



## **Researchstudie (Update)**

### **MPH Mittelständische Pharma Holding AG**



**„Umsatzrekord erreicht; EBIT-Marge stabilisiert;  
Tochter HAEMATO AG dominiert die Geschäftsentwicklung“**

**Kursziel: 4,30 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

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

### Kaufen

**Kursziel: 4,30**

aktueller Kurs: 2,46  
8.9.2014 / ETR / 15:40 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A0L1H32  
WKN/ST: A0L1H3  
Börsenkürzel/ST: 93M  
Aktienanzahl<sup>9</sup>/ST: 42,814  
Marketcap<sup>9</sup>: 105,32  
EnterpriseValue<sup>9</sup>: 120,70  
<sup>9</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat/ST: 63,5 %

Transparenzlevel:  
Entry Standard  
Marktsegment:  
Open Market  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
CBS

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 13

### Unternehmensprofil

Branche: Pharma

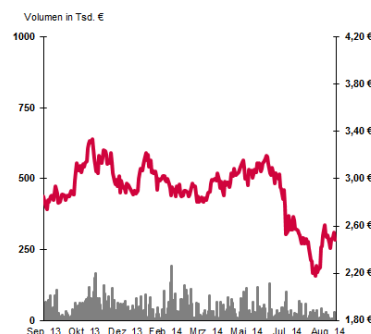
Fokus: Gesundheitswesen

Mitarbeiter: 148 Stand: 31.12.2013

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG ist als ein in Berlin ansässiges Unternehmen auf die Bereiche 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. Über die börsennotierte Tochtergesellschaft HAEMATO AG wird dabei der Bereich Parallelimporte und Generika abgedeckt. Das Kliniksegment mit dem Geschäftsschwerpunkt Schönheitschirurgie ist in der Tochtergesellschaft M1 Med Beauty AG gebündelt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	205,71	226,84	235,00	258,50
EBITDA	22,89	14,22	14,35	15,63
EBIT	21,88	12,50	12,53	13,78
JÜ (nach Minderheiten)	14,71	6,45	6,30	7,02

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,36	0,16	0,15	0,17
Dividende je ST-Aktie	0,19	0,10	0,11	0,12
Dividende je VZ-Aktie	0,22	0,11	-*	-*

\*Zusammenlegung der VZ-Aktien mit Stammaktien zum 03.09.14 erfolgt (neue ISIN: DE000A0L1H32)

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,59	0,53	0,51	0,47
EV/EBITDA	5,27	8,49	8,41	7,72
EV/EBIT	5,52	9,66	9,63	8,76
KGV	7,16	16,33	16,72	15,00
KBV		1,71		

