 | -3,688 | -2,130 | -2,460 |
| Jahresüberschuss (nach Minderheiten) | 9,128 | 8,644 | 14,714 | 6,606 | 7,563 |
| | | | | | |
| EBITDA | 10,642 | 11,011 | 22,890 | 13,900 | 15,600 |
| in % von den Nettoumsätzen | 9,47 | 7,57 | 11,13 | 6,04 | 5,92 |
| EBIT | 10,395 | 10,639 | 21,876 | 12,600 | 14,250 |
| in % von den Nettoumsätzen | 9,25 | 7,31 | 10,63 | 5,48 | 5,41 |
| Aktienanzahl in Mio. Stück | 38,050 | 38,050 | 41,167 | 41,167 | 41,167 |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,24 | 0,23 | 0,36 | 0,16 | 0,18 |
| Dividende je VZ Aktie in € | 0,20 | 0,20 | 0,22 | 0,12 | 0,14 |

Geschäftsentwicklung 2012 - Weiter auf Rekordniveau

| in Mio. € | GJ 2011 | Δ 2011/2012 | GJ 2012 |
|--------------------------------------|---------------|-------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 145,52 | +41,4 % | 205,71 |
| EBITDA (Marge) | 11,01 (7,6 %) | +107,9 % | 22,89 (11,1 %) |
| EBIT (Marge) | 10,64 (7,3 %) | +105,6 % | 21,88 (10,6 %) |
| Jahresüberschuss (nach Minderheiten) | 8,64 | +70,2 % | 14,71 |
| EPS in € | 0,23* | | 0,36 |

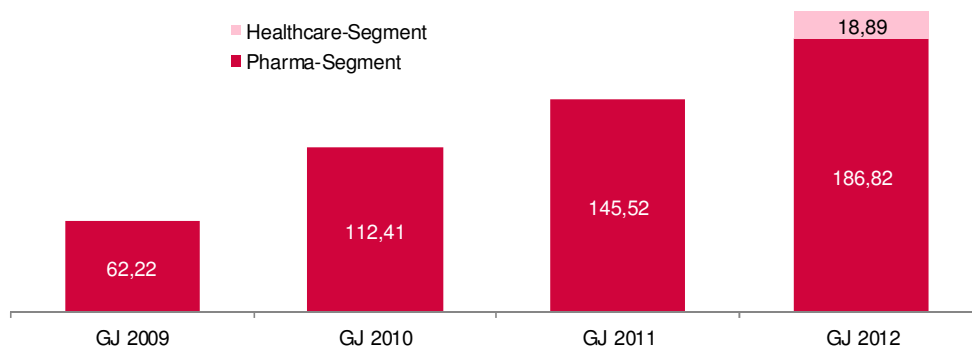
* EPS 2011 auf Basis einer niedrigeren Aktienzahl in Höhe von 38,05 Mio. (derzeit: 41,17 Mio.)

Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Starker Zuwachs um +41,4 % erreicht

Angesichts der beschriebenen strukturellen Veränderungen im Konsolidierungskreis der MPH AG, ist ein historischer Vergleich der Geschäftsentwicklung nur bedingt aussagekräftig. Um eine möglichst hohe Aussagekraft zu erreichen, greifen wir auf die von der Gesellschaft dargestellte Segmentberichterstattung zurück, wonach eine Unterteilung im Pharma – und Healthcare-Segment vorgenommen wird. Hierbei umfasst das Pharma-Segment im Wesentlichen das bisherige Geschäft der MPH AG.

Segmentaufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Wie der Segmentaufteilung zu entnehmen ist, war die MPH AG im Pharma-Bereich mit einem organischen Umsatzwachstum in Höhe von +28,4 % auf 186,82 Mio. € (VJ: 145,52 Mio. €) in der Lage, die bisherige Umsatzdynamik beizubehalten. Seit dem Gründungsjahr 2009 konnte damit die Gesellschaft mit dem Handel von Generika und Parallelimporten durchschnittlich um +44,3 % wachsen.

Das anorganische Wachstum wird durch das neu hinzugekommene Healthcare-Segment repräsentiert, welches im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 einen erstmaligen Umsatzbeitrag in Höhe von 18,89 Mio. € geleistet hat. Der überwiegende Erlösanteil in diesem Segment wurde dabei durch die Veräußerung von Immobiliengesellschaften erzielt (Verkauf im Rahmen von Asset-Deals der 22. Projektgesellschaft Mitte mbH, Projektgesellschaft Rungestraße 21 mbH und Projektgesellschaft Hohenzollerndamm 119 mbH). Die erstgenannten Immobiliengesellschaften wurden an die Berliner Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG und an die Beteiligungsholding Magnum AG veräußert.

