



Researchstudie (Initial Coverage)

- nur für institutionelle Investoren bestimmt-



Wachstumsstarke Pharmaholding in einem attraktiven Marktumfeld

**- Derzeit noch deutlich unterbewertet
und Wachstum noch nicht eingepreist -**

Kursziel: 4,30 €

Rating: Kaufen

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

MPH Mittelständische Pharma Holding AG

Kaufen

Kursziel: 4,30

aktueller Kurs / VZ: 2,26

7.10.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/VZ: DE000A0NF697

ISIN/ST: DE000A0L1H32

WKN/VZ: A0NF69

Börsenkürzel/VZ: 93MV

Aktienanzahl³/VZ: 19,025

Aktienanzahl³/ST: 19,025

Marketcap³: 85,99

EnterpriseValue³: 87,40

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat/VZ: 16,5 %

Freefloat/ST: 0,0 %

Transparenzlevel:

First Quotation Board

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

CBS

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

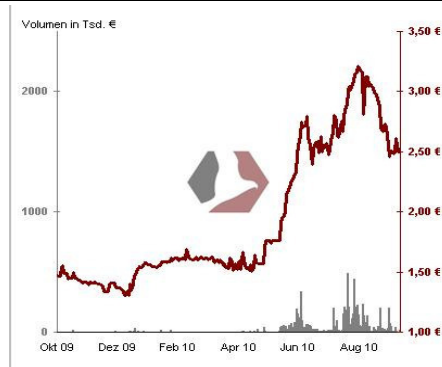
Fokus: Beschaffung, Herstellung und
Lizensierung pharmazeutischer Produkte

Mitarbeiter: 43 Stand: 30.6.2010

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG ist eine börsennotierte Holding, die sich strategisch auf Wachstumssegmente im Pharmamarkt konzentriert. Mit dem Tochterunternehmen HAEMATO PHARM AG werden aktuell die Geschäftsfelder Entwicklung und Zulassung von Generika sowie Lizensierung und Parallelimport von europäischen Markenarzneimitteln abgedeckt. Die Kernkompetenzen liegen somit in der Beschaffung, Herstellung und Lizensierung pharmazeutischer Produkte. Weitere strategische Geschäftsfelder werden aus den Herausforderungen, die der Pharmamarkt stellt, entwickelt. Sie sollen in neu zu gründenden Tochterunternehmen zu weiteren Schwerpunkten ausgebaut werden.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.09	31.12.10e	31.12.11e	31.12.12e
Umsatz	62,22	105,15	133,50	173,55
EBITDA	6,38	12,15	18,37	23,75
EBIT	6,15	11,80	17,97	23,27
Jahresüberschuss	5,08	9,74	13,22	16,66

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,13	0,26	0,35	0,44
Dividende je VZ Aktie*	0,13	0,15	0,20	0,25

* Ausschüttungsquoten von 50-75 % des Jahresergebnisses erwartet

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,40	0,83	0,65	0,50
EV/EBITDA	13,70	7,19	4,76	3,68
EV/EBIT	14,21	7,40	4,86	3,76
KGV	16,93	8,83	6,51	5,16
KBV	1,48			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

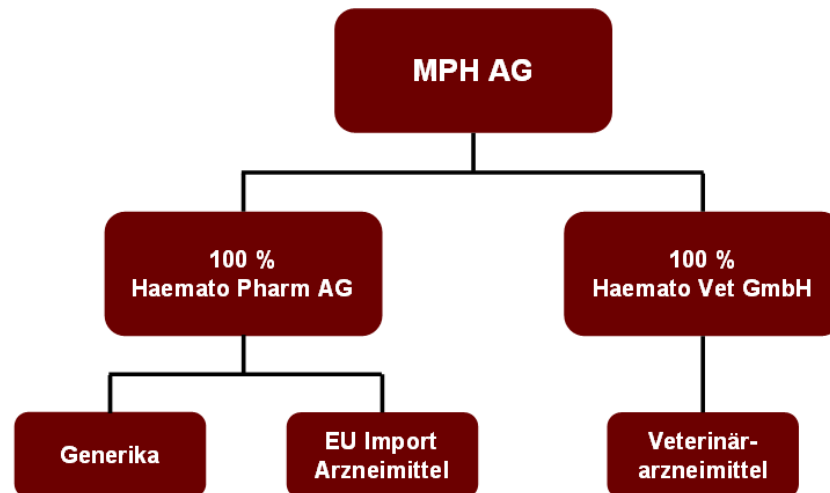
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Konsolidierungskreis der MPH AG



Quelle: MPH AG; GBC AG

Der Fokus der MPH AG liegt im Erwerb oder der Gründung von Portfoliounternehmen aus dem Pharmabereich und weist damit einen Holdingcharakter auf. Derzeit befinden sich im Konsolidierungskreis der Gesellschaft zwei 100%ige operative Tochtergesellschaften, die Haemato Pharm AG und die Haemato Vet GmbH. Die Tätigkeit der Haemato Pharm AG erstreckt sich auf die Wachstumssegmente Generika (wirkstoffgleiche Kopien von Arzneimitteln nach Ablauf von Patentrechten) sowie Parallelimporte (Medikamentenimport aus einem EU-Land, das ein vergleichsweise niedriges Preisniveau aufweist). Die Haemato Pharm AG verfügt derzeit über 203 Zulassungen im Bereich der Parallelimporte und über 9 Zulassungen für die Herstellung von Generika. Der Schwerpunkt der Zulassungen deckt hierbei hauptsächlich die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma und Neurologie ab.

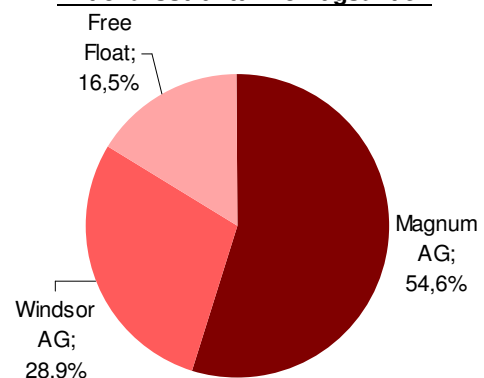
Desweiteren wurde im April des laufenden Geschäftsjahres 2010 die Haemato Vet GmbH gegründet, eine Gesellschaft, die sich im Veterinärbereich engagieren soll.

