



## **Researchstudie (Update)**



**„Dynamischer Pharmabereich dürfte  
weiterhin die Umsatz- und Ergebnissituation dominieren“**

**Kursziel: 4,40 €**

**Rating: KAUFEN**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10 ff

---

## MPH Mittelständische Pharma Holding AG <sup>\*5</sup>

### KAUFEN

**Kursziel: 4,40**

aktueller Kurs / VZ: 2,79  
10.9.2013 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl<sup>3</sup>/VZ: 19,025

Aktienanzahl<sup>3</sup>/ST: 22,142

Marketcap<sup>3</sup>: 114,77

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 135,54

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/VZ: 78,8 %

Freefloat/ST: 0,0 %

Transparenzlevel:

Entry Standard

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

### Analysten:

Cosmin Filker

[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Gesundheitswesen

Fokus: Arzneimittel und Patientenversorgung

Mitarbeiter: 113 Stand: 31.12.2012

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG ist als ein in Berlin ansässiges Unternehmen auf den Bereichen Pharma und Patientenversorgung spezialisiert. Der strategische Fokus der Unternehmensgruppe liegt auf den Therapiegebieten chronische Erkrankungen und Ästhetik. Es wird erwartet, dass diese Segmente an der zukünftigen Entwicklung des deutschen Gesundheitsmarktes partizipieren und entsprechendes Wachstum generieren.

### 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
JÜ (nach Minderheiten)	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
Dividende je ST Aktie	0,17	0,19	0,12	0,14

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,93	0,66	0,59	0,51
EV/EBITDA	12,31	5,92	9,75	8,69
EV/EBIT	12,74	6,19	10,76	9,51
KGV	13,28	7,80	17,36	15,18
KBV		1,71		

### Finanztermine:

Datum: Ereignis

### \*\*letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

17.7.2013: RG / 4,70 / KAUFEN

29.5.2013: RG / 4,70 / KAUFEN

3.4.2013: RS / 4,70 / KAUFEN

12.2.2013: RG / 4,70 / KAUFEN

16.11.2012: RS / 4,70 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

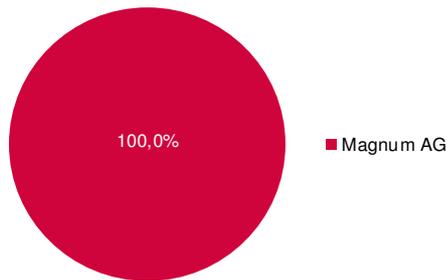
# Unternehmen

## Aktionärsstruktur

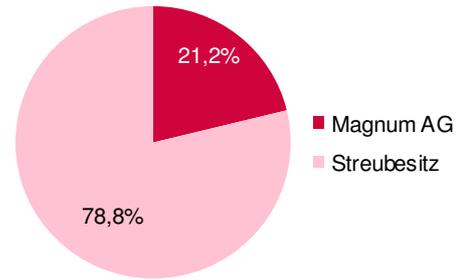
Stammaktien	
Anteilseigner	Anzahl in Mio. (Anteile)
Magnum AG	22,14 (100,0 %)
Streubesitz	0 (0,0 %)
<b>Summe</b>	<b>22,14 (100,0 %)</b>

Vorzugsaktien	
Anteilseigner	Anzahl in Mio. (Anteile)
Magnum AG	4,00 (21,2 %)
Streubesitz	15,00 (78,8 %)
<b>Summe</b>	<b>19,03 (100,0 %)</b>