Die Pharma-Sparte der im Mai erworbenen Windsor AG trug über die beiden Tochtergesellschaften Simgen GmbH und Pharmigon GmbH ebenfalls zum anorganischen Wachstum bei. Gemäß Geschäftsbericht der Windsor AG erzielte die Pharmasparte auf Gesamtjahresbasis 2012 Umsatzerlöse in Höhe von 13,58 Mio. € (VJ: 10,74 Mio. €). Flankierend hierzu erzielte das Windsor-Immobiliensegment Umsatzerlöse in Höhe von 11,46 Mio. € (VJ: 0,12 Mio. €), was sich im Geschäftsjahr 2012 zu einem Gesamtumsatz von 25,04 Mio. € (VJ: 10,86 Mio.€) aufsummiert.

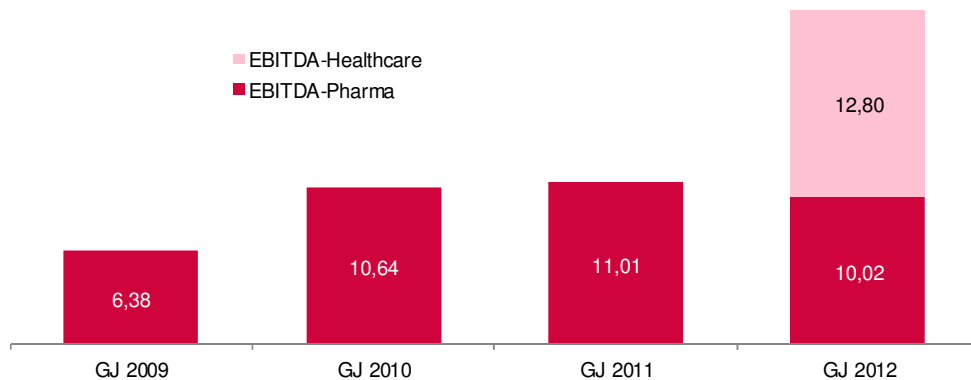
Die Diskrepanz zum MPH-Healthcare-Segment erklärt sich durch den unterjährigen Mehr-

heiterwerb der Windsor-Anteile (Mai 2012), was eine nur anteilige Berücksichtigung der Windsor-Umsätze in die konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung der MPH AG zur Folge hatte.

Ergebnisentwicklung - Anorganische Effekte führen zu deutlichem Ergebnisprung

Analog zur Umsatzverbesserung konnte die MPH AG einen Anstieg des EBITDA auf einen neuen historischen Rekordwert in Höhe von 22,89 Mio. € (VJ: 11,01 Mio. €) verzeichnen. Gegenüber der Umsatzentwicklung fiel der EBITDA-Anstieg jedoch aufgrund anorganischer Effekte deutlich überproportional aus, was sich in einer signifikanten Verbesserung der EBITDA-Marge auf 11,1 % (VJ: 7,6 %) manifestiert hat.

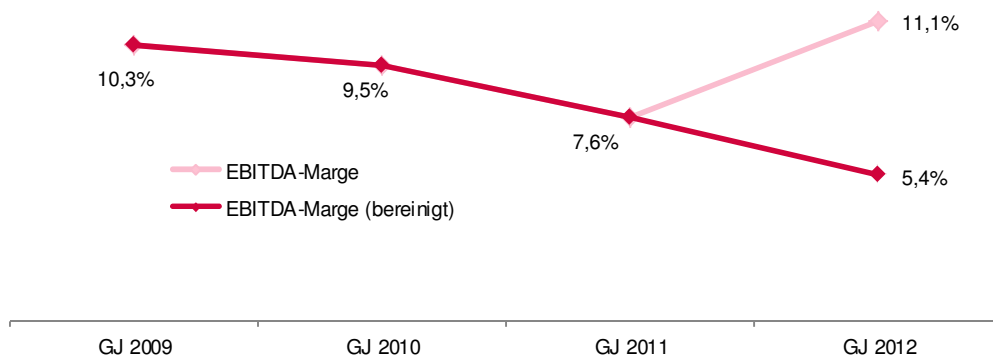
Segmentaufteilung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Die nach beiden Segmenten getrennte EBITDA-Entwicklung verdeutlicht den überdurchschnittlich hohen anorganischen Ergebnisbeitrag. Während das in der HAEMATO Pharm AG gebündelte Stammgeschäft einen EBITDA-Rückgang von 11,01 Mio. € (GJ 2011) auf 10,02 Mio. € hinnehmen musste, trugen die neuen Healthcare-Tochtergesellschaften mit 12,80 Mio. € erstmalig zum Ergebnis der MPH AG bei. Um die anorganischen Effekte bereinigt, hätte die MPH AG demnach eine EBITDA-Marge von 5,4 % (VJ: 7,6 %) erzielt.