Aktionärsstruktur der MPH AG

Anteilseigner in %	Stammaktien	Vorzugsaktien
Magnum AG	100,0 %	54,6 %
Windsor AG	0,0 %	28,9 %
Free Float	0,0 %	16,5 %

Quelle: MPH AG; GBC AG

Aktionärsstruktur Vorzugsaktien

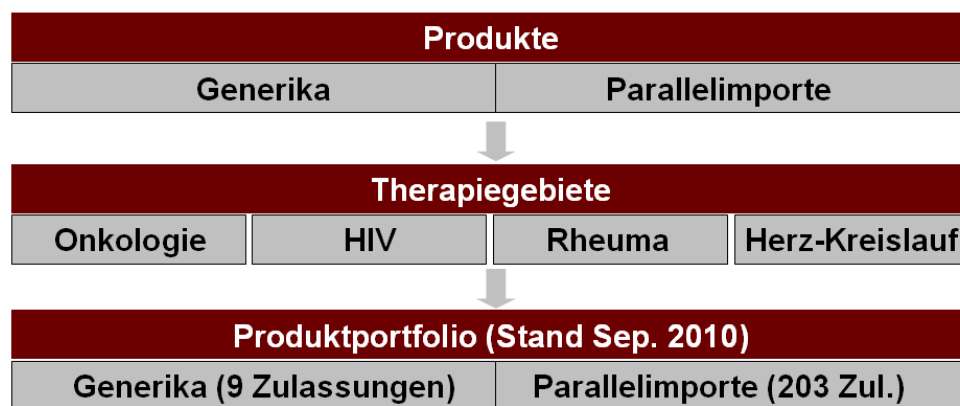


Historie der MPH AG

Wichtige Meilensteine in der Unternehmensgeschichte	
November 2008	Rubin 60 AG wurde als Vorratsgesellschaft mit einem Grundkapital von 50.000 EUR errichtet
Januar 2009	Sämtliche Anteile der Rubin 60 AG wurden durch MAGNUM AG erworben; im Zuge dieser Transaktion wurde eine Neufassung durch einen Beschluss auf der Hauptversammlung verabschiedet, Umbenennung in MPH Magnum Pharma Holding AG
Februar 2009	Einbringungsvertrag zwischen MPH Magnum Pharma Holding AG und der MAGNUM AG über Einbringung aller 500.000 Stückaktien der HAEMATO PHARM AG im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung der MPH Magnum Pharma Holding AG
März 2009	Grundkapital der Gesellschaft wurde durch Beschluss der Hauptversammlung durch die Ausgabe von 38,00 Mio. neuen Stückaktien auf 38,05 Mio. € erhöht. Gegenstand der Kapitalerhöhung war die Sacheinlage der HAEMATO PHARM AG mit einem Nennbetrag von 500.000 €.
März 2009	Aufnahme der Geschäftstätigkeit der MPH AG
Mai 2009	Sämtliche Geschäftsanteile der Oncos GmbH mit einem Nennwert von 25.000 € wurden für einen Kaufpreis von 25.000 € von der HAEMATO PHARM AG übernommen.
Juni 2009	Umbenennung in MPH MITTELSTÄNDISCHE PHARMA HOLDING AG; Umwandlung von 19,03 Mio. der 38,05 Mio. Stammaktien in Vorzugsaktien ohne Stimmrecht
September 2009	Erstnotiz der Vorzugsaktien an der Börse Frankfurt im Open Market
Dezember 2009	Verkauf der Tochtergesellschaft Simgen GmbH (ehem. Oncos GmbH) an Windsor AG
April 2010	Gründung der Haemato Vet GmbH, einer neuen Tochtergesellschaft, die sich im Veterinärbereich engagieren soll

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die Haemato Pharm AG ist, wie bereits im Konsolidierungskreis dargestellt, derzeit die einzige operative und damit die wichtigste Tochtergesellschaft der MPH AG. Der Geschäftsfokus der Haemato Pharm AG wird in der folgenden Grafik dargestellt:



Quelle: Haemato Pharm AG

Damit konzentriert sich die Gesellschaft zum einen auf die Entwicklung und Zulassung von Generika. Die Lizenzierung und der Import von europäischen Markenarzneimitteln erfolgt unter der Berücksichtigung von höchsten Qualitätsstandards und das Produktsortiment umfasst dabei die Indikativbereiche Onkologie, HIV, Neurologie, Herz-Kreislauf sowie Rheuma.

Generika sind Arzneimittel, deren Wirkstoffe nicht mehr dem Patentschutz unterliegen und damit eine wirkungsgleiche Nachahmung eines bereits unter einem Markennamen auf dem Markt befindlichen Medikaments darstellen. Sie sind therapeutisch äquivalent zum Originalpräparat und daher genau so sicher und wirksam wie das Original. Der Vorteil von Generika liegt im Kostenfaktor, da diese aufgrund der bereits erfolgten Amortisation der Forschungs- und Entwicklungskosten günstiger als das Originalpräparat sind.

Neben dem Bereich Generika ist das Geschäftssegment der **Parallelimporte** für die Hae-

mato Pharm AG von hoher Bedeutung und hier wird derzeit der Großteil der Umsätze erzielt. „Parallelimporte“ sind dabei der Import preisgünstiger Original- oder Markenpräparate, die ausschließlich aus Mitgliedsländern der EU bezogen werden. Hierbei werden die Preisunterschiede genutzt, welche sich durch die unterschiedlichen Preisstrategien der Hersteller in verschiedenen Ländern ergeben. Insgesamt zeichnen sich die Parallelimporte für 90 % der in Europa importierten Markenarzneimittel verantwortlich. Die importierten Arzneimittel müssen für den deutschen Markt aufbereitet („umverpackt“) werden, wofür die Haemato Pharm AG seit 2006 die Herstellererlaubnis nach § 13 AMG besitzt.

Ein wichtiges erfülltes Kriterium für eine erfolgreiche Geschäftstätigkeit der Haemato Pharm AG liegt im Nachweis eines funktionierenden Qualitätssicherungssystems nach § 3 des AMWHV. Hierzu gehört die Herstellung unter kontrollierten Reinraumbedingungen sowie eine lückenlose Rückverfolgbarkeit der Produkte durch eine ordnungsgemäße Dokumentation.