Aktionärsstruktur Stammaktien

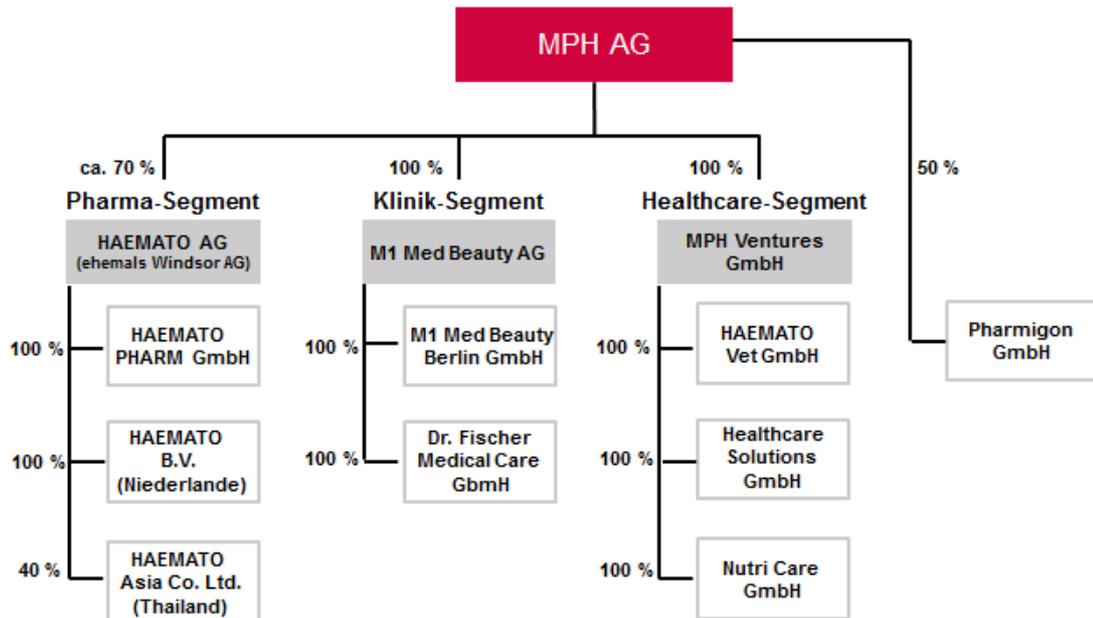


Aktionärsstruktur Vorzugsaktien



Quelle: MPH AG; GBC AG

## Geschäftssegmente / verkürzter Konsolidierungskreis



Quelle: MPH AG; GBC AG

Gemäß Unternehmensmeldung vom 02.04.2013 hatte die MPH Mittelständische Pharmaholding AG (MPH AG) den Verkauf von 35 % der Geschäftsanteile seiner Tochtergesellschaft HAEMATO PHARM GmbH an die Windsor AG bekanntgegeben. Die Windsor AG hat im ersten Schritt den Kaufpreis mit eigenen Aktien (6,93 Mio. Stück) entrichtet, welche im Rahmen einer Kapitalerhöhung vollständig von der MPH AG gezeichnet wurden.

Noch innerhalb des ersten Halbjahres 2013 wurden von der Windsor AG die restlichen 65 % an der HAEMATO PHARM GmbH erworben. Ein Teil des Kaufpreises für die restli-

chen HAEMATO-Anteile wurde durch die Übertragung von Tochtergesellschaften der Windsor AG (Windsor Real Estate AG und Pharmigon GmbH) an die MPH AG entrichtet.

Im Nachgang dieser Transaktion wurde die Windsor AG in HAEMATO AG umfirmiert. Gleichzeitig fand eine Verschmelzung der beiden Gesellschaften Simgen GmbH und HAEMATO PHARM GmbH statt. Zum aktuellen Konsolidierungskreis der HAEMATO AG (ehemals: Windsor AG) gehören darüber hinaus zwei ausländische Tochtergesellschaften in den Niederlanden (HAEMATO B.V.) und in Thailand (HAEMATO ASIA Co. Ltd.).

Gemäß der aktuellen Struktur ist damit der gesamte Pharmabereich des MPH-Konzerns in der nun 70,0 %igen Tochtergesellschaft HAEMATO AG gebündelt. Die im ersten Halbjahr 2013 vorgenommenen Transaktionen und damit erheblichen Veränderungen des Konsolidierungskreises wurden vor dem Hintergrund einer geplanten Fokussierung des Geschäftes der Konzernobergesellschaft MPH AG vorgenommen. Innerhalb des in der HAEMATO AG gebündelten Pharmasegments liegt der Fokus auf den Bereichen Generika und Parallelimporte mit dem Schwerpunkt auf den Indikationsbereichen Onkologie, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma.

Sowohl über die ausländischen Tochtergesellschaften als auch über die Zusammenführung mit der ehemaligen Windsor-Tochter **Simgen GmbH** wird eine stärkere Konzentration auf das internationale Geschäft ersichtlich. Dies ist insofern von Vorteil, als dass die internationalen Umsätze vom Herstellerzwangsrabatt befreit sind und somit mit höheren Ergebnisbeiträgen einhergehen. Zugleich müssen im Ausland keine Rückstellmuster vorgehalten werden, was einen ebenfalls positiven Effekt auf die Ergebnisentwicklung nach sich zieht.

