



Researchstudie (Anno)

MPH Mittelständische Pharma Holding AG



**„Umsatz 2014 durch temporäre Verschärfung bei
Arzneimittelimporten betroffen; Verschärfung mittlerweile wie-
der aufgehoben; Rückkehr auf Wachstumspfad erwartet “**

Kursziel: 4,50 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

MPH Mittelständische Pharma Holding AG^{*5a,11}

Kaufen

Kursziel: 4,50

aktueller Kurs: 2,50
15.5.2015 / ETR / 11:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A0L1H32
WKN/ST: A0L1H3
Börsenkürzel/ST: 93M
Aktienanzahl⁹/ST: 42,814
Marketcap⁹: 106,91
EnterpriseValue⁹: 140,86
⁹ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat/ST: 36,5 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Open Market
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
CBS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Pharma

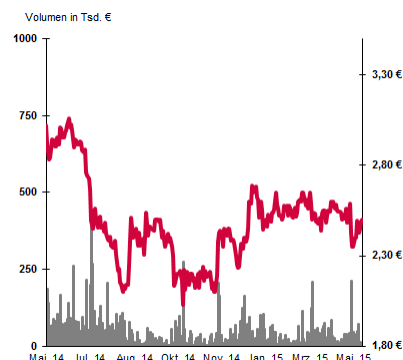
Fokus: Gesundheitswesen

Mitarbeiter: 164 Stand: 31.12.2014

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 chronischer 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	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	219,25	240,44	264,44	291,84
EBITDA	12,75	14,56	16,02	17,89
EBIT	10,92	11,79	13,41	15,26
Jahresüberschuss	4,95	5,81	6,74	7,81

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,12	0,14	0,16	0,18
Dividende je Aktie	0,11	0,12	0,14	0,16

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,58	0,53	0,48	0,43
EV/EBITDA	9,90	8,67	7,88	7,18
EV/EBIT	11,56	10,71	9,42	8,58
KGV	22,40	19,09	16,45	15,88
KBV	1,40			