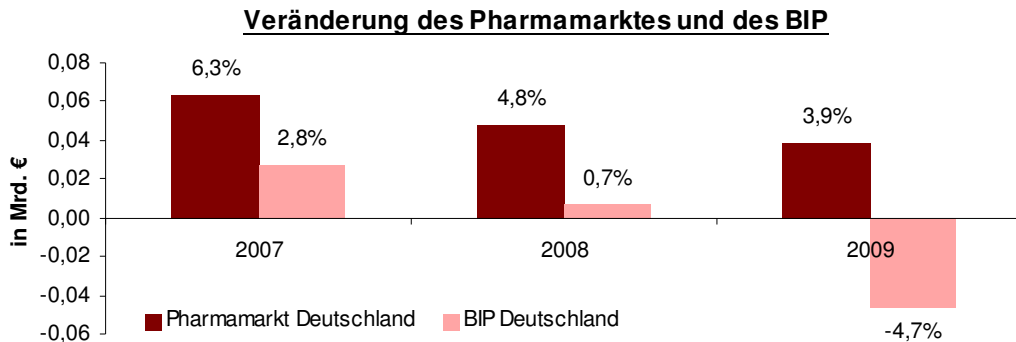
Hauptkunden der Haemato Pharm AG sind die auf die entsprechenden Therapiebereiche spezialisierten Apotheken. Denn der Apotheker gewährleistet die Versorgung der Bevölkerung mit Arzneimitteln. Außer der direkten Bestellung können Apotheker die Ware auch über den vollsortierten Großhandel abrufen, der ebenfalls von der Haemato Pharm AG beliefert wird. Von den derzeit 21.600 Apotheken in Deutschland gehören zum Kundenkreis der Haemato Pharm AG rund 1.600 Apotheken.

Apotheken sind aktiv am Bezug von Parallelimporten interessiert, da gemäß rechtlicher Vorgaben mindestens 5 % ihrer Verkäufe durch EU-Arzneimittel abgedeckt werden müssen. Erreicht eine Apotheke diese Quote nicht, so fallen in der Regel Bußgelder an. Diese rechtliche Regelung fördert somit den Zugang der Haemato Pharm AG zu den Apotheken und unterstützt somit aktiv den Markt für Parallelimporte.

Markt und Marktumfeld

Deutscher Pharmamarkt - Wachstum auch in der Finanzkrise

Angesichts des deutlichen krisenbedingten Rückgangs der Wirtschaftsleistung in Deutschland ist die Entwicklung des deutschen Pharmamarktes als phantastisch zu bezeichnen. Während sich das Bruttoinlandsprodukt in der kalender- und preisbereinigten Betrachtung im Jahr 2009 um 4,7 % reduzierte, verzeichnete der Pharmamarkt einen Umsatzanstieg von 3,9 %.



Quelle: IMS Health, destatis.de

Die Krisenresistenz des Pharmabereiches liegt in erster Linie in der demographischen Entwicklung in Deutschland begründet. Naturgemäß sind die Gesundheitsausgaben in einer Gesellschaft, die von einer zunehmenden Alterung und einem Anstieg der Lebenserwartung geprägt ist, verhältnismäßig hoch. Dementsprechend liegt der Anteil der Gesundheitsausgaben in Deutschland gemessen am BIP bei 10,7 % und damit laut dem Gesundheitsbericht der OECD vom Dezember 2009 um mehr als 1,5 % über dem Durchschnitt der OECD-Länder. Ebenfalls eine treibende Kraft für die weitere Stabilität und sogar Wachstum des Gesundheitsmarktes ist das gesteigerte Gesundheitsbewusstsein unserer Gesellschaft. Im Zusammenspiel mit dem medizinischen Fortschritt liefert dieses aus allen Altersschichten eine stabile Basis für die künftige Entwicklung des Pharmamarktes. IMS Health erwartet vor diesem Hintergrund ein jährliches Wachstum des Pharmamarktes bis zum Jahr 2013 in Höhe von 3,2 %.

Markt für Generika und Parallelimporte - Profiteur durch Einsparzwang der Krankenkassen

Die für die MPH AG wichtigen Teilmärkte der Parallelimporte und Generika nehmen in diesem Marktumfeld eine wichtige Stellung ein. Besondere Impulse einer dynamischen Entwicklung für diese Märkte sind in erster Linie vor dem Hintergrund der neuen Rabattverordnung und weiteren Einsparbemühungen in Deutschland zu erkennen. Durch die neue Gesetzgebung haben die Krankenkassen die Möglichkeit direkt Rabattverträge mit den Pharmaunternehmen abzuschließen, um somit die eigenen Arzneimittelausgaben zu senken. Vor dem Hintergrund der allgemein forcierten Einsparbemühungen der Krankenkassen dürften damit auch besonders die Hersteller von Generika oder die Lieferanten von Parallelimporten profitieren. Gut erkennen lässt sich dies am Absatz von Generika in Deutschland, der innerhalb der letzten 12 Monate (Juli 2009 - Juli 2010) um 2,9 % überproportional zulegen konnte. Im gleichen Zeitraum blieb der Absatz des Apotheken-Gesamtmarktes unverändert.

Angesichts eines noch nicht konsolidierten europäischen Pharmamarktes mit heterogener Struktur kann zugleich davon ausgegangen werden, dass die Preisdifferenzen unter den Ländern weiterhin im Rahmen von Parallelimporten genutzt werden können. Abgesehen vom Branchenprimus kohlpharma GmbH ist der deutsche Markt der Parallel- und Reimporte stark fragmentiert und wird damit vornehmlich von kleineren Gesellschaften bedient. In diesem Umfeld nimmt die MPH AG mittlerweile bereits eine zunehmend bedeutendere Stellung ein und ist unter dem Gesichtspunkt der erzielten Umsätze unter den Top 10 Importeuren in Deutschland angesiedelt. Tendenziell dürfte die MPH AG vor allem aufgrund einer steigenden Anzahl an Lizenzen die Marktstellung weiter ausbauen und somit ein wichtiger Player in diesem Teilsegment des Pharmabereiches werden.

Geschäftsentwicklung und Prognose

Geschäftsentwicklung 2009 und 1.HJ 2010 - Dynamisches Umsatz- und Ergebniswachstum

In Mio. €	GJ 2009*	1. HJ 2010
Umsatz	62,23	54,86
EBITDA	6,38	6,07
EBITDA-Marge	10,3 %	11,1 %
EBIT	6,15	5,96
EBIT-Marge	9,9 %	10,9 %
Periodenüberschuss	5,08	5,09

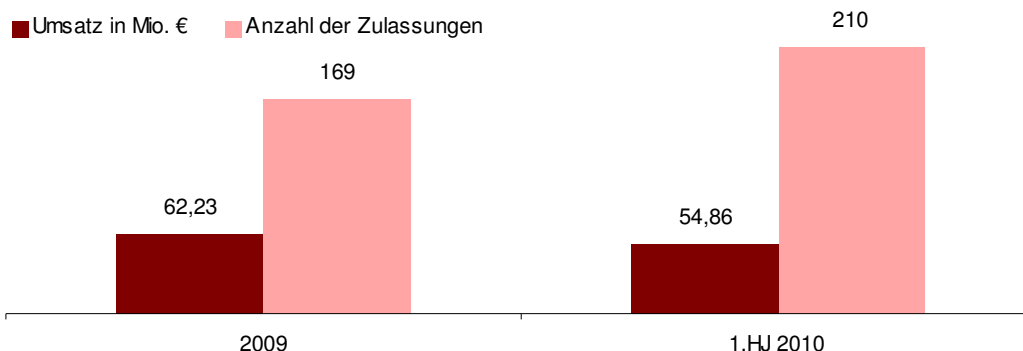
* Rumpfgeschäftsjahr vom 06.03.2009-31.12.2009

Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Umsatzanstieg durch Erhöhung der Zulassungen

Bereits in den ersten sechs Monaten 2010 konnte die Gesellschaft mit 54,86 Mio. € nahezu das Niveau des gesamten Vorjahres (62,23 Mio. €) erzielen, wobei hier bedacht werden muss, dass die Vorjahresumsätze (06.03.2009 - 31.12.2009) als Rumpfgeschäftsjahr nur drei Quartale abbilden. Die Umsätze der Gesellschaft wurden hierbei in beiden Betrachtungszeiträumen hauptsächlich durch die Tochtergesellschaft Haemato Pharm AG erzielt. Diese Entwicklung spiegelt in erster Linie den deutlichen Anstieg der Zulassungen im Bereich der Parallelimporte und im Generikabereich, welche sich zum 30.06.2010 auf 203 (Parallelimport) sowie auf 7 (Generika) beliefen. Im Vergleich dazu verfügte die Haemato Pharm AG zum 31.12.2009 über erst 164 Zulassungen im Bereich der Parallelimporte sowie über 5 Zulassungen im Generikasegment. Folgende Grafik fasst diese Entwicklung zusammen:

Umsatzentwicklung/Anzahl der Zulassungen



Quelle: MPH AG; GBC AG

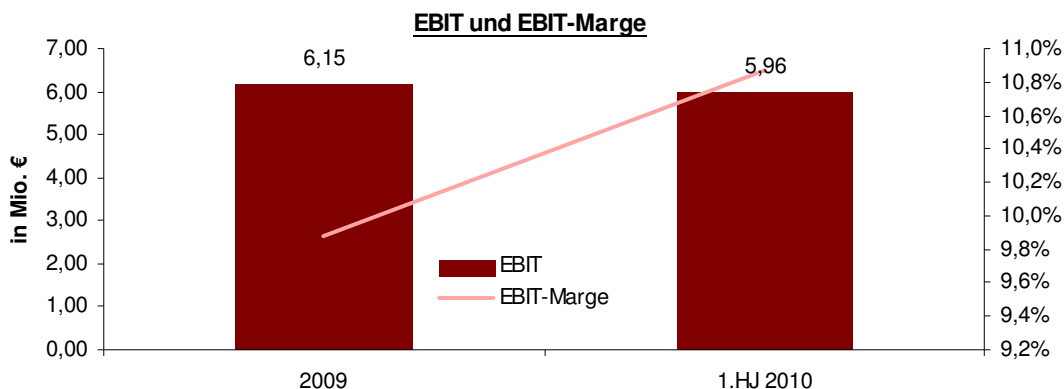
Ein weiterer Beleg für die Dynamik der Unternehmensentwicklung des noch jungen Unternehmens findet man in der Tatsache, dass ein Teil der Umsätze des Vorjahres aus dem Verkauf der Simgen GmbH (ehem.: Oncos GmbH) an die Windsor AG stammen. Die Höhe der Erlöse aus dieser Transaktion ist von beiden Gesellschaften nicht öffentlich kommuniziert worden. Im ersten Halbjahr 2010 stammen hingegen die kompletten Umsätze ausschließlich aus dem operativen Geschäft der Haemato Pharm AG.

Das Geschäftsmodell der MPH AG bedingt sowohl im Bereich der Parallelimporte als auch im Generikasegment eine unverzügliche und bedarfsgerechte Lieferung an die Kunden. Dementsprechend werden die vom Unternehmen vertriebenen pharmazeutischen Produkte bevorratet und weisen laut Unternehmensaussagen einen Lagerzyklus von etwa 2 Monaten auf. Stichtagsbedingt kommt es demnach zu einer ergebniswirksamen Erfassung der Vorratsveränderungen, die im Geschäftsjahr 2009 mit 3,93 Mio. € zum Erfolg beitrugen. In der abgelaufenen Berichtsperiode des ersten Halbjahres 2010 belief sich der Vorratsanstieg auf 0,74 Mio. € und daher weist die Gesellschaft im 1.HJ 2010 eine Gesamtleistung in Höhe von 55,61 Mio. € (GJ 2009: 66,15 Mio. €) aus.

Ergebnisentwicklung - deutlicher Margenanstieg durch gesunkene Materialaufwandsquote

Erwartungsgemäß stellen die Materialkosten bei der Geschäftsstrategie der MPH AG die größte Aufwandsposition dar und umfassen sämtliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Einkauf von Arzneimitteln. Im Geschäftsjahr 2009 (06.03.2009 - 31.12.2009) beliefen sich diese auf 56,35 Mio. €, was einer auf den Umsatz bezogenen Materialkostenquote von 90,6 % entspricht. Im abgelaufenen Halbjahr 2010 reduzierte sich die Kostenquote auf 85,3 % (46,78 Mio. €).

Abzüglich der operativen Kostenpositionen sowie der Abschreibungen war die Gesellschaft in der Lage zum 30.06.2010 ein Ergebnis vor Zinsen, und Steuern (EBIT) von 5,96 Mio. € und damit fast das Niveau des gesamten Vorjahres (GJ 2009: 6,15 Mio. €) auszuweisen. Die entsprechende EBIT-Marge lag damit bei 10,9 % (GJ 09: 9,9 %).



Quelle: MPH AG; GBC AG

Finanzierungsseitig erfordert das Geschäftsmodell aufgrund der hohen Handelstätigkeit der Haemato Pharm AG hauptsächlich eine Finanzierung des Umlaufvermögens und es wird kaum Anlagevermögen benötigt. Hierzu verfügt die Gesellschaft über eine von der Gesellschafterin Magnum AG gewährte Kontokorrentlinie (in Anspruch genommen ca. 1,00 Mio. €) sowie über Bankkredite in Höhe von 5,07 Mio. €. In Summe belaufen sich daher die zins-tragenden Verbindlichkeiten zum 30.06.2009 auf etwa 6,11 Mio. € und als Folge dessen lagen die Zinsaufwendungen mit 0,17 Mio. € auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau.