Flankierend hierzu wurden die neuen Konzerngesellschaften **M1 Med Beauty Berlin GmbH** und **Dr. Fischer Medical Care GmbH** dem Kliniksegment zugeordnet. Beide Gesellschaften sind auf dem Gebiet der Schönheitschirurgie tätig, wengleich an verschiedenen Stellen der Wertschöpfung angesiedelt. Die in Potsdam ansässige Dr. Fischer Medical Care GmbH ist hierbei auf die Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer, medizinischer und medizintechnischer Produkte für die ästhetische Chirurgie und kosmetische Dermatologie spezialisiert. Die M1 Med Beauty Berlin GmbH ist ein Fachzentrum für ästhetische Behandlungen mit der Konzentration auf medizinische Behandlungen und Schönheitsoperationen. Mit den beiden neuen Konzerngesellschaften deckt die MPH AG damit einen breiten Wertschöpfungsbereich im Segment der Schönheitschirurgie ab.

Komplettiert wird der Konzernkreis der MPH AG vom Healthcare-Segment. Unter der Gesellschaft MPH Ventures GmbH 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.

## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013 - Umsatzanstieg bei erwarteter Ergebnisminderung

in Mio. €	1. HJ 2012	GJ 2012	1. HJ 2013
Umsatzerlöse	99,30	205,71	112,38
EBITDA (Marge)	11,00 (11,1 %)	22,89 (11,3 %)	6,49 (5,8 %)
EBIT (Marge)	10,65 (10,7 %)	21,88 (10,6 %)	5,68 (5,1 %)
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	6,97	14,72	3,60
EPS in €	0,17	0,36	0,09

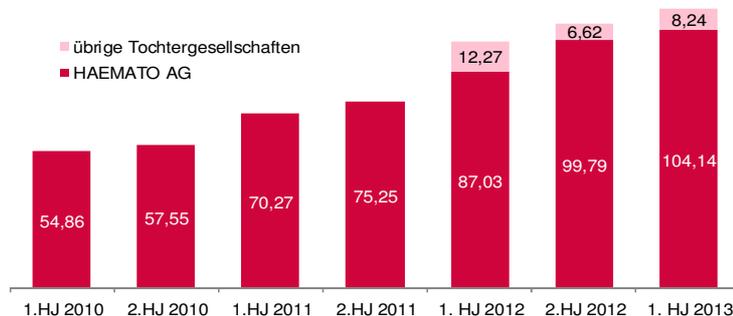
Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Umsatzbasis nach Umstrukturierung nachhaltig angehoben

Eine langfristige aussagekräftige Analyse der historischen Umsatzentwicklung ist bei der MPH AG angesichts der im Geschäftsjahr 2012 erfolgten strukturellen Veränderungen des MPH-Konsolidierungskreises nur eingeschränkt aussagekräftig. Mit der im Mai 2012 erfolgten Erstkonsolidierung der ehemaligen Windsor-Tochtergesellschaften (jetzt HAEMATO AG) wurde die Umsatzbasis ausgeweitet. Neben dem bisherigen, in der HAEMATO PHARM AG angesiedelten Stammgeschäft, handelt es sich bei den neuen Tochtergesellschaften im Einzelnen um die Simgen GmbH, Pharmigon GmbH sowie um das Immobiliensegment der ehemaligen Windsor AG. Zugleich adressiert die MPH AG seit dem laufenden Geschäftsjahr 2013 über die zwei Tochtergesellschaften M1 Med Beauty Berlin GmbH und Dr. Fischer Medical Care GmbH auch das Klinik-Segment.

Die damit erfolgte Ausweitung des Konsolidierungskreises macht sich in einem, im Geschäftsjahr 2012 erfolgten, Anstieg der Umsatzbasis bemerkbar:

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



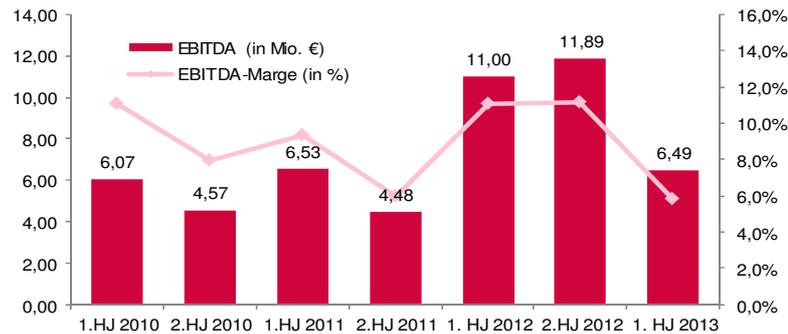
Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Innerhalb des MPH-Konsolidierungskreises ist die HAEMATO AG weiterhin für den überwiegenden Anteil der Umsätze verantwortlich. In der abgelaufenen Berichtsperiode entspricht der HAEMATO-Umsatz in Höhe von 104,14 Mio. € (GBC-Berechnungen) 92,7 % der Gesamtumsätze des MPH-Konzerns. Wir gehen von einer Fortsetzung dieses Umsatzbildes aus, wonach weiterhin der Generika- und Parallelimportbereich die Umsatzsituation der MPH dominieren sollten.

### Ergebnisentwicklung - Ergebnisrückgang durch fehlende Immobilienerträge

Entgegen der positiven Umsatzentwicklung der ersten sechs Monate 2013 verringerte sich das EBITDA wie erwartet deutlich von 11,00 Mio. € (1.HJ/12) auf 6,49 Mio. €. Auch das operative Ergebnis war von akquisitorisch bedingten Sondereffekten beeinflusst, so dass ein Vergleich zu den Vorjahreswerten eine nur eingeschränkte Aussagekraft hat. Einen signifikanten Einfluss auf die Ergebnisentwicklung des Vorjahres hatte hierbei die Veräußerung von Immobilien, welche ursprünglich dem Altgeschäft der ehemaligen Windsor AG zugehörten und zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung geführt hatten. Die Veräußerung von Immobilien hatte im Geschäftsjahr 2012 sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 10,32 Mio. € ausgelöst. Aufgrund fehlender Immobilientransaktionen hat sich die Ergebnissituation in der abgelaufenen Berichtsperiode daher wieder normalisiert. Sichtbar wird diese in einer normalisierten EBITDA-Marge in Höhe von 5,8 % (1.HJ/12: 11,1 %).

### EBITDA-Entwicklung



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

In der grafischen Darstellung der EBITDA-Entwicklung wird die Sonderstellung des Vorjahres gut erkennbar. Der Vergleich zu den Geschäftsjahren 2010 und 2011 offenbart dennoch eine tendenziell rückläufige Entwicklung der EBITDA-Marge. Diesbezüglich hat die MPH AG erneut bestätigt, dass das starke Umsatzwachstum bei der HAEMATO AG (Generika- und Parallelimporte) teilweise zu schlechteren Konditionen umgesetzt wurde. Unter anderem ist dies auch als Zugeständnis an einen stärkeren Wettbewerb bei Parallelimporten zu verstehen. Darüber hinaus erwirtschaftet die MPH AG nahezu ausschließlich inländische Umsätze, die weiterhin von Herstellerzwangsrabatten betroffen sind.

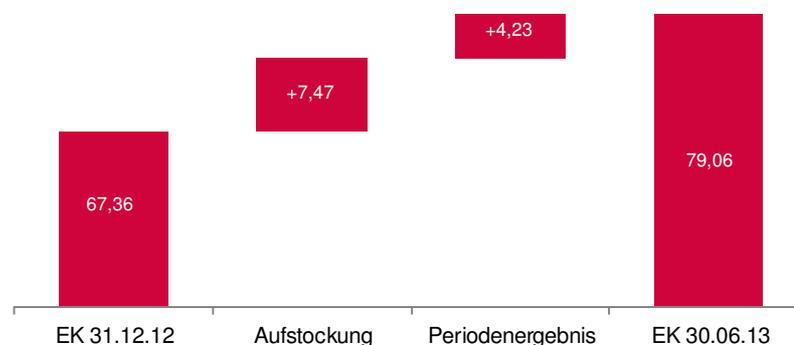
### Bilanzielle und finanzielle Situation - Starker Anstieg des Eigenkapitals

in Mio. €	30.06.2012	31.12.2012	30.06.2013
Eigenkapital (EK-Quote)	68,49 (59,2 %)	67,36 (60,4 %)	79,06 (61,0 %)
Eigenkapital nach Minderheiten (EK-Quote)	53,24 (46,0 %)	54,13 (48,5 %)	56,39 (43,5 %)
Working Capital	34,05	27,53	23,69
Finanzverbindlichkeiten	32,50	34,02	35,89
Liquide Mittel	9,00	14,57	21,13
Bilanzsumme	115,63	111,62	129,70