Finanztermine

29.05.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
25.06.2015: Hauptversammlung
31.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
30.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
18.3.2015: RS / 4,50 / KAUFEN
8.12.2014: RG / 4,50 / KAUFEN
1.12.2014: RS / 4,50 / KAUFEN
9.9.2014: RS / 4,30 / KAUFEN
5.6.2014: RS / 4,00 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Der positive Umsatztrend der vergangenen Geschäftsjahre wurde im Geschäftsjahr 2014 bei der MPH Mittelständische Pharma Holding AG (kurz: MPH AG) erstmalig unterbrochen. Der Umsatzrückgang in Höhe von -3,3 % auf 219,25 Mio. € (VJ: 226,84 Mio. €) ist jedoch auf externe Faktoren, im Zusammenhang mit einer Verschärfung der Arzneimittelvorschriften bei Parallelimporten, zurückzuführen. Diese temporäre Verschärfung, welche ausschließlich die Tochtergesellschaft HAEMATO AG betraf, trat im Juli 2014 Kraft und hatte dementsprechend die Umsatzentwicklung des zweiten Halbjahres 2014 belastet. Im ersten Halbjahr 2014 hatte sich die MPH AG erwartungsgemäß noch auf dem Wachstumspfad befunden. Seit April 2015 wurde die temporäre Verschärfung wieder aufgehoben.
- Angesichts der rückläufigen Umsatzentwicklung minderte sich das EBIT um -12,7 % auf 10,92 Mio. € (VJ: 12,50 Mio. €). An der unterproportionalen Ergebnisentwicklung werden unter anderem auch die rückläufigen Ergebnismargen bei der Tochtergesellschaft HAEMATO AG, als Ergebnis einer intensiveren Konkurrenzsituation bei Parallelimporten, sichtbar.
- Es ist dabei positiv zu erwähnen, dass insbesondere das margenstarke Klinik-Segment deutlich ausgebaut werden konnte. Bei Umsatzerlösen in Höhe von 16,58 Mio. € (lt. GBC-Berechnung) leisteten die Bereiche außerhalb des Pharma-Segments einen geschätzten EBIT-Beitrag in Höhe von 2,69 Mio. € (lt. eigener GBC-Berechnung), was einer hohen EBIT-Marge von 16,2 % entspricht. Unserer Ansicht nach ist der Umsatzmix, mit einer möglichen Verschiebung hin zu margenstärkeren Umsätzen, ein wichtiger Treiber für die künftige Ergebnisentwicklung des MPH-Konzerns.
- Gemäß unseren Erwartungen wird die bisher größte Tochtergesellschaft HAMEATO AG auch weiterhin den maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der MPH AG haben. Als Profiteur einer steigenden Nachfrage nach preisgünstigen Arzneimitteln sowie vor dem Hintergrund der geminderten Herstellerzwangsrabatte auf nun 7,0 % (zuvor: 16,0 %), sollte die HAEMATO AG nach der letztjährigen Pause den Wachstumskurs wieder fortsetzen können. Denn es sind auch wichtige Nachfrageimpulse vor dem Hintergrund des Auslaufens der verschärften Arzneimittelvorschriften, welche gemäß Unternehmensangaben im April 2015 aufgehoben wurden, zu erwarten. Zusammen mit der erwarteten dynamischen Entwicklung im Klinik-Segment sowie vor dem Hintergrund einer geplanten Forcierung im Bereich der Gesundheitsimmobilien rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 240,44 Mio. € (GJ 2015e), 264,44 Mio. € (GJ 2016e) sowie 291,84 Mio. € (GJ 2017e).
- Bei den Ergebnismargen rechnen wir zunächst konservativ mit einer seitwärtsgerichteten Entwicklung. Skaleneffekte sowie eine Verschiebung hin zu margenstärkeren Umsätzen könnten beim operativen Ergebnis mit weiterem Upsidepotenzial einhergehen. Dieses haben wir in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells berücksichtigt.
- **Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells hat sich das Kursziel je Aktie in Höhe von 4,50 € (bisher: 4,50 €) bestätigt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 2,50 € erkennen wir ein Kurspotenzial von 80,0 % und vergeben daher erneut das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

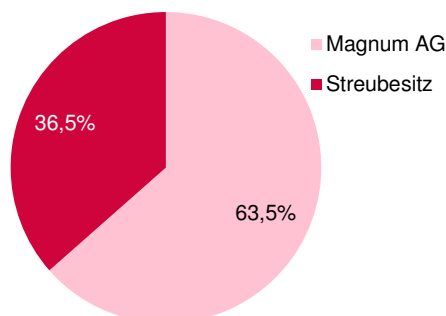
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsstrategie	4
Markt und Marktumfeld	5
Marktumfeld Parallelimporte und Generika	5
Marktumfeld ästhetische Chirurgie	6
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2014	8
Umsatzentwicklung 2014	8
Ergebnisentwicklung 2014	8
Vergleich zu den GBC-Schätzungen	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