Unter Abzug der Aufwendungen aus Ertragssteuern von -0,70 Mio. € war die MPH AG im 1. HJ 2010 in der Lage einen Periodenüberschuss in Höhe von 5,09 Mio. € auszuweisen. Dieser konnte sogar den Vorjahreswert (06.03.2009 - 31.12.2009) von 5,08 Mio. € leicht übertreffen.

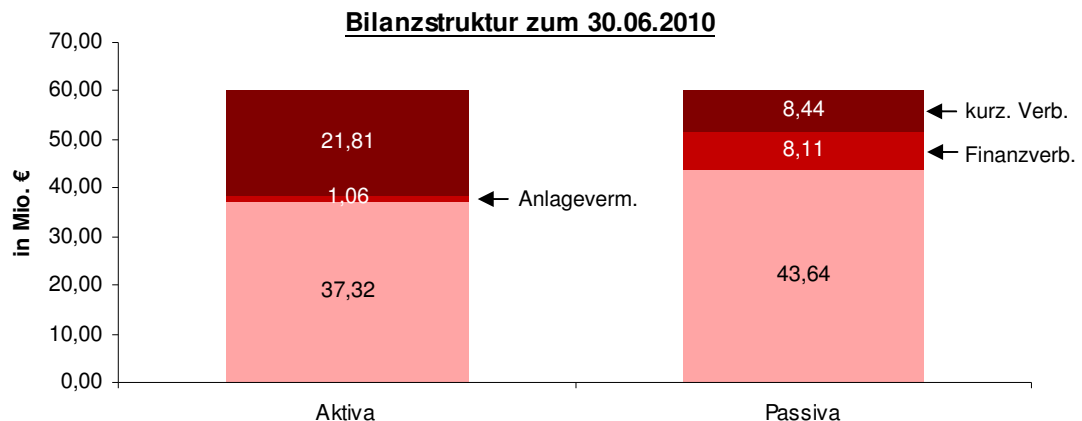
Bilanzielle Situation - solide EK-Quote von 72,5 %

In Mio. €	31.12.2009	30.06.2010
Eigenkapital	43,12	43,64
EK-Quote	82,2 %	72,5 %
Finanzverbindlichkeiten	3,30	6,11
Cash	0,52	1,64

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die MPH AG verfügt zum 30.06.2010 über ein Eigenkapital von 43,64 Mio. €, welches bei einer Bilanzsumme von 60,19 Mio. € einer Eigenkapitalquote von 72,5 % gleichkommt. Da die notwendige Finanzierung des operativen Geschäftes zu großen Teilen nur im Umlaufvermögen gebunden ist und daher kaum Anlagevermögen notwendig ist, liegen die zinstragenden Finanzverbindlichkeiten mit 6,11 Mio. € (30.12.2009: 3,30 Mio. €) noch auf einem verhältnismäßig geringen Niveau. Komplettiert wird das Fremdkapital durch die kurzfristigen Verbindlichkeiten (Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen; kurzfristige Rückstellungen; sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten), die sich zum 30.06.2010 auf 10,44 Mio. € belaufen.

Die Aktivseite der Gesellschaft wird von den Firmenwerten in Höhe von 37,32 Mio. € dominiert, was jedoch auf den Beteiligungscharakter der MPH AG zurückgeführt werden kann. Diese Bilanzposition, die 97,2 % des langfristigen Vermögens darstellt, ist hierbei alleine auf die einzige operative Tochtergesellschaft, die Haemato Pharm AG, zugeordnet und wurde im Rahmen der Einbringung als Sachkapitalerhöhung ermittelt und bilanziell erfasst. Legt man die operative Entwicklung der Haemato Pharm AG bei der Betrachtung des Goodwill zugrunde, so kann man die Werthaltigkeit dieser Beteiligung und des damit verbundenen Goodwill auch in dieser Höhe nachvollziehen. Komplettiert wird die Aktivseite der MPH-Bilanz vom Umlaufvermögen in Höhe von 21,81 Mio. € (Liquidität: 1,64 Mio. €). Untenstehende Grafik fasst die bilanziellen Relationen zusammen:

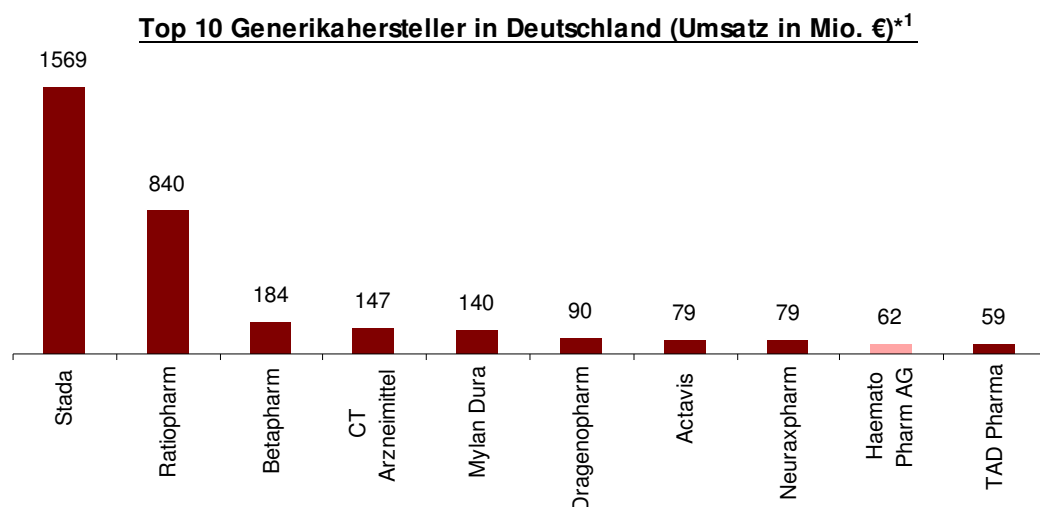


Quelle: MPH AG; GBC AG

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 verzeichnete die MPH AG einen Mittelzufluss aus dem operativen Geschäft in Höhe von 1,41 Mio. €. In Relation zum EBIT ergibt dies eine Cash-Conversion-Rate in Höhe von 0,24.