EBITDA-Marge



Quelle: MPH AG; GBC AG

Bemerkenswert ist dabei der Ergebnisrückgang des Stammgeschäftes der MPH AG, welcher vor dem Hintergrund einer deutlich höheren Umsatzbasis auf eine Margenschwäche im Stammgeschäft der Gesellschaft hindeutet. Gemäß Unternehmensangaben wurde das starke Umsatzwachstum im Generika- und Parallelimportbereich teilweise zu schlechteren Konditionen realisiert. Zudem hätte sich ein zunehmender Wettbewerb bei Parallelimporten ebenfalls auf die Rentabilität negativ ausgewirkt, was in Summe den beschriebenen Margenrückgang zur Folge hatte.

Der hohe Ergebnisbeitrag des Healthcare-Segments (EBITDA-Marge: 67,8 %) lässt sich in erster Linie auf die Veräußerung von Immobiliengesellschaften zurückführen, welche einerseits, wie beschrieben, einen hohen Umsatzbeitrag sowie andererseits sonstige betriebl-

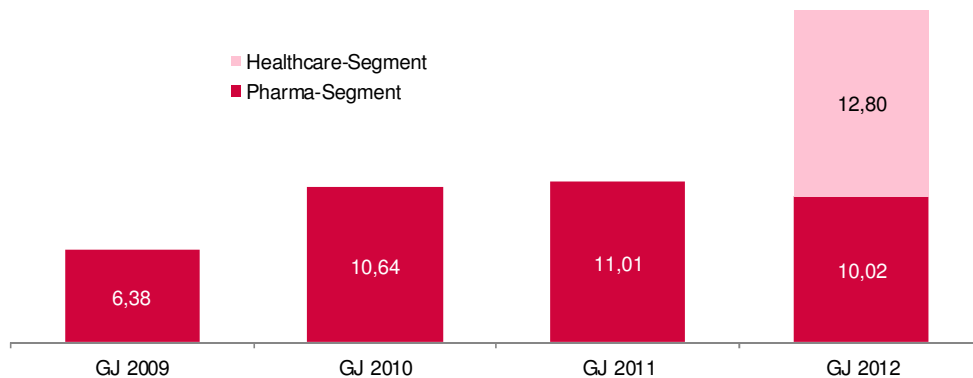
che Erträge in Höhe von 10,32 Mio. € (VJ: 1,15 Mio. €) ausgelöst haben. Zugleich erweisen sich die dem Healthcare-Segment zugehörigen Tochtergesellschaften Simgen GmbH und Pharmigon GmbH im Vergleich zur HAEMATO Pharm AG als verhältnismäßig margenstark. Begründet wird dies durch eine höhere Wertschöpfungstiefe als Hersteller von patientenindividuellen Medikationen (Pharmigon GmbH) als auch durch die Adressierung ausländischer Märkte (Simgen GmbH), die nicht von Herstellerzwangsrabatten betroffen sind.

Erwähnenswert ist zudem die niedrige Steuerquote, welche bezogen auf das Vorsteuerergebnis in Höhe von 20,47 Mio. € (VJ: 9,89 Mio. €) eine Größenordnung von 10,1 % (VJ: 12,6 %) aufweist. Gemäß Unternehmensangaben gibt die niedrige Steuerquote einerseits die im Rahmen von Share Deals (geringere Steuerbelastung) getätigten Immobilienveräußerungen wieder. Andererseits hat die MPH AG latente Steuern in Höhe von 1,09 Mio. € passiviert. Diese sollen sukzessive aufgelöst werden, was dann zu einer Erhöhung der Steuerquote führen würde.

Der aufgezeigte stark positive anorganische Effekt hat sich auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses (vor Minderheiten) fortgesetzt. Auch auf dieser Ebene zeichnet sich das Healthcare-Segment mit 10,77 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) für den überwiegenden Ergebnisanteil aus, wohingegen das Pharma-Segment einen leichten Rückgang auf 7,63 Mio. € (VJ: 7,75 Mio. €) aufweist.

Quelle: MPH AG; GBC AG

Nachsteuerergebnis vor Minderheiten (in Mio. €)



Die Beteiligungsquote der MPH AG an der Windsor AG belief sich zum Bilanzstichtag auf 60,7 %, wodurch 39,3 % des Gewinns der Windsor-Tochtergesellschaften den Minderheitsaktionären der Windsor AG zufallen. Demzufolge wurden Minderheitenanteile in Höhe von 3,67 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €) berücksichtigt und damit beläuft sich der den MPH-Aktionären zustehende Gewinnanteil auf 14,71 Mio. € (VJ: 8,64 Mio. €).

| in Mio. € | GJ 2012 (erreicht) | GBC-Prognosen 2012 | Δ zu GBC-Prognosen |
|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Umsatzerlöse | 205,71 | 200,62 | + 2,5% |
| EBITDA (EBITDA-Marge) | 22,89 (11,1 %) | 20,69 (10,3 %) | + 10,6% |
| EBIT (EBIT-Marge) | 21,88 (10,6 %) | 19,99 (10,0 %) | + 9,5% |
| Periodenergebnis | 14,71 | 13,10 | + 12,3% |

Quelle: MPH AG; GBC AG

Mit den vorliegenden Geschäftsjahreszahlen hat die MPH AG unsere bisherigen konsolidierten Umsatz- und Ergebnisprognosen (siehe GBC-Researchstudie vom 12.09.12) übertroffen. Hauptsächlich liegt dies in einer besseren Entwicklung des Healthcare-Segments begründet, welches wir in der bereits beschriebenen Größenordnung nicht erwartet hatten.