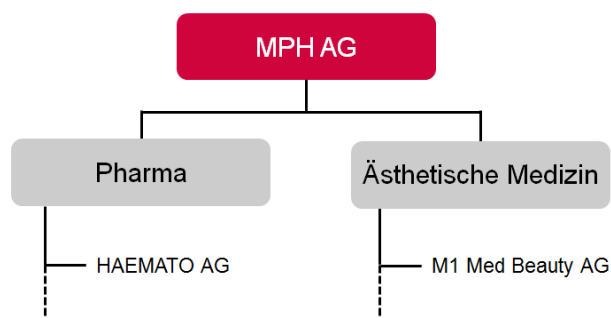
Aktionärsstruktur

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

Quelle: MPH AG; GBC AG



Geschäftsstrategie



Quelle: MPH AG; GBC AG

Mit seinen Tochtergesellschaften weist die MPH Mittelständische Pharma Holding AG (kurz: MPH AG) eine umfangreiche Abdeckung relevanter Bereiche des Gesundheitsmarktes aus. Aufgrund der vergleichsweise hohen Umsatz- und Ergebnisbeiträge nimmt dabei das in der 59%igen Tochtergesellschaft gebündelte **Pharma-Segment** eine besondere Stellung innerhalb des MPH-Konzerns ein. In diesem Segment wird mit „Parallelimporten“ und „Generika“ ein hochregulierter Bereich der rezeptpflichtigen Arzneimittel abgedeckt. Die MPH-Tochtergesellschaft besitzt seit 2006 die Herstellererlaubnis nach § 13 AMG und unterliegt somit den Arzneimittelgesetzen der Europäischen Union. In den vergangenen Geschäftsjahren hat sich die HAEMATO AG besonders im Onkologie-Bereich sowie bei den Therapiegebieten wie HIV, Rheumatologie sowie Urologie eine gute Positionierung erarbeitet. Im Rahmen eines Direktvertriebes werden rund 3.500 Apotheken beliefert.

Durch die Tochtergesellschaft M1 Med Beauty AG wird der Bereich der ästhetischen Medizin abgedeckt. Die M1 Med Beauty GmbH ist ein Fachzentrum für ästhetische Behandlungen mit der Konzentration auf medizinische Behandlungen und Schönheitsoperationen. Neben den aktuellen Standorten Berlin und München sollen im laufenden Geschäftsjahr 2015 insgesamt weitere sieben Fachzentren in den größten deutschen Städten eröffnet werden und damit soll dieses im MPH-Konzern vergleichsweise junge Segment signifikant ausgebaut werden. Eine weitere Tochtergesellschaft ist die Dr. Fischer Medical Care GmbH, mit dem Fokus auf der Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer, medizinischer und medizintechnischer Produkte für die ästhetische Chirurgie und kosmetische Dermatologie, so dass Synergien innerhalb des MPH-Konzerns gehoben werden.

Über den mehrheitlichen Erwerb des Berliner Immobilienprojektierers CR Capital Real Estate AG (siehe Corporate News vom 31.03.15) plant die MPH AG Gesundheitsimmobilien künftig innerhalb des Konzernkreises zu entwickeln. Diese Immobilien sollen von der Tochtergesellschaft M1 Med Beauty AG genutzt werden, wobei noch im laufenden Geschäftsjahr ein deutlicher Ausbau der Standorte geplant ist.

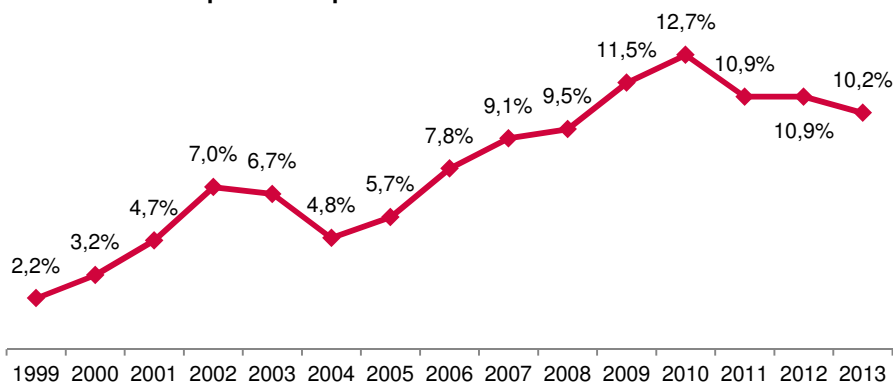
MARKT UND MARKTUMFELD

Der MPH-Konzern deckt mit seinen Tochtergesellschaften ein breites Spektrum des Gesundheitsmarktes ab. Dabei ist eine Fokussierung auf Parallelimporte und Generika rezeptpflichtiger Arzneimittel sowie auf den Bereich der Schönheitschirurgie klar erkennbar. Mit dem Vertrieb von Parallelimporten und Generika bedient die MPH AG über die Tochtergesellschaft HAEMATO AG einen stark wachsenden Markt. Der demografisch und technologisch bedingte Anstieg von Arzneimitteln ist dabei als wichtiger Treiber der Pharmabranche zu sehen. In einem 9jährigen Zeitraum (2006-2014) haben die Umsätze der Pharmabranche jährlich um durchschnittlich 4,1 % zugelegt, wohingegen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (BIP) im gleichen Zeitraum ein jährliches durchschnittliches Wachstum von lediglich 1,1 % erreicht hat.