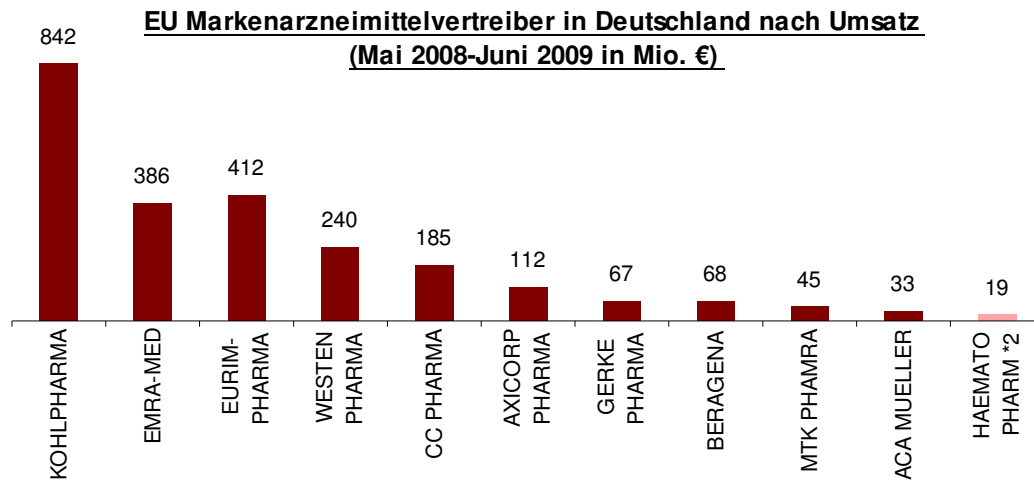
Wettbewerb - Top 10 im Generikabereich und im Markt für Parallelimporteure

Die MPH AG ist mit ihrer Tochtergesellschaft Haemato Pharm AG in Deutschland sowohl im Generikasegment als auch im Markt für Parallelimporte zu den umsatzstärksten Unternehmen zu zählen. Es gilt hier zu beachten, dass die nachfolgende Aufstellung anhand der Umsätze des Jahres 2009 vorgenommen wurde und somit die Wachstumsdynamik der Haemato Pharm AG noch nicht berücksichtigt ist. Auf Basis der 2009er Umsätze (inkl. der Umsätze aus Parallelimporten) reiht sich die MPH-Tochter demnach unter die größten Generikahersteller Deutschlands ein.



Quelle: wer-zu-wem.de; GBC-Berechnungen *¹Hinweis: Hier gilt es zu beachten, dass die vorgenommene Auswertung die gesamten Umsätze (inkl. weiterer Geschäftsbereiche) der hier betrachteten Gesellschaften berücksichtigt. Eine alleinige Untersuchung auf Basis der Umsätze im Generikabereich konnte hier aufgrund der fehlenden Datenbasis nicht vorgenommen werden.

In einer ähnlichen Ausprägung gestaltet sich die Situation im Bereich der Parallelimporte, denn laut einer Untersuchung von IMS Health belegt die Haemato Pharm AG im Zeitraum Mai 2008 - Juni 2009 den 10ten Platz.



Quelle: IMS Health; Präsentation Haemato Pharm AG; *2Hinweis: Aufgrund des von IMS Health gewählten Betrachtungszeitraums ist die signifikante Wachstumsdynamik der Gesellschaft noch nicht berücksichtigt. Wie bereits dargestellt, war die Haemato Pharm AG in der Lage auf Gesamtjahresbasis 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 62,23 Mio. € auszuweisen, hiervon wurden in der IMS Health-Untersuchung lediglich 19 Mio. € berücksichtigt.

Prognose und Modellannahme

Prognosen 2010e - 2012 - deutliche Umsatzsteigerung und überproportionaler Ergebnisanstieg erwartet

In Mio. €	2009*	2010e	2011e	2012e
Umsatz	62,22	105,15	133,50	173,55
EBITDA	6,38	12,15	18,37	23,75
EBIT	6,15	11,80	17,97	23,27
Jahresüberschuss	5,08	9,74	13,22	16,66
EPS	0,13	0,26	0,35	0,44
Dividende je VZ-Aktie	0,13	0,15	0,20	0,25

* Rumpfgeschäftsjahr vom 06.03.2009-31.12.2009

Quelle: GBC AG

Im ersten Halbjahr 2010 konnte die MPH AG sowohl vom Umsatz als auch vom Ergebnis her eine sehr dynamische Entwicklung aufzeigen. Dabei konnten die Vorjahreswerte des Rumpfgeschäftsjahres (06.03.2009 - 31.12.2009) bereits zum Halbjahr nahezu erreicht werden. Als wichtiger Treiber hinter dieser starken Entwicklung hat sich die Anzahl der Zulassungen herauskristallisiert, welche in den ersten sechs Monaten 2010 von 169 auf 203 (Parallelimporte) sowie von 5 auf 9 (Generika) angestiegen sind.

Mit der aktuellen Wachstumsstrategie ist die Gesellschaft unseres Erachtens gut aufgestellt, um von der künftigen Dynamik der attraktiven Pharmasegmente „Generika“ und „Parallelimporte“ zu partizipieren. Besondere Impulse können aus dem Kostensparzwang der Krankenkassen abgeleitet werden, welcher bereits in der Vergangenheit zu einem überproportionalen Anstieg dieser Teilmärkte beigetragen hatte. Zugleich kann angesichts eines noch nicht konsolidierten Pharmamarktes davon ausgegangen werden, dass die Preisdifferenzen unter den Ländern weiterhin im Rahmen von Parallelimporten genutzt werden können.

Beachtet man die bisher aufgezeigte Dynamik in der operativen Entwicklung aber auch die attraktiven Marktvorgaben, ist das vom Unternehmen geplante starke Wachstum von mindestens 30 % in den nächsten Jahren als realistisch einzuschätzen. Hierbei sieht die MPH AG vor, die Anzahl der Zulassungen im Geschäftsbereich der Parallelimporte bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres auf 250 anzuheben. Die Zielvorgabe von 10 Generikazulassungen per Ende 2010 ist mit dem aktuellen Stand (9 Zulassungen) bereits jetzt nahezu erreicht. Die Zulassungspipeline ist bis Ende 2011 mit aktuell 25 geplanten Generikazulassungen gut gefüllt. Dieser Bereich ist insofern wichtig, da er als sehr margenträchtig gilt und Ergebnismargen (EBIT) von 50-60 % ermöglicht. Geplant ist für das laufende Geschäftsjahr, dass in etwa 50 % des Ergebnisses aus dem Verkauf von Generika generiert werden sollen, wobei dieses Segment sich für gerade einmal 10 % der Umsätze verantwortlich zeigt.