Bilanzielle und finanzielle Situation - EK-Quote auch nach Bilanzverlängerung solide

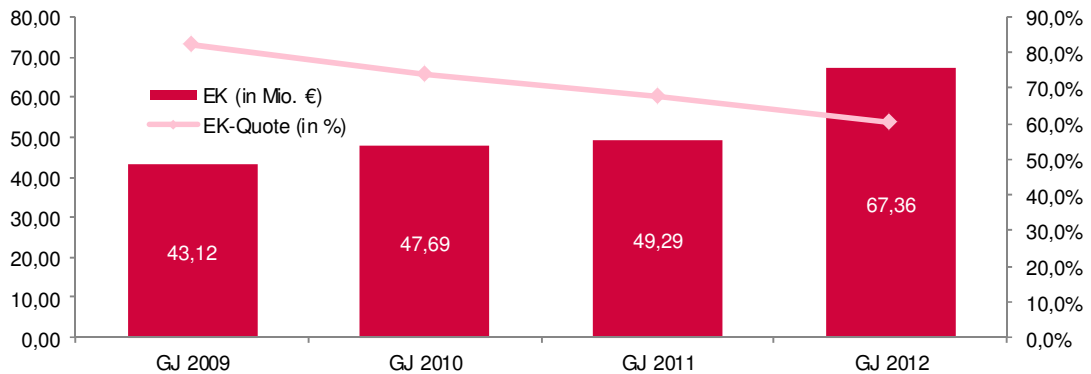
| in Mio. € | GJ 2010 | GJ 2011 | GJ 2012 |
|---|----------------|----------------|----------------|
| Eigenkapital (EK-Quote) | 47,69 (73,9 %) | 49,29 (67,8 %) | 67,36 (60,4 %) |
| Eigenkapital ohne Minderheiten (EK-Quote) | 47,69 (73,9 %) | 49,29 (67,8 %) | 54,13 (48,5 %) |
| Working Capital | 13,72 | 22,14 | 27,53 |
| Finanzverbindlichkeiten | 5,44 | 17,84 | 34,02 |
| Liquide Mittel | 0,76 | 2,46 | 14,57 |
| Bilanzsumme | 64,51 | 72,67 | 111,62 |

Quelle: MPH AG; GBC AG

Angesichts des im abgelaufenen Geschäftsjahres 2012 erstmaligen Einbezugs der Windsor AG in die konsolidierte MPH-Bilanz, ist ein Vergleich der aktuellen Vermögenssituation zu den Vorjahren nur eingeschränkt möglich. Besonders sichtbar wird die erstmalige Windsor-Konsolidierung anhand der deutlichen Bilanzsummenausweitung auf 111,62 Mio. € (31.12.11: 72,67 Mio. €). Aktivseitig wird die Bilanzverlängerung hauptsächlich durch einen Anstieg der kurzfristigen Vermögenswerte, worin sich eine signifikante Ausweitung des kurzfristigen Finanzvermögens wiederfindet, repräsentiert. Sowohl ein Anstieg der liquiden Mittel auf 14,57 Mio. € (31.12.11: 2,46 Mio. €) als auch der sonstigen kurzfristigen finanziellen Vermögenswerte (hauptsächlich Kredite und Forderungen der Windsor AG) auf 11,00 Mio. € (31.12.11: 1,81 Mio. €) sind die Ursache hierfür.

Die Passivseite der MPH-Bilanz war in erster Linie von einem Anstieg des Eigenkapitals auf 67,36 Mio. € (31.12.11: 49,29 Mio. €) geprägt, was trotz der Bilanzverlängerung eine unverändert solide Eigenkapitalquote von 60,4 % (31.12.11: 67,8 %) bedeutet. Neben der positiven Ergebnisentwicklung des abgelaufenen Geschäftsjahres 2012 hatte die MPH AG eine Kapitalerhöhung durchgeführt sowie das Windsor-Eigenkapital auf die MPH-Werte verschmolzen. Zu berücksichtigen sind dabei die Minderheitenanteile für 39,3 % der Windsor-Anteile (13,23 Mio. €) sowie die von der Windsor AG gehaltenen MPH-Aktien, welche als eigene Anteile (-4,58 Mio. €) das MPH-Eigenkapital reduzieren.