### Finanztermine

27.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

05.6.2014: RS / 4,00 / KAUFEN

12.9.2013: RS / 4,40 / KAUFEN

17.7.2013: RG / 4,70 / KAUFEN

29.5.2013: RG / 4,70 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Im ersten Halbjahr 2014 hat die MPH Mittelständische Pharma Holding AG (MPH AG) ihren Wachstumskurs mit einem Umsatzanstieg in Höhe von +4,6 % auf 117,58 Mio. € (VJ: 112,38 Mio. €) fortgesetzt. Den maßgeblichen Anteil daran hatte, mit Umsatzerlösen in Höhe von 114,13 Mio. €, die 60,0%ige ebenfalls börsennotierte Tochtergesellschaft HAEMATO AG, welche von einer weiterhin hohen Nachfrage nach Parallelimporten und Generika profitierte.
- Die weiteren MPH-Tochtergesellschaften (M1 Med Beauty AG, Pharmigon GmbH, Windsor Grundbesitz AG) haben im ersten Halbjahr 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von insgesamt 3,45 Mio. € noch in geringem Umfang an der konzernweiten Umsatzentwicklung beigetragen. Ein besonderer strategischer Fokus liegt hierbei auf dem Bereich der Schönheitschirurgie (M1 Med Beauty AG), im Rahmen dessen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 bereits eine Liegenschaft für den Bau einer Schönheitsklinik erworben wurde.
- Der EBIT-Anstieg in Höhe von +9,9 % auf 6,24 Mio. € (VJ: 5,68 Mio. €) ist im Vergleich zur Umsatzausweitung überproportional stark ausgefallen und folglich verbesserte sich die EBIT-Marge auf 5,3 % (VJ: 5,1 %).
- Weiterhin dürfte die Tochtergesellschaft HAEMATO AG zunächst der wichtigste Faktor für die Geschäftsentwicklung der MPH AG bleiben. Mit dem Fokus auf Parallelimporte und Generika weist die HAEMATO AG einen hohen Spezialisierungsgrad in einem wachstumsstarken Bereich auf. Insgesamt begründet sich das Wachstum bei Parallelimporten und Generika auf einem zunehmenden Kostendruck bei Arzneimitteln. Hierauf basiert auch unsere Prognose einer Fortsetzung des bereits eingeschlagenen Wachstumskurses.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 235,00 Mio. € (davon HAEMATO AG: 225,64 Mio. €) sowie für das kommende Geschäftsjahr 2015 mit Umsatzerlösen in Höhe von 258,50 Mio. € (HAEMATO AG: 248,20 Mio. €). Die Prognose einer EBIT-Marge für 2014 und 2015 in Höhe von 5,3 % (2013: 5,5 %) erscheint vor dem Hintergrund der intensiven Wettbewerbssituation bei Parallelimporten plausibel. Mittel- bis langfristig dürften sich unseres Erachtens wieder überproportionale Ergebnissteigerungen einstellen. Wichtig hierfür ist das Anlaufen des margenstarken Kliniksegments sowie ein erwarteter höherer Anteil internationaler Umsätze („ohne Rückstellmuster“, „ohne Herstellerzwangsrabatt“) bei der HAEMATO AG.
- Im Rahmen unseres aktualisierten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 4,30 € (bisher: 4,00 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist durch den Prolongationseffekt bedingt, wodurch wir die Kurszielbasis auf das Geschäftsjahr 2015 (bisher: 2014) gemäß unserer Bewertungssystematik prolongiert haben. Vor dem Hintergrund des sich auf dem aktuellen Kursniveau ergebenden deutlichen Kurspotenzials, vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

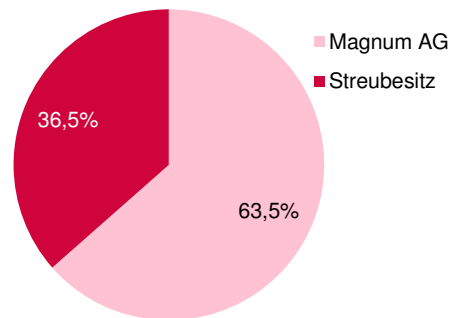
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2014 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2014.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014 .....	7
<b>Prognosen und Bewertung.....</b>	<b>8</b>
Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
DCF-Modell.....	11
<b>Anhang .....</b>	<b>12</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Magnum AG	63,5 %
Streubesitz	36,5 %

Quelle: MPH AG; GBC AG



Bei den Aktiengattungen der MPH Mittelständisch Pharma Holding AG (kurz: MPH AG) haben sich wesentliche Veränderungen ergeben.

Gemäß Hauptversammlungsbeschluss vom 27.07.14 wurde die Zusammenlegung der stimmrechtslosen Vorzugsaktien auf Stammaktien mit Stimmrecht am 03.09.14 umgesetzt. Damit teilt sich das Grundkapital der MPH AG zunächst in 41,17 Mio. Stammaktien mit Stimmrecht (vorher: 19,03 Mio. Vorzugsaktien und 22,14 Mio. Stammaktien). Zeitgleich zur Zusammenlegung beider Aktiengattungen erfolgte eine Kapitalerhöhung. Im Wege dieser Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln erhöhte sich die Aktienzahl um 1,65 Mio. Stück von 41,17 Mio. Stück auf 42,81 Mio. Stück. Die Kapitalerhöhung erfolgte durch Ausgabe von 1,65 Mio. neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien, die an die Aktionäre der Gesellschaft im Verhältnis 25:1 ausgegeben wurden, so dass auf fünfundzwanzig bestehende Aktien eine neue Stückaktie entfällt.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2014