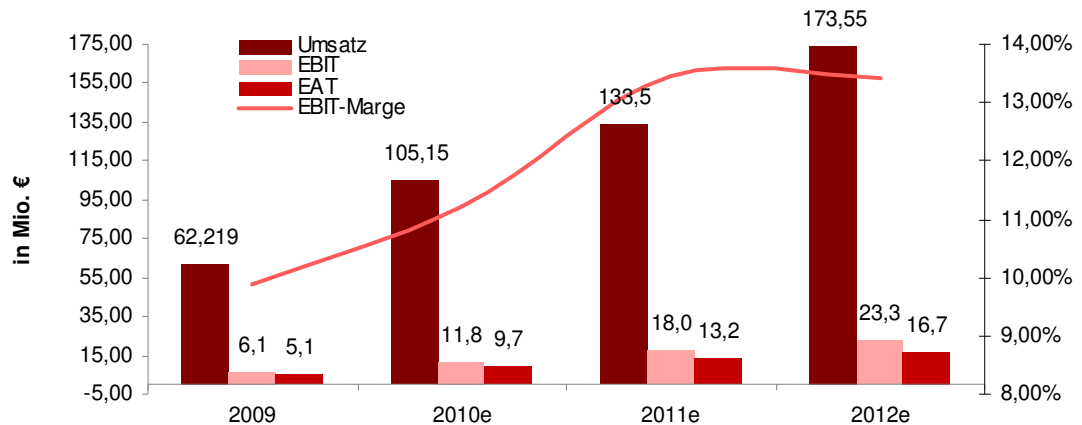
In erster Linie ist jedoch der operative Erfolg der Gesellschaft mit dem Vertrieb und dem Einkauf eng verzahnt und daher ist der Ausbau des Kundenstamms und die Ausweitung der Absatzregionen ein wichtiger Baustein der weiteren Unternehmensentwicklung. Die bisher aufgezeigte Tendenz liefert einen guten Beleg dafür, dass es der MPH AG auch künftig gelingen sollte, die Vertriebsstärke gewinnbringend einzusetzen. Weitere Faktoren, die auf unsere Prognosen Einfluss genommen haben, sind unter anderem die geplante Internationalisierungsstrategie sowie der Einstieg in den Markt der Veterinärmedizin mit der neuen Tochtergesellschaft Haemato Vet GmbH.

Unsere Prognosen folgen den Unternehmensplanungen, die für das laufende Geschäftsjahr 2010 Umsatzerlöse oberhalb der 100 Mio. €-Marke erwarten. Unsere Planungen berücksichtigen dabei das erfolgreiche erste Halbjahr und daher erwarten wir für 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 105,15 Mio. €. Da zum 30.06.2010 mit 54,86 Mio. € bereits mehr als die Hälfte der von uns erwarteten Umsatzerlöse erreicht wurde, gehen wir im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise sogar von einer marginal abnehmenden Dynamik aus. Eine Entwicklung, die sich auch auf die Ergebnissituation positiv auswirken dürfte. Das

prognostizierte EBIT von 11,80 Mio. € (EBIT-Marge: 11,2 %) sowie ein Nachsteuerergebnis von 9,74 Mio. € (EPS: 0,26 €) erachten wir als eine realistische Annahme.

Unsere Prognosen für das kommende Geschäftsjahr 2011 berücksichtigen ebenfalls die indikativen Unternehmensplanungen, die unserer Ansicht nach eine realistische Guidance darstellen. Umsatzseitig dürfte daher die Gesellschaft um 27,0 % auf 133,50 Mio. € zulegen. Unter der Voraussetzung eines höheren Anteils des Generikasegments sollte die EBIT-Marge ebenfalls auf 13,5 % ansteigen und daher liegt das für 2011 erwartete EBIT bei 17,97 Mio. €. Für 2012 unterstellen wir eine gleichbleibende Dynamik und demnach erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 173,55 Mio. € und ein EBIT von 23,27 Mio. € (EBIT-Marge: 13,4 %). Diese EBIT-Marge dient unserem DCF-Modell als nachhaltig erzielbare Ergebnismarge in der Stetigkeitsphase.

Ergebnisprognosen (2009-2012e)



Quelle: GBC AG

Parallel zum dynamischen Unternehmenswachstum erachten wir die Dividendenpolitik der MPH AG als interessantes Investitionsargument. Laut Wertpapierprospekt beläuft sich die Mindestdividende je Vorzugsaktie, sofern ein positiver Jahresüberschuss erzielt wird, auf 0,10 € pro Aktie. Für das Geschäftsjahr 2009 wurde bei einem Ergebnis je Aktie von 0,13 € eine Vollausschüttung vorgenommen. Für den Prognosezeitraum erwarten wir mit Dividenden je Aktie von 0,15 € (2010e), 0,20 € (2011e) und 0,25 € (2012e) Ausschüttungsquoten von mehr als 50 % des Jahresergebnisses. Langfristig erwarten wir eine Ausschüttungsquote von etwa 50 % -75 % des Jahresergebnisses.

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten - Kapitalkosten (WACC) bei 10,78 %

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 ca. 3,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,414.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,78 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,78 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,78 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	0,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	0,00 %
WACC	10,78 %

Modellannahmen

Die MPH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010, 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 5,00 % und haben hier ebenfalls konservative Annahmen getroffen. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,9 % 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 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,78 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 4,30 €**.

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	12,9%	ewige EBITA - Marge	10,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	12,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	105,15	133,50	173,55	182,23	191,34	200,91	210,95	221,50	
US Veränderung	69,0%	27,0%	30,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	70,10	44,50	28,93	28,93	28,93	28,93	28,93	28,93	
EBITDA	12,15	18,37	23,75	23,51	24,68	25,92	27,21	28,57	
EBITDA-Marge	11,6%	13,8%	13,7%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	
EBITA	11,80	17,97	23,27	22,31	23,42	24,59	25,82	27,11	
EBITA-Marge	11,2%	13,5%	13,4%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	10,0%
Steuern auf EBITA	-1,77	-4,49	-6,28	-6,02	-6,32	-6,64	-6,97	-7,32	
zu EBITA	15,0%	25,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	10,03	13,48	16,99	16,28	17,10	17,95	18,85	19,79	
Kapitalrendite	117,0%	93,0%	91,8%	60,3%	59,0%	59,0%	59,0%	59,0%	44,7%
Working Capital (WC)	13,00	15,50	21,00	22,69	23,82	25,01	26,26	27,58	
WC zu Umsatz	12,4%	11,6%	12,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Investitionen in WC	-5,25	-2,50	-5,50	-1,69	-1,13	-1,19	-1,25	-1,31	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,50	3,00	6,00	6,30	6,62	6,95	7,29	7,66	
AFA auf OAV	-0,35	-0,40	-0,48	-1,20	-1,26	-1,32	-1,39	-1,46	
AFA zu OAV	23,3%	13,3%	8,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-1,03	-1,90	-3,48	-1,50	-1,58	-1,65	-1,74	-1,82	
Investiertes Kapital	14,50	18,50	27,00	28,99	30,44	31,96	33,56	35,23	
EBITDA	12,15	18,37	23,75	23,51	24,68	25,92	27,21	28,57	
Steuern auf EBITA	-1,77	-4,49	-6,28	-6,02	-6,32	-6,64	-6,97	-7,32	
Investitionen gesamt	-6,28	-4,40	-8,98	-3,19	-2,71	-2,84	-2,99	-3,14	
Investitionen in OAV	-1,03	-1,90	-3,48	-1,50	-1,58	-1,65	-1,74	-1,82	
Investitionen in WC	-5,25	-2,50	-5,50	-1,69	-1,13	-1,19	-1,25	-1,31	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,11	9,48	8,49	14,30	15,65	16,43	17,25	18,12	188,79