Eigenkapital und Eigenkapitalquote



Quelle: MPH AG; GBC AG

Flankierend zur Ausweitung des Eigenkapitals findet sich in der konsolidierten MPH-Bilanz ein Anstieg des Fremdkapitals wieder, welcher hauptsächlich durch einen Anstieg der zins-tragenden Verbindlichkeiten auf 34,02 Mio. € (31.12.11: 17,84 Mio. €) repräsentiert wird. Diese Entwicklung lässt sich einerseits auf die erstmalige Konsolidierung der Windsor AG (Konsolidierung von Windsor-Anleihen: 5,21 Mio. €) sowie auf die Wachstumsfinanzierung der MPH AG, welche verstärkt durch die Aufnahme von Bankkrediten gestemmt wird, zurückführen.

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 zuge-rechnet war, von 37,32 Mio. € (31.12.11) auf 40,17 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen - Positive Aussichten

| in Mio. € | GJ 2012 | GJ 2013e | GJ 2014e |
|------------------|----------------|---------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 205,71 | 230,00 | 263,50 |
| EBITDA (Marge) | 22,89 (11,1 %) | 13,90 (6,0 %) | 15,60 (5,9 %) |
| EBIT (Marge) | 21,88 (10,6 %) | 12,60 (5,5 %) | 14,25 (5,4 %) |
| Jahresüberschuss | 14,71 | 6,61 | 7,56 |
| EPS | 0,36 | 0,16 | 0,18 |

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Weiteres Wachstum in 2013 und 2014 erwartet

Wie bereits beschrieben sind die operativen Kennzahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres 2012 als ein Sonderfall zu betrachten. Entscheidend hierbei ist der Umstand, wonach die Gesellschaft insbesondere auf operativer Ergebnisebene signifikant von der Veräußerung von drei Immobiliengesellschaften profitierte. Solche Transaktionen sind für die Zukunft weder gut planbar noch zu erwarten, so dass das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 nur adjustiert als Maßstab unserer Umsatz- und insbesondere unserer Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2013 und 2014 dient.

Noch im laufenden Geschäftsjahr soll gemäß Unternehmensangaben eine schärfere Trennung zwischen den Segmenten „Pharma“ und „Healthcare“ vorgenommen werden. Hierfür wurde mit der Veräußerung von 35 % der Anteile der HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG der erste Schritt getan. In den kommenden Monaten soll ein vollständiger Verkauf der MPH-Tochtergesellschaft an die Windsor AG erfolgen. Innerhalb des MPH-Konsolidierungskreises wird dies jedoch zunächst nur geringe Auswirkungen haben, da die MPH AG eine 70,0 % Beteiligung an der Windsor AG hält. Dementsprechend haben wir unsere Prognosen auf konsolidierter Konzernebene, unter Berücksichtigung erhöhter Minderheitsabflüsse, ausformuliert. Hier ist insofern eine Kontinuität gegeben, als dass auch unsere bisherigen Prognosen auf Basis des MPH-Konzerns erstellt waren.

Nach der geplanten Neustrukturierung der Konzerngesellschaften wird der MPH-Konzern eine schärfere Trennung des Geschäftsmodells zwischen dem Pharma-Segment (HAEMATO PHARM AG, Simgen GmbH) und dem Healthcare-Segment (HAEMATO Vet GmbH, Healthcare Solutions GmbH, Nutri Care GmbH, Pharmigon GmbH) aufweisen. Gemäß unseren Erwartungen dürften sich jedoch die Tochtergesellschaften HAEMATO PHARM AG, Simgen GmbH und Pharmigon GmbH als die größten Umsatzträger des MPH-Konzerns erweisen.

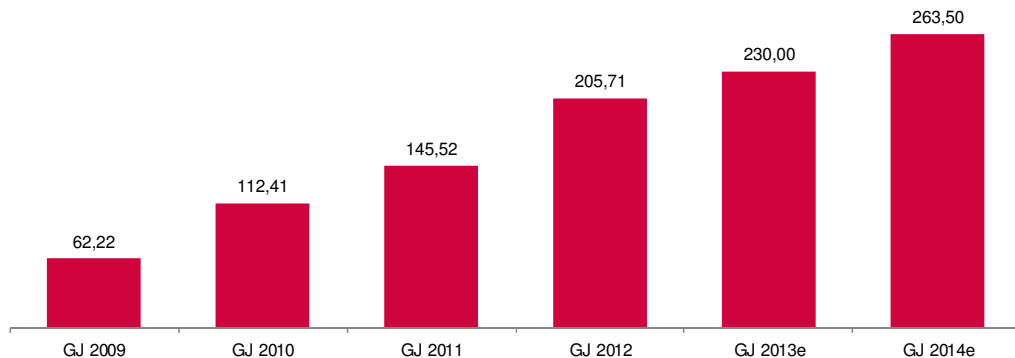
Vereinfachend haben wir bei der Ausformulierung unserer Umsatzprognosen eine Trennung zwischen der HAEMATO PHARM AG (Stammgeschäft der MPH AG) und den Gesellschaften Simgen GmbH und Pharmigon GmbH (ehemalige Windsor-Töchter) vorgenommen.