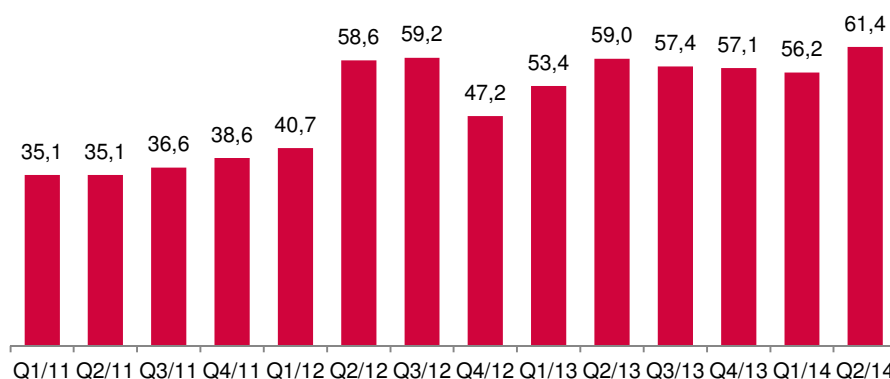
in Mio. €	1.HJ 2013	Δ in %	1.HJ 2014
Umsatzerlöse	112,38	+4,6%	117,58
EBITDA	6,49	+9,9%	7,14
EBITDA-Marge	5,8%	+0,3 Pp	6,1%
EBIT	5,68	+9,9%	6,24
EBIT-Marge	5,1%	+0,2 Pp	5,3%
Periodenergebnis (vor Minderheiten)	4,23	+7,6%	4,55

Quelle: MPH AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2014 - Neuer Rekordwert erreicht

Auch im ersten Halbjahr 2014 war der in der Tochtergesellschaft HAEMATO AG integrierte Bereich Parallelimporte und Generika, mit einem Anteil von 97,1 %, für den wesentlichen Teil der Umsatzerlöse der MPH AG verantwortlich. Das Umsatzwachstum in Höhe von +4,6 % auf 117,58 Mio. € (VJ: 112,38 Mio. €) basiert daher hauptsächlich auf der Ausweitung der HAEMATO-Umsätze, welche von einer weiterhin hohen Nachfrage nach aus dem EU-Ausland bezogenen, preisgünstigen Präparaten profitierte. Rund 60 % der Umsatzerlöse werden dabei mit Arzneimitteln aus dem Onkologie-Bereich erwirtschaftet und 20 % im Bereich HIV. Die Bereiche Rheumatologie, Neurologie und Herz-Kreislaufkrankungen steuerten insgesamt 20 % zu den Umsatzerlösen bei.

### Umsatzentwicklung auf Quartalsbasis (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Erwähnenswert ist dabei das erreichte Umsatzniveau des zweiten Quartals 2014 in Höhe von 61,41 Mio. €, womit ein neuer Rekordwert auf Quartalsbasis markiert wird. Gegenüber dem ersten Quartal 2011 konnte somit die Umsatzbasis nahezu verdoppelt werden, was in erster Linie auf einen Ausbau der Zulassungen im Bereich der Parallelimporte und Generika zurückzuführen ist.