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	156,62	164,03
Barwert expliziter FCFs	64,41	61,88
Barwert des Continuing Value	92,21	102,15
Nettoschulden (Net debt)	3,97	0,54
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	152,66	163,48
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	152,66	163,48
Ausstehende Aktien in Mio.	38,050	38,050
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,01	4,30

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	10,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,8%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC						
Kapitalrendite	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	
40,7%	4,55	4,28	4,04	3,83	3,65	
42,7%	4,71	4,42	4,17	3,95	3,76	
44,7%	4,86	4,56	4,30	4,07	3,87	
46,7%	5,02	4,70	4,43	4,18	3,97	
48,7%	5,18	4,84	4,55	4,30	4,08	

Fazit

Wachstumsstarke Pharmaholding in einem attraktiven Marktumfeld

Die MPH AG ist eine Beteiligungsholding, die sich über ihre Tochtergesellschaften im Pharmabereich in den Wachstumssegmenten Generika und Parallelimporte engagiert. Der aktuelle Konsolidierungskreis der Gesellschaft umfasst hierbei zwei Tochtergesellschaften, die Haemato Pharm AG und die Haemato Vet GmbH, wobei die erstgenannte Tochter derzeit alleine operativ tätig ist. Die Haemato Pharm AG verfügt aktuell über 203 Zulassungen im Bereich der Parallelimporte und über 9 Zulassungen für die Herstellung von Generika. Der Schwerpunkt der Zulassungen deckt hierbei hauptsächlich die Indikationsbereiche Onkologie, HIV, Rheuma und Neurologie ab.

Damit ist die MPH AG mit dem Fokus auf Parallelimporte und Generika in einem Marktumfeld tätig, welches nicht nur als vergleichsweise krisenresistent gilt, sondern auch in den letzten Jahren ein dynamisches Wachstum aufgezeigt hat. Besondere Impulse für diese Segmente sind in erster Linie vor dem Hintergrund der neuen Rabattverordnung zu erkennen. Durch die neue Gesetzgebung haben die Krankenkassen die Möglichkeit direkt Rabattverträge mit den Pharmaunternehmen abzuschließen um somit die eigenen Arzneimittelausgaben zu senken. Vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen der Krankenkassen dürften damit besonders die Hersteller von Generika oder die Lieferanten von Parallelimporten profitieren. Gut erkennen lässt sich dies am Absatz von Generika in Deutschland, der innerhalb von 12 Monaten (Juli 2009 - Juli 2010) um 2,9 % überproportional zulegen konnte. Im gleichen Zeitraum blieb der Absatz des Apotheken-Gesamtmarktes unverändert. Für den Teilbereich „Parallelimporte“ kann zugleich davon ausgegangen werden, dass die Preisdifferenzen unter den Ländern weiterhin attraktiv genutzt werden können.

Die MPH AG hat in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2010 den Beleg erbracht, an diesem Marktwachstum zu partizipieren. Bereits zum 30.06.2010 konnte dabei die Gesellschaft mit Umsatzerlösen in Höhe von 54,86 Mio. € nahezu an das Niveau des Vorjahres mit 62,23 Mio. € anknüpfen, wobei hier bedacht werden muss, dass die Vorjahresumsätze (06.03.2009 - 31.12.2009) als Rumpfgeschäftsjahr lediglich etwas mehr als drei Quartale abbilden. Einer geminderten Kostenquote im Materialbereich geschuldet, konnte ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von 5,96 Mio. € erzielt werden. Die entsprechende EBIT-Marge von 10,9 % belegt darüberhinaus die Ertragskraft der MPH AG. Auch hier wurde das Vorjahresergebnis von 6,15 Mio. € nahezu erreicht.

In der bilanziellen Betrachtung wird in erster Linie der Holdingcharakter der Gesellschaft ersichtlich. Dementsprechend wird die Aktivseite der MPH AG von den Firmenwerten (Haemato Pharm AG) in Höhe von 37,32 Mio. € dominiert. Auf der anderen Seite beläuft sich das Eigenkapital auf 43,64 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 72,5 % gleichkommt.

Bezieht man die bisher aufgezeigte Dynamik der Gesellschaft in unsere Prognosen mit ein, so kann man diesen einen konservativen Charakter zusprechen. Wir gehen davon aus, dass die MPH AG auch weiterhin in der Lage sein wird von den attraktiven Marktvorgaben überdurchschnittlich zu profitieren sowie die Vertriebsbemühungen weiterhin erfolgreich umzusetzen. Daher erwarten wir für 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 105,15 Mio. €. Das prognostizierte EBIT von 11,80 Mio. € (EBIT-Marge: 11,2 %) sowie ein Nachsteuerergebnis von 9,74 Mio. € (EPS: 0,26 €) erachten wir ebenfalls als eine realistische Annahme. Wir sind der Meinung, dass sich das Unternehmenswachstum auch in den kommenden Jahren fortsetzen wird und unter der Voraussetzung eines höheren Anteils des margenstarken Generikasegmentes erwarten wir einen Anstieg der EBIT-Margen auf 13,5 %. Diese Kenngröße dient unserem DCF-Modell als nachhaltig erzielbare Ergebnismarge.

Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir ein 2011er Kursziel von 4,30 € je Aktie ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kurses von 2,26 € erscheint die Aktie deshalb deutlich unterbewertet und der Markt preist das starke erwartete Umsatz- und Ergebniswachstum noch nicht ein. Auf Basis unserer Gewinnschätzungen ist die Gesellschaft nur mit einem 2010er KGV von 8,8 bzw. mit einem 2011er KGV von 6,5 bewertet. Auf Grund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials von 90,3 % vergeben wir daher das Rating KAUFEN und sehen die MPH AG als sehr attraktives Investment an.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (-)

§ 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 verantwortliche Analyst ist:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de