Gemäß der Annahme, wonach wir mit einer Fortsetzung des Wachstums des MPH-Stammgeschäftes rechnen, erwarten wir bei der HAEMATO PHARM AG für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2013 und 2014 Umsatzzuwächse in Höhe von jeweils +15,0 %. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg ist diese Gesellschaft durchschnittlich um +43,0 % (CAGR) und damit deutlich stärker gewachsen. Ausgehend von einem 2012er Umsatzniveau in Höhe von 186,82 Mio. € rechnen wir demnach bei der HAEMATO PHARM AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 215,00 Mio. € (GJ 2013e) respektive 247,00 Mio. € (GJ 2014e), was jeweils einem erwarteten Umsatzwachstum in Höhe von +15,0 % entspricht.

Die beiden ehemaligen Windsor-Tochtergesellschaften Simgen GmbH und Pharmigon GmbH dürften ebenfalls dynamisch wachsen, wenngleich wir hier konservativ mit niedrigeren Wachstumsraten in Höhe von +10,0 % rechnen. Laut 2012er Geschäftsbericht der Windsor AG erzielten beide Tochtergesellschaften im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 in Summe Umsatzerlöse in Höhe von 13,58 Mio. €. Hiervon ausgehend erwarten wir für 2013 ein Umsatzniveau von 15,00 Mio. € sowie für das Geschäftsjahr 2014 in Höhe von 16,50

Mio. €, was jeweils einem Umsatzwachstum von etwa +10,0 % entspricht. Unsere Umsatzprognosen summieren sich damit auf 230,00 Mio. € (2013e) sowie 263,50 Mio. € (2014e).

Umsatzerlöse des MPH-Konzerns (in Mio. €)



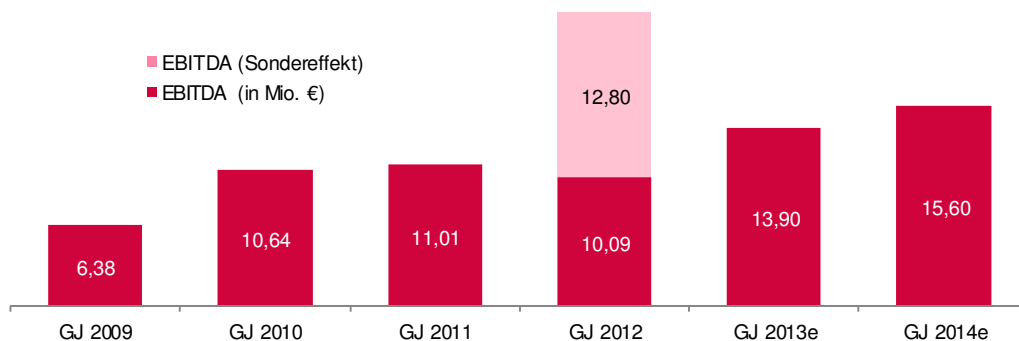
Quelle: GBC AG

Wir haben die weiteren Tochtergesellschaften wie HAEMATO Vet GmbH, Nutri Care GmbH, Healthcare Solutions GmbH sowie den Bereich der Gesundheitsimmobilien aufgrund der geringen Sichtbarkeit zunächst in unseren Prognosen unberücksichtigt gelassen.

Ergebnisprognosen -

Die Ergebnissituation des MPH-Konzerns dürfte im laufenden Geschäftsjahr 2013 aufgrund fehlender Immobilienveräußerungen nicht an das Niveau des Vorjahres anknüpfen. Analog zu den Umsatzerlösen lassen sich auch die Ergebnisplanungen aufteilen. Auf Grundlage einer für das Geschäftsjahr 2012 bereinigten EBITDA-Marge für die HAEMATO PHARM AG in Höhe von 5,4 % (VJ: 7,6 %) rechnen wir mit einer Fortsetzung der rückläufigen Tendenz. Diese Annahme liegt in einer erwarteten Verschlechterung der Konditionen im Generika- und Parallelimportbereich sowie in einem intensiveren Preiswettbewerb begründet. Die erwartete deutlich höhere Rentabilität der Simgen GmbH und Pharmigon GmbH (höhere Wertschöpfung; Regionen werden adressiert, die nicht vom Herstellerzwangsrabatt betroffen sind) sollte unseres Erachtens die rückläufige EBITDA-Margenentwicklung der HAEMATO PHARM AG gut auffangen. Dementsprechend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 6,0 % (EBITDA: 13,90 Mio. €) sowie für das Geschäftsjahr 2014 mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 5,9 % (EBITDA: 15,60 Mio. €).