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Gegenüber der Geschäftsjahresbilanz zum 31.12.12 erhöhte sich das Eigenkapital der MPH AG signifikant von 67,36 Mio. € (31.12.12) auf 79,06 Mio. € (30.06.13). Angesichts der Bilanzsummenausweitung ergibt sich eine Eigenkapital-Quote von 61,0 % (31.12.12: 60,4 %).

### Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €)



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Neben dem Periodenergebnis (vor Minderheiten) in Höhe von 4,23 Mio. € nennt die MPH AG als wesentlichen Faktor der absoluten Eigenkapitalausweitung ein GuV-neutrales Wachstum in Höhe von 7,47 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €). Laut Angaben des Vorstandes hängt

diese mit der Erhöhung der Beteiligungsquote an der ehemaligen Windsor AG (jetzt HAEMATO AG) auf ca. 70,0 % (31.12.12: 60,7 %) zusammen. Die auf der Hauptversammlung beschlossene Dividendenauszahlung in Höhe von 7,87 Mio. € ist erst nach dem Bilanzstichtag erfolgt und hat sich folglich zum 30.06.13 noch nicht EK-mindernd ausgewirkt.

Bei einem Cashflow von insgesamt 6,56 Mio. € (auch hier sind die Dividendenauszahlungen in Höhe von 12,35 Mio. € noch nicht enthalten) kletterten die liquiden Mittel von 14,57 Mio. € (31.12.12) auf 21,13 Mio. €. Damit ist die MPH AG ausreichend ausgestattet, wenngleich die nach dem Bilanzstichtag vorgenommene Ausschüttung von 12,35 Mio. € naturgemäß eine deutliche Liquiditätsreduktion nach sich zieht.

### Prognose und Modellannahmen - Weiterhin hohe Umsatzdynamik erwartet

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

Auf der im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallenen operativen Entwicklung der ersten sechs Monate 2013 aufbauend, haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen gegenüber unserer letzten Researchstudie (29.05.2013) unverändert gelassen.

Die Weiterentwicklung der Unternehmensgruppe führt zu einer Etablierung der Segmente Pharma, Healthcare und Klinik. Der künftige Fokus dürfte weiterhin auf dem Pharma-Segment liegen. Für das MPH-Stammgeschäft, welches in der HAEMATO PHARM AG angesiedelt ist, rechnen wir unverändert mit einer Fortsetzung des Wachstums. Sowohl für das laufende als auch für das kommende Geschäftsjahr 2013 und 2014 erwarten wir bei der HAEMATO PHARM AG (inkl. darauf verschmolzene Simgen GmbH) Umsatzzuwächse auf 221,00 Mio. € (GJ 2013e) respektive 253,00 Mio. € (GJ 2014e).

Flankierend hierzu dürfte die ehemalige Windsor-Tochtergesellschaft Pharmigon GmbH, sowie die übrigen, neuen Geschäftsbereiche der MPH AG ebenfalls mit 9,00 Mio. € (GJ 2013e) sowie 10,50 Mio. € (GJ 2014e) zum Konzernumsatz beitragen. In Summe rechnen wir somit mit einer anhaltend dynamischen Umsatzentwicklung.

Aufgrund fehlender Immobilienveräußerungen dürfte das operative Ergebnis im laufenden Geschäftsjahr 2013 nicht an das Niveau des Vorjahres anknüpfen. Die auf Gesamtjahresbasis 2013 erwartete EBITDA-Marge in Höhe von 6,0 % entspricht in etwa der zum Halbjahr 2013 erreichten Größenordnung. Wir erkennen nach wie vor eine wettbewerbsbedingte Verschlechterung der Konditionen im Generika- und Parallelimportbereich, ein Umstand, den wir in unseren weiteren Ergebnisplanungen berücksichtigt haben. Für das kommende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir daher mit einer leicht rückläufigen Entwicklung der EBITDA-Marge auf dann 5,9 %.