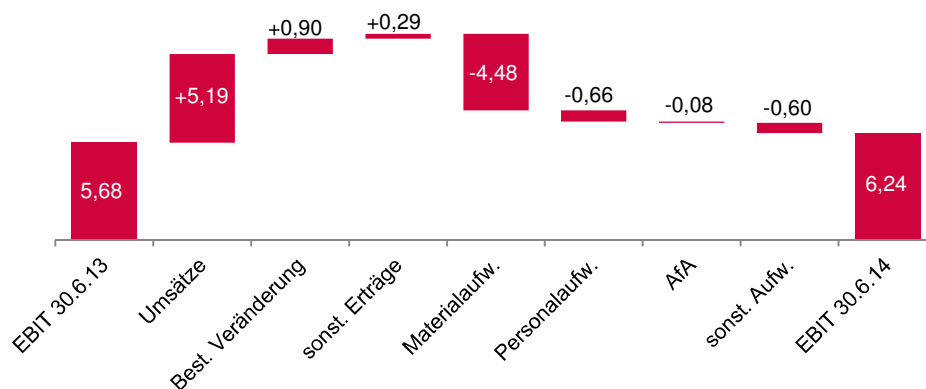
Die übrigen Tochtergesellschaften (M1 Med Beauty AG, Pharmigon GmbH, Windsor Grundbesitz AG) haben im ersten Halbjahr 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von insgesamt 3,45 Mio. € erst in geringem Umfang an der konzernweiten Umsatzentwicklung beigetragen. Ein besonderer strategischer Fokus liegt hierbei auf dem Bereich der Schönheitschirurgie (M1 Med Beauty AG), im Rahmen dessen eine Liegenschaft für den Bau einer Schönheitsklinik erworben wurde (siehe Seite 7).

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2014 Überproportionaler EBIT-Anstieg; EBIT-Marge hat sich stabilisiert

Analog zur Umsatzentwicklung ist die Ergebnisentwicklung der Tochter HAEMATO AG der wichtigste Faktor der Konzernergebnisentwicklung der MPH AG. Das EBIT erhöhte sich überproportional um +9,9 % auf 6,24 Mio. € (VJ: 5,68 Mio. €) und damit verbesserte sich die EBIT-Marge leicht auf 5,3 % (VJ: 5,1 %). Rund 90 % des operativen Ergebnisses wurde innerhalb der Tochtergesellschaft HAEMATO AG generiert.

Positiv anzumerken ist in diesem Kontext die vergleichsweise stabile Entwicklung der Materialkostenquote, welche mit 90,5 % (VJ: 90,7 %) sogar leicht unterhalb des Vorjahresniveaus lag. Absolut stiegen die Materialaufwendungen, als Folge der erhöhten Umsatzbasis, von 101,96 Mio. € (1.HJ 2013) auf 106,44 Mio. € (1.HJ 2014) an. Gemäß Unternehmensangaben ist das aktuelle Marktumfeld im Bereich der Parallelimporte von einer verschärften Wettbewerbssituation und folglich von Preissteigerungen auf der Einkaufsseite geprägt. Die daraus resultierende Tendenz niedrigerer Margenniveaus konnte im ersten Halbjahr 2014 gestoppt werden und hat unserer Ansicht nach, wie auch der Entwicklung der Materialkostenquote zu entnehmen ist, den Boden gefunden. Folgende Faktoren waren darüber hinaus für den leicht überproportionalen operativen Ergebnisanstieg verantwortlich:

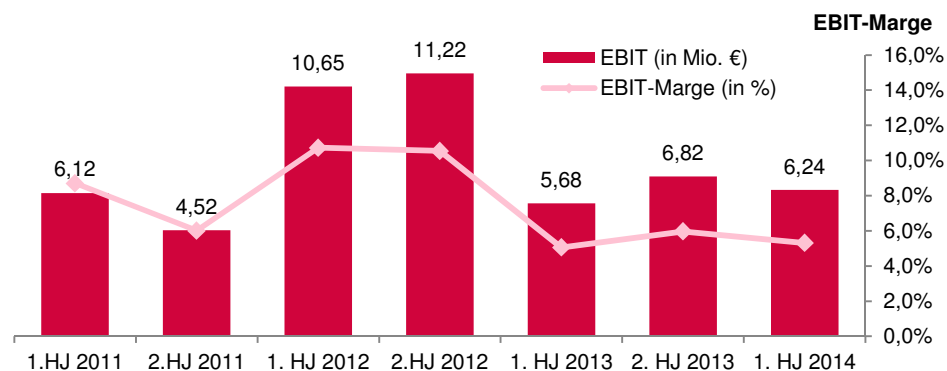
### EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Anhand der obigen Darstellung wird die Bedeutung der ausgeweiteten Umsatzbasis und im Vergleich dazu der unterproportionale Anstieg der Materialaufwendungen ersichtlich. Die übrigen Kostenpositionen haben sich erwartungsgemäß entwickelt, wobei, aufgrund der höheren Umsatzerlöse, die Kostenbasis naturgemäß insgesamt angestiegen ist.

### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Ausgehend von einem Finanzergebnis in Höhe von -0,74 Mio. € (VJ: -0,52 Mio. €) sowie von Steueraufwendungen in Höhe von -0,95 Mio. € (VJ: -0,93 Mio. €) erwirtschaftete die MPH AG ein Periodenergebnis (vor Minderheiten) in Höhe von 4,55 Mio. € (VJ: 4,23 Mio. €). Die Steueraufwendungen sind, wie auch schon in den Vorperioden, unterhalb unserer Erwartungen ausgefallen.

In dem von der MPH AG zum Halbjahr 2014 ausgewiesenen Ergebnis sind die Minderheitenanteile für die HAEMATO-Aktionäre noch nicht berücksichtigt. Da sich jedoch der Beteiligungsanteil der MPH AG an der Tochtergesellschaft HAEMATO AG zum Stichtag 30.06.14 auf rund 60,0 % belief, ist das HAEMATO-Nachsteuerergebnis (1.HJ 2014: 4,88 Mio. €) lediglich zu 60,0 % den MPH-Aktionären zuzurechnen.

## **Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2014**

### **Solide, trotz Ausweitung der Bilanzsumme**

<b>in Mio. €</b>	<b>30.06.2013</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>30.06.2014</b>
Eigenkapital (inkl. Minderheiten)/ EK-Quote	79,06 / 61,0%	79,19 / 62,1%	89,90 / 61,1%
Eigenkapital (exkl. Minderheiten)/EK-Quote	56,39 / 43,5%	61,57 / 48,3%	65,96 / 44,8%
Operatives Anlagevermögen	7,79	20,80	23,97
Working Capital	23,69	29,10	30,92
Net Debt	-8,40	15,38	9,42
Cashflow (operativ)	-1,70	-4,45	-2,83
Cashflow (Investition)	1,13	-1,52	4,39
Cashflow (Finanzierung)	7,13	-3,24	3,35

*Quelle: MPH AG; GBC AG*

Das Eigenkapital (vor Minderheiten) erhöhte sich zum 30.06.2014, trotz der erfolgten Dividendenauszahlung in Höhe von 4,31 Mio. €, auf 65,96 Mio. € (31.12.13: 61,57) Mio. €. Neben dem positiven Gesamtergebnis der abgelaufenen Berichtsperiode ist der Verkauf eigener MPH-Aktien, welche zuvor das Eigenkapital gemindert hatten, hierfür verantwortlich. Angesichts einer deutlich höheren Bilanzsumme minderte sich jedoch die EK-Quote (vor Minderheiten) leicht auf 44,8 % (31.12.13: 48,3 %).

Die passivseitige Bilanzsummenausweitung auf 147,15 Mio. € (31.12.13: 127,48 Mio. €) ist hauptsächlich auf zwei Effekte zurückzuführen. Einerseits legten die Minderheitenanteile auf 23,94 Mio. € (31.12.13: 17,62 Mio. €) zu. Hier finden sich die börsennotierten HAEMATO-Anteile (Free-Float HAEMATO AG) wieder, welche nicht im Besitz der MPH AG sind. Ebenfalls zur Bilanzverlängerung hat die höhere Inanspruchnahme von Bankkrediten in Höhe von 32,23 Mio. € (30.06.13: 26,63 Mio. €) beigetragen.