Marktumfeld Parallelimporte und Generika

Die Teilbereiche Parallelimporte und Generika erweisen sich vor diesem Hintergrund als besonders wachstumsstark. So erhöhte sich der Anteil der Parallelimporte von 2,2 % (1999) auf 10,2 % (2013) und hat folglich überproportional an der dynamischen Entwicklung der Pharmabranche partizipiert. Der wesentliche Grund dafür sind die immer noch bestehenden Preisunterschiede zu den Arzneimittelmärkten mit geringerer Kaufkraft.

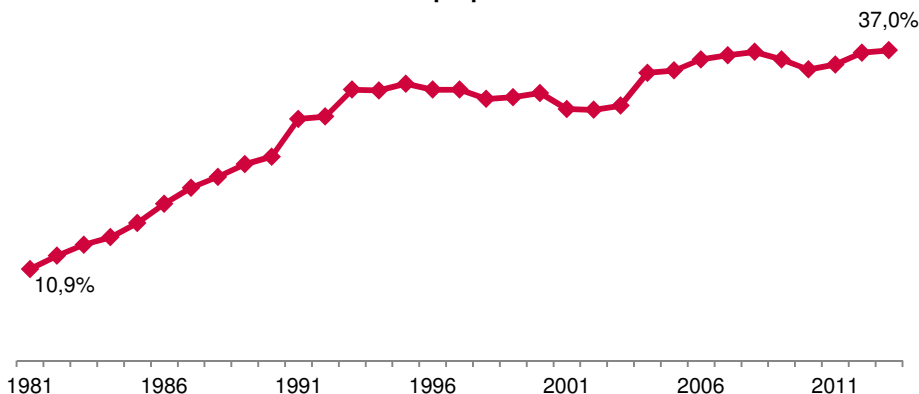
Anteil der Parallelimporte am Apothekenmarkt



Quelle: IMS Health; GBC AG

Auch der Generika-Bereich weist ein dynamisches Wachstum auf. Ähnlich wie bei den Parallelimporten spielt der Kostenaspekt von Generika, insbesondere vor dem Hintergrund der Einsparbemühungen der GKV, eine wichtige Rolle.

Umsatzanteil der verordneten Generikapräparate am Gesamtmarkt



Quelle: Gesundheitsberichterstattung des Bundes; GBC AG

Gemäß einer Auswertung der Gesundheitsberichterstattung des Bundes liegt das Einsparpotenzial ausgewählter Arzneimittel unter entsprechender Verwendung von Generika bei rund 25 % (Preise aus dem Jahr 2013). Folglich ist die Nachfrage nach den so genannten patentfreien Arzneimitteln in den letzten Jahren überproportional stark angestiegen.

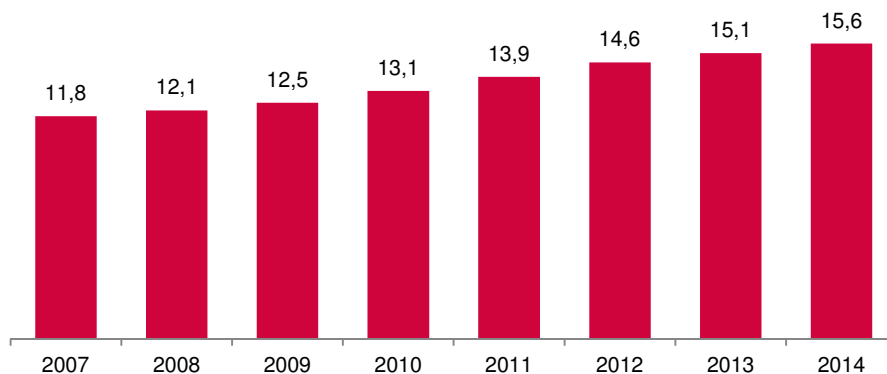
Die HAEMATO AG bedient mit dem Produktportfolio „Parallelimporte“ und „Generika“ die sehr dynamischen Teilmärkte der ohnehin wachstumsstarken Pharmabranche. Auch die künftige Entwicklung wird insbesondere von der demografischen Struktur profitieren, mit einem zunehmend höheren arzneimittelverbrauchenden Bevölkerungsanteil. Daraus folgernd ist von einer Forcierung der Einsparbemühungen seitens der gesetzlichen Krankenkassen auszugehen, was eine erhöhte Nachfrage nach kostengünstigen Arzneimitteln bedeutet. Eine weiterhin überproportionale Entwicklung von Parallel- und Reimporten sowie von Generika dürfte die Folge sein.