EBITDA-Prognose



Quelle: GBC AG

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die MPH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 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 6,7 % 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: 10,49 %) (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: 9,92 %).

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 €**.

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 | 6,7% | ewige EBITA - Marge | 7,0% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 13,5% | effektive Steuerquote im Endwert | 25,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 11,4% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in TEUR | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | GJ 2020e | |
| Umsatz (US) | 230,00 | 263,50 | 276,68 | 290,51 | 305,03 | 320,29 | 336,30 | 353,12 | |
| US Veränderung | 11,8% | 14,6% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 3,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 32,86 | 43,92 | 43,23 | 43,23 | 43,23 | 43,23 | 43,23 | 43,23 | |
| EBITDA | 13,90 | 15,60 | 18,54 | 19,46 | 20,44 | 21,46 | 22,53 | 23,66 | |
| EBITDA-Marge | 6,0% | 5,9% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | 6,7% | |
| EBITA | 12,60 | 14,25 | 17,73 | 18,60 | 19,53 | 20,51 | 21,53 | 22,61 | |
| EBITA-Marge | 5,5% | 5,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 6,4% | 7,0% |
| Steuern auf EBITA | -2,77 | -3,14 | -4,43 | -4,65 | -4,88 | -5,13 | -5,38 | -5,65 | |
| zu EBITA | 22,0% | 22,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |
| EBI (NOPLAT) | 9,83 | 11,12 | 13,30 | 13,95 | 14,65 | 15,38 | 16,15 | 16,96 | |
| Kapitalrendite | 27,4% | 32,7% | 36,9% | 36,8% | 36,8% | 36,8% | 36,8% | 36,8% | 39,2% |
| Working Capital (WC) | 27,00 | 30,00 | 31,54 | 33,12 | 34,77 | 36,51 | 38,34 | 40,26 | |
| WC zu Umsatz | 11,7% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | 11,4% | |
| Investitionen in WC | 0,53 | -3,00 | -1,54 | -1,58 | -1,66 | -1,74 | -1,83 | -1,92 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 7,00 | 6,00 | 6,40 | 6,72 | 7,06 | 7,41 | 7,78 | 8,17 | |
| AFA auf OAV | -1,30 | -1,35 | -0,81 | -0,86 | -0,91 | -0,95 | -1,00 | -1,05 | |
| AFA zu OAV | 18,6% | 22,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | 13,5% | |
| Investitionen in OAV | 0,00 | -0,35 | -1,21 | -1,18 | -1,24 | -1,31 | -1,37 | -1,44 | |
| Investiertes Kapital | 34,00 | 36,00 | 37,94 | 39,84 | 41,83 | 43,92 | 46,12 | 48,42 | |
| EBITDA | 13,90 | 15,60 | 18,54 | 19,46 | 20,44 | 21,46 | 22,53 | 23,66 | |
| Steuern auf EBITA | -2,77 | -3,14 | -4,43 | -4,65 | -4,88 | -5,13 | -5,38 | -5,65 | |
| Investitionen gesamt | 0,53 | -3,35 | -2,75 | -2,76 | -2,90 | -3,04 | -3,20 | -3,36 | |
| Investitionen in OAV | 0,00 | -0,35 | -1,21 | -1,18 | -1,24 | -1,31 | -1,37 | -1,44 | |
| Investitionen in WC | 0,53 | -3,00 | -1,54 | -1,58 | -1,66 | -1,74 | -1,83 | -1,92 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 11,66 | 9,12 | 11,35 | 12,05 | 12,66 | 13,29 | 13,95 | 14,65 | 252,80 |

| | | |
|-------------------------------------|-------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 189,52 | 199,22 |
| Barwert expliziter FCFs | 59,17 | 55,93 |
| Barwert des Continuing Value | 130,35 | 143,29 |
| Nettoschulden (Net debt) | 9,64 | 6,87 |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 179,88 | 192,35 |
| Fremde Gewinnanteile | 13,56 | 14,50 |
| Wert des Aktienkapitals | 193,44 | 206,85 |
| Ausstehende Aktien in Tsd. | 41,167 | 41,167 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 4,70 | 5,02 |

Kapitalkostenermittlung :

| | |
|--------------------|-------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Markttrisikoprämie | 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

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|------|-------------|-------|-------|
| | 7,9% | 8,9% | 9,9% | 10,9% | 11,9% |
| 33,4% | 5,76 | 4,82 | 4,17 | 3,70 | 3,34 |
| 36,4% | 6,18 | 5,15 | 4,44 | 3,91 | 3,52 |
| 39,4% | 6,60 | 5,48 | 4,70 | 4,13 | 3,70 |
| 42,4% | 7,02 | 5,81 | 4,96 | 4,34 | 3,88 |
| 45,4% | 7,44 | 6,13 | 5,22 | 4,56 | 4,06 |