Aktivseitig ist eine Ausweitung der Vorräte auf 37,06 Mio. € (31.12.13: 31,30 Mio. €) sichtbar. Damit weist die Gesellschaft einen gesteigerten Arzneimittelvorrat auf, wodurch eine schnelle Bedienung der Nachfrage ermöglicht wird. Zugleich erhöhte sich der Marktwert der Renditeliegenschaften auf 16,47 Mio. € (31.12.13: 12,80 Mio. €). Für den in der Tochtergesellschaft M1 Med Beauty AG zusammengefassten Bereich Schönheitschirurgie hat die Gesellschaft eine Liegenschaft für den Bau einer Schönheitsklinik erworben.

Das positive Nachsteuerergebnis, der Verkauf eigener Anteile, die leichte Reduktion der HAEMATO-Beteiligung sowie die Aufnahme von Finanzkrediten bedeutet in Summe einen positiven Cashflow in Höhe von 4,90 Mio. €. Folglich erhöhte sich der Liquiditätsbestand von 5,85 Mio. € (31.12.13) erfreulich auf 10,76 Mio. €, ein ebenfalls bedeutender Faktor für die Bilanzverlängerung.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

### Tochter HAEMATO AG dominiert noch die Prognosen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	226,87	235,00	258,50
EBITDA (EBITDA-Marge)	14,22 (6,3%)	14,35 (6,1%)	15,63 (6,0%)
EBIT (EBIT-Marge)	12,50 (5,5%)	12,53 (5,3%)	13,78 (5,3 %)
Jahresüberschuss	6,45	6,30	7,02
EPS in €	0,16	0,15	0,16

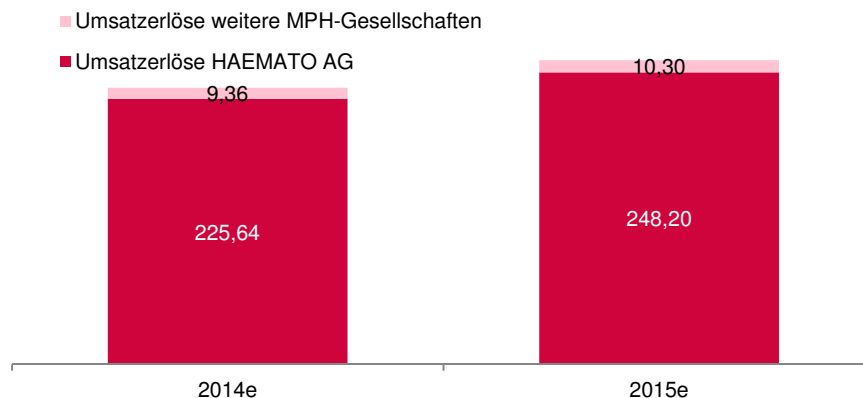
Quelle: GBC AG

Die Umsatz- und Ergebnisprognosen der Geschäftsjahre 2014 und 2015 fundieren bei der MPH AG in erster Linie auf der Geschäftsentwicklung der wichtigsten Tochtergesellschaft HAEMATO AG. Flankierend hierzu tragen die weiteren MPH-Töchter (M1 Med Beauty AG, Pharmigon GmbH, Windsor Grundbesitz AG, Dr. Fischer Medical Care GmbH) ebenfalls zur Geschäftsentwicklung bei, jedoch noch auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Unterstützt wird diese Prognose durch die veröffentlichten Halbjahreszahlen 2014, welche von der Geschäftsentwicklung des Pharmasegments (Parallelimporte und Generika) der HAEMATO AG dominiert waren.

Bei der HAEMATO AG (siehe GBC Researchstudie zur HAEMATO AG vom 29.08.14) rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von 225,64 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr 2015 dürfte ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % und damit Umsatzerlöse in Höhe von 248,20 Mio. € erwirtschaftet werden. Entscheidend ist hier der hohe Spezialisierungsgrad dieser Tochtergesellschaft auf einen Bereich, der von hohen Wachstumsraten geprägt ist. Insgesamt begründet sich das Wachstum bei Parallelimporten und Generika auf einem zunehmenden Kostendruck bei Arzneimitteln.