Mittel- bis langfristig sollte die MPH AG in der Lage sein, wieder höhere Margenniveaus zu erwirtschaften. Eine entscheidende Rolle für diese Annahme spielt die Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft. Internationale Umsätze sind weder von Herstellerzwangsrabatten noch von der Pflicht Rückstellmuster vorzuhalten, betroffen. Über die neuen Konzerngesellschaften HAEMATO PHARM B.V. (Niederlande) sowie HAEMATO Asia Co. Ltd. (Thailand) sollen die internationalen Märkte stärker adressiert werden.

Auch zukünftig werden Minderheitenanteile in Höhe von 30 % des HAEMATO-Ergebnisses anfallen. Dies haben wir im nachfolgenden DCF-Modell berücksichtigt.

## 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 als neue Modellannahme Steigerungen beim Umsatz von 7,0 % (bisher: 5,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 6,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 29,8 % 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 2014 entspricht als Kursziel 4,40 €.** Gegenüber unserer bisherigen Bewertungseinschätzung (siehe Researchstudie Anno vom 29.05.2013) bedeutet dies eine geringfügige Reduktion des fairen Wertes. Dies ist in eine Folge der Berücksichtigung von Minderheitenanteilen in Höhe von 30 % des HAEMATO-Ergebnisses.

## MPH AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	6,6%	ewige EBITA - Marge	6,9%
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	281,95	301,68	322,80	345,39	369,57	395,44	
US Veränderung	11,8%	14,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	32,86	43,92	44,40	44,40	44,40	44,40	44,40	44,40	
EBITDA	13,90	15,60	18,61	19,91	21,30	22,80	24,39	26,10	
EBITDA-Marge	6,0%	5,9%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	
EBITA	12,60	14,25	17,80	19,05	20,39	21,81	23,34	24,98	
EBITA-Marge	5,5%	5,4%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,9%
Steuern auf EBITA	-2,77	-3,14	-4,45	-4,76	-5,10	-5,45	-5,84	-6,24	
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	13,35	14,29	15,29	16,36	17,51	18,73	
Kapitalrendite	27,4%	32,7%	37,1%	37,1%	37,1%	37,1%	37,1%	37,1%	39,0%
Working Capital (WC)	27,00	30,00	32,14	34,39	36,80	39,38	42,13	45,08	
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	-2,14	-2,25	-2,41	-2,58	-2,76	-2,95	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	7,00	6,00	6,35	6,79	7,27	7,78	8,32	8,91	
AFA auf OAV	-1,30	-1,35	-0,81	-0,86	-0,92	-0,98	-1,05	-1,12	
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	-1,16	-1,30	-1,39	-1,49	-1,59	-1,71	
Investiertes Kapital	34,00	36,00	38,49	41,19	44,07	47,15	50,45	53,99	
EBITDA	13,90	15,60	18,61	19,91	21,30	22,80	24,39	26,10	
Steuern auf EBITA	-2,77	-3,14	-4,45	-4,76	-5,10	-5,45	-5,84	-6,24	
Investitionen gesamt	0,53	-3,35	-3,30	-3,55	-3,80	-4,07	-4,35	-4,66	
Investitionen in OAV	0,00	-0,35	-1,16	-1,30	-1,39	-1,49	-1,59	-1,71	
Investitionen in WC	0,53	-3,00	-2,14	-2,25	-2,41	-2,58	-2,76	-2,95	
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	10,86	11,60	12,41	13,28	14,21	15,20	281,00

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	203,56	214,65
Barwert expliziter FCFs	58,67	55,37
Barwert des Continuing Value	144,89	159,27
Nettoschulden (Net debt)	9,64	6,87
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	193,92	207,78
Fremde Gewinnanteile	-25,01	-26,80
Wert des Aktienkapitals	168,90	180,98
Ausstehende Aktien in Tsd.	41,167	41,167
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,10	4,40

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,4%

WACC **9,9%**

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,9%	9,9%	10,9%	11,9%
33,0%	5,59	4,51	3,75	3,20	2,77
36,0%	6,10	4,91	4,07	3,46	3,00
39,0%	6,60	5,30	4,40	3,73	3,22
42,0%	7,11	5,70	4,72	4,00	3,45
45,0%	7,61	6,10	5,04	4,26	3,67