Fazit

Erfolgreiches Geschäftsjahr 2012 erreicht; Zuversicht auch für 2013

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 stand bei der MPH Mittelständische Pharma Holding AG (MPH AG) im Zeichen einer Neuorganisation auf dem Weg zu weiterem Wachstum. Ein wesentlicher Schritt im Rahmen dessen war der mehrheitliche Erwerb von zunächst 52,0 % der Aktien der Windsor AG, dessen Beteiligungsquote im Verlauf des Geschäftsjahres auf 60,7 % ausgebaut wurde. Somit wurde das bisherige Stammgeschäft (Handel mit Parallelimporten und Generika), welches nahezu ausschließlich in der Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM AG gebündelt war, erweitert. Hierzu gehören das Windsor-Immobiliengeschäft sowie das in den Windsor-Töchtern Pharmigon GmbH (Herstellung von patientenindividuellen Medikationen) und Simgen GmbH (Generika und Auslandsgeschäft) gebündelte Pharmageschäft.

Dementsprechend waren die operativen Kennzahlen des abgelaufenen Geschäftsjahres in einem erheblichen Maße von der Windsor-Transaktion positiv beeinflusst. Bei einer anhaltend hohen Dynamik im Stammgeschäft, welches von den neuen konsolidierten Windsor-Tochtergesellschaften flankiert wurde, erzielte der MPH-Konzern ein Umsatzwachstum in Höhe von +41,4 % auf 205,71 Mio. € (VJ: 145,52 Mio. €). Speziell die Ergebnissituation der MPH AG war dabei von der Veräußerung von drei Immobiliengesellschaften der Windsor AG stark positiv beeinflusst. Ein 2012er EBITDA in Höhe von 22,89 Mio. € (VJ 11,01 Mio. €) ist dementsprechend, auch vor dem Hintergrund, dass Immobilienverkäufe in gleicher Größenordnung künftig nicht zu erwarten sind, als positiver Ausreißer nach oben anzusehen.

Die strukturelle Neuorganisation innerhalb des MPH-Konzerns ist noch nicht abgeschlossen. In diesem Zusammenhang hat die MPH AG im laufenden Geschäftsjahr 2013 die Veräußerung von 35,0 % der HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG bekannt gegeben. Als Kaufpreis diente eine Kapitalerhöhung bei der Windsor AG, die vollständig von der MPH AG gezeichnet wurde, was einen Anstieg der Beteiligungsquote auf nunmehr etwa 70,0 % zur Folge hatte. Gemäß Unternehmensangaben soll noch in den nächsten Monaten ein vollständiger Verkauf der HAEMATO PHARM AG an die Windsor AG erfolgen. Im Anschluss daran wird eine Umfirmierung der Windsor AG in die HAEMATO AG vorgenommen. Diese Verschiebung innerhalb des MPH-Konzernkreises ist als Maßnahme für eine stärkere Trennung der Geschäftsbereiche „Pharma“ und „Healthcare“ zu verstehen.

Innerhalb des MPH-Konsolidierungskreises wird dies jedoch zunächst nur geringe Auswirkungen haben, da die MPH AG eine 70,0 % Beteiligung an der Windsor AG hält. Dementsprechend haben wir unsere Prognosen auf konsolidierter Konzernebene, unter Berücksichtigung erhöhter Minderheitsaufwendungen, ausformuliert. Hier ist insofern eine Kontinuität gegeben, als dass auch unsere bisherigen Prognosen auf Basis des MPH-Konzerns erstellt waren. Bei erwarteten Konzernumsätzen in Höhe von 230,00 Mio. € (2013e) respektive 263,50 Mio. € (2014e) rechnen wir mit einer Normalisierung der Ergebnisentwicklung. Dabei dürfte sich einerseits die Tendenz einer rückläufigen EBITDA-Marge bei der HAEMATO PHARM AG fortsetzen. Auf der anderen Seite jedoch rechnen wir damit, dass die zwei deutlich margenstärkeren ehemaligen Windsor-Tochtergesellschaften Simgen GmbH und Pharmigon GmbH diese Entwicklung auffangen werden. Bei einer erwarteten EBITDA-Marge von jeweils etwa 6,0 % für die kommenden beiden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem EBITDA in Höhe von 13,90 Mio. € (2013e) respektive 15,60 Mio. € (GJ 2014e).

Im Rahmen des DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2013 unverändert 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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. Aktiensplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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

* Nach Veröffentlichung dieser Studie (29.05.2013) wurde zum 28.11.2013 eine nachträgliche Korrektur der 2012er Dividende für die Vorzugsaktien auf Seite 1 und Seite 7 vorgenommen. In der ursprünglich veröffentlichten Fassung war diese mit 0,30 € je Vorzugsaktie nicht richtig dargestellt. In dieser Fassung wurde die richtige Dividendenhöhe auf 0,22 € je Vorzugsaktie korrigiert.



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