Die zusätzlichen Umsatzpotenziale der weiteren MPH-Töchter dürften unseren Prognosen zufolge im Geschäftsjahr 2014 bei 9,36 Mio. € sowie im Geschäftsjahr 2015 bei 10,30 Mio. € liegen. Ein wichtiger strategischer Baustein der MPH AG ist diesbezüglich der Ausbau des Kliniksegments, insbesondere im Bereich der Schönheitschirurgie. Zwar werden hier bereits Erlöse erwirtschaftet, wir rechnen jedoch erst mittelfristig mit einem signifikanten Anstieg der Umsätze.

#### Umsatzprognosen (in Mio. €)

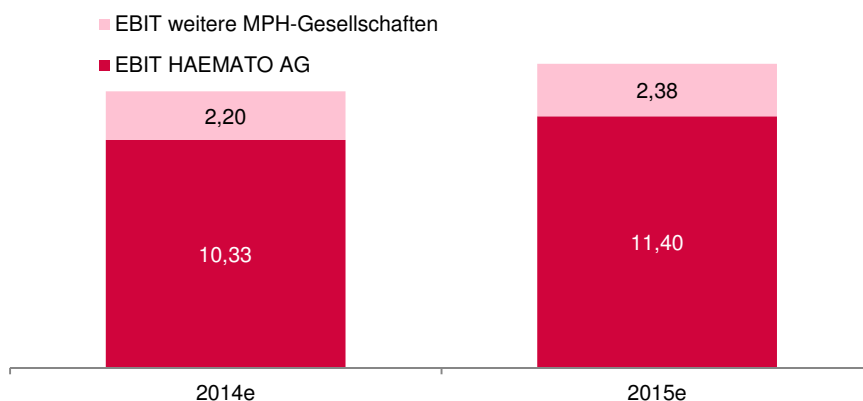


Quelle: GBC AG

Auf EBIT-Ebene rechnen wir für das GJ 2014 mit einer soliden Entwicklung und damit einem EBIT in Höhe von 12,53 Mio. € (GJ 2013: 12,50 Mio. €), was angesichts der höheren Umsatzbasis einem Rückgang der EBIT-Marge auf 5,3 % (GJ 2013: 5,5 %) ent-

spricht. Dies liegt in erster Linie in der Erwartung fehlender Sondereffekte begründet, die sich auf das Vorjahresergebnis positiv ausgewirkt haben. Grundsätzlich erkennen wir im Bereich der Parallelimporte wettbewerbsbedingt einen anhaltenden Margendruck. Der intensivere Wettbewerb und daraus resultierender höhere Einkaufspreise haben bereits in den letzten Berichtsperioden rückläufige Ergebnismargen nach sich gezogen, diese haben sich jedoch zuletzt stabilisiert. Auf dieser Annahme basierend, sowie vor dem Hintergrund, dass die HAEMATO AG für den überwiegenden EBIT-Beitrag verantwortlich ist, erwarten wir auch im kommenden Geschäftsjahr 2015 mit 5,3 % ein vergleichsweise moderates EBIT-Margenniveau (EBIT: 13,78 Mio. €). Mittel- bis langfristig dürften sich wieder überproportionale Ergebnissteigerungen einstellen. Wichtig hierfür ist das Anlaufen des erwarteten margenstarken Kliniksegments sowie ein höherer Anteil internationaler Umsätze („ohne Rückstellmuster“, „ohne Herstellerzwangsrabatt“) bei der HAEMATO AG.