## Fazit

Weiterhin hohe Dynamik im Pharmasegment erwartet; Kursziel: 4,40; KAUFEN

In der abgelaufenen Berichtsperiode des ersten Halbjahres 2013 hat der MPH-Konzern ein Umsatzwachstum in Höhe von +13,2 % auf 112,38 Mio. € (VJ: 99,30 Mio. €) erwirtschaftet und damit die bisherige hohe Umsatzdynamik fortgesetzt. Nach der im Mai 2012 erfolgten Vollkonsolidierung der erworbenen ehemaligen Tochtergesellschaft Windsor hat die MPH Mittelständische Pharma Holding AG insgesamt eine Steigerung der Umsatzbasis erreicht. Nach wie vor zeichnet sich jedoch das bisherige in der HAEMATO AG gebündelte Stammgeschäft (Generika- und Parallelimporte) mit 92,7 % (GBC-Berechnungen) für den wesentlichen Umsatzanteil aus.

Entgegen der positiven Umsatzentwicklung der ersten sechs Monate 2013 verringerte sich das EBITDA deutlich von 11,00 Mio. € (1.HJ/12) auf 6,49 Mio. €. Auch das operative Ergebnis war von akquisitorisch bedingten Sondereffekten beeinflusst, so dass ein Vergleich zu den Vorjahreswerten eine nur eingeschränkte Aussagekraft hat. Einen signifikanten Einfluss auf die Ergebnisentwicklung des Vorjahres hatte hierbei die Veräußerung von Immobilien, welche ursprünglich dem Altgeschäft der ehemaligen Windsor AG zugehörten und zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung geführt hatten. Aufgrund fehlender Immobilientransaktionen hat sich die Ergebnissituation in der abgelaufenen Berichtsperiode daher wieder normalisiert. Sichtbar wird dies in einer normalisierten EBITDA-Marge in Höhe von 5,8 % (1.HJ/12: 11,1 %).

Gemäß unseren gegenüber der letzten Researchstudie (29.05.2013) unveränderten Prognosen rechnen wir auch für das zweite Halbjahr 2013 mit einer Fortsetzung der Umsatz- und Ergebnisentwicklung. Folglich erachten wir auf Gesamtjahresbasis 2013 ein Umsatzniveau in Höhe von 230,00 Mio. € und ein EBITDA in Höhe von 13,90 Mio. € (EBITDA-Marge: 6,0 %) als realistische Annahmen. Im kommenden Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatzanstieg auf 263,50 Mio. € und einer Erhöhung des EBITDA auf 15,60 Mio. € (EBITDA-Marge: 5,9 %). Wir erwarten nach wie vor eine wettbewerbsbedingte Verschlechterung der Konditionen im Generika- und Parallelimportbereich, ein Umstand, den wir in unseren Ergebnisplanungen berücksichtigt haben.

Mittel- bis langfristig sollte die MPH AG in der Lage sein, wieder höhere Margenniveaus zu erwirtschaften. Eine entscheidende Rolle für diese Annahme spielt die Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft. Internationale Umsätze sind nicht von Herstellerzwangsrabatten betroffen. Über die neuen Konzerngesellschaften HAEMATO PHARM B.V. (Niederlande) sowie HAEMATO Asia Co. Ltd. (Thailand) sollen die internationalen Märkte stärker adressiert werden.

**Im Rahmen des DCF-Modells haben wir auf Basis des Geschäftsjahres 2014 einen fairen Wert je Aktie von 4,40 € ermittelt. Damit weist die Bewertung ein starkes Aufwärtspotenzial auf. Deshalb vergeben wir das Rating KAUFEN und sehen die MPH Mittelständische Pharma Holding 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. 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/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](mailto:compliance@gbc-ag.de)

\* Nach Veröffentlichung dieser Studie (12.09.2013) wurde zum 28.11.2013 eine nachträgliche Korrektur der Dividenden für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 auf Seite 1 und Seite 6 (1. Absatz) vorgenommen. In der ursprünglich veröffentlichten Fassung waren diese mit 0,21 € je Vorzugsaktie und 0,20 € je Stammaktie (GJ 2011) sowie 0,30 € je Vorzugsaktie und 0,30 € je Stammaktie (GJ 2012) nicht richtig dargestellt. In dieser Fassung wurde die richtige Dividendenhöhe auf 0,20 € je Vorzugsaktie und 0,17 je Stammaktie (GJ 2011) sowie 0,22 € je Vorzugsaktie und 0,19 € je Stammaktie (GJ 2012) korrigiert.



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)