**EBIT-Prognose (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

Mit der Beteiligungsquote von rund 60,0 % an der Tochtergesellschaft HAEMATO AG steht den MPH-Aktionären der Nachsteuergewinn dieser Tochtergesellschaft in Höhe der Beteiligungsquote zu. Dies haben wir anhand der Minderheitenanteile sowohl bei den konkreten Prognosen als auch im DCF-Modell berücksichtigt.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 %. Als Ziel-EBITDA-Marge haben wir 6,9 % 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 Mittelständische Pharma Holding 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 1,54.

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 85 % unterstellen (bisher: 90,0 %), ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,64 % (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 2015 entspricht als Kursziel 4,30 € (bisher: 4,00 €). Die Kurszielanhebung ist durch den Prolongationseffekt bedingt, wodurch wir die Kurszielbasis auf das Geschäftsjahr 2015 (bisher: 2014) gemäß unserer Bewertungssystematik prolongiert haben.

## DCF-Modell

### 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	6,9%	ewige EBITA - Marge	7,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,0%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	10,7%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	235,00	258,50	276,60	295,96	316,67	338,84	362,56	387,94	
US Veränderung	3,6%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,75	12,86	12,86	12,86	12,86	12,86	12,86	12,86	
EBITDA	14,35	15,63	18,95	20,27	21,69	23,21	24,84	26,57	
EBITDA-Marge	6,1%	6,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	
EBITA	12,53	13,78	17,74	18,98	20,31	21,73	23,26	24,88	
EBITA-Marge	5,3%	5,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	7,0%
Steuern auf EBITA	-1,88	-2,07	-4,44	-4,75	-5,08	-5,43	-5,81	-6,22	
zu EBITA	15,0%	15,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	10,65	11,71	13,31	14,24	15,23	16,30	17,44	18,66	
Kapitalrendite	21,3%	23,9%	27,0%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	27,8%	29,2%
Working Capital (WC)	29,00	29,10	29,68	31,76	33,98	36,36	38,90	41,63	
WC zu Umsatz	12,3%	11,3%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
Investitionen in WC	0,10	-0,10	-0,58	-2,08	-2,22	-2,38	-2,55	-2,72	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	20,00	20,10	21,51	23,01	24,62	26,35	28,19	30,16	
AFA auf OAV	-1,82	-1,85	-1,20	-1,29	-1,38	-1,48	-1,58	-1,69	
AFA zu OAV	9,1%	9,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in OAV	-1,02	-1,95	-2,61	-2,79	-2,99	-3,20	-3,42	-3,66	
Investiertes Kapital	49,00	49,20	51,19	54,77	58,60	62,70	67,09	71,79	
EBITDA	14,35	15,63	18,95	20,27	21,69	23,21	24,84	26,57	
Steuern auf EBITA	-1,88	-2,07	-4,44	-4,75	-5,08	-5,43	-5,81	-6,22	
Investitionen gesamt	-0,92	-2,05	-3,19	-4,87	-5,21	-5,58	-5,97	-6,39	
Investitionen in OAV	-1,02	-1,95	-2,61	-2,79	-2,99	-3,20	-3,42	-3,66	
Investitionen in WC	0,10	-0,10	-0,58	-2,08	-2,22	-2,38	-2,55	-2,72	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	11,55	11,51	11,32	10,65	11,40	12,20	13,05	13,97	283,31

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	207,15	215,62
Barwert expliziter FCFs	58,43	52,55
Barwert des Continuing Value	148,72	163,06
Nettoschulden (Net debt)	9,76	4,36
Wert des Eigenkapitals	197,39	211,25
Fremde Gewinnanteile	-25,37	-27,16
Wert des Aktienkapitals	172,02	184,09
Ausstehende Aktien in Mio.	42,81	42,81
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,02	<b>4,30</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	10,5%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>9,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
28,2%	5,05	4,56	4,15	3,81	3,51
28,7%	5,14	4,64	4,23	3,87	3,57
29,2%	5,23	4,72	<b>4,30</b>	3,94	3,63
29,7%	5,32	4,81	4,37	4,00	3,69
30,2%	5,41	4,89	4,45	4,07	3,75

## 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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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)



**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](mailto:office@gbc-ag.de)