Marktumfeld ästhetische Chirurgie

Eine Einschätzung zum Branchenumfeld der ästhetischen Chirurgie, welches durch das Segment der ästhetischen Medizin der MPH AG abgedeckt wird, ist aufgrund fehlender Marktdaten nur eingeschränkt möglich. Grundsätzlich ist hier von einem positiven Trend, speziell vor dem Hintergrund einer steigenden Akzeptanz von Schönheitsoperationen auszugehen. Belegt wird dies durch die von der Vereinigung der Deutschen Ästhetisch-Plastischen Chirurgen (VDÄPC) herausgegebenen Daten für das Jahr 2013. Mit insgesamt 27.011 ästhetisch-plastischen Operationen wurde gegenüber dem Jahr 2012 (22.033 Operationen) ein Anstieg in Höhe von 22,6 % ermittelt.

Belastbare und historische Marktdaten liegen lediglich für die USA vor, einem der weltweit größten Märkte für Schönheitsoperationen. Eine Übertragung der Statistiken auf Deutschland ist zumindest in der Tendenz möglich, wenngleich Deutschland aufgrund einer bisher deutlich geringeren Operationsintensität noch Aufholpotenzial bietet. In den USA hat sich Gesamtanzahl ästhetisch-operativer Eingriffen zwischen 2000 und 2014 von 7,4 Mio. auf 15,6 Mio. mehr als verdoppelt. Die Wachstumsdynamik hat sich in den letzten beiden Jahren bei über 3,0 % eingependelt. In Deutschland dürfte aufgrund stärkerer Aufholeffekte eine signifikant höhere Dynamik sichtbar werden, wie die Zahlen des VDÄPC belegen.

Anzahl ästhetisch bedingter Operationen in den USA (in Mio.)



Quelle: *plasticsurgery.org*; GBC AG

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	226,84	219,25	240,44	264,44	291,84
Bestandsveränderungen	0,03	-0,03	0,00	0,00	0,00
Gesamtleistung	226,87	219,22	238,94	264,44	291,84
sonstige betriebliche Erträge	10,75	5,44	5,35	5,58	5,65
Materialaufwand	-210,02	-197,43	-217,15	-238,25	-262,00
Rohhertrag	27,60	27,23	28,64	31,77	35,49
Personalaufwand	-5,82	-6,48	-6,92	-7,56	-8,19
Abschreibungen	-1,72	-1,83	-2,77	-2,61	-2,63
sonstige betriebliche Aufwendungen	-7,56	-8,01	-7,16	-8,19	-9,41
EBIT	12,50	10,92	11,79	13,41	15,26
Finanzergebnis	-1,22	-1,60	-1,15	-1,13	-1,15
Ergebnis vor Ertragssteuern	11,28	9,31	10,64	12,28	14,11
Ertragssteuern	-3,79	-0,86	-1,60	-1,84	-2,12
Minderheiten	-1,05	-3,50	-3,23	-3,70	-4,19
Jahresüberschuss	6,45	4,95	5,81	6,74	7,81
EBITDA	14,22	12,75	14,56	16,02	17,89
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,1%</i>
EBIT	12,50	10,92	11,79	13,41	15,26
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,2%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,16	0,12	0,14	0,16	0,18
Dividende je Aktie in €	0,11	0,11	0,12	0,14	0,16

Quelle: MPH AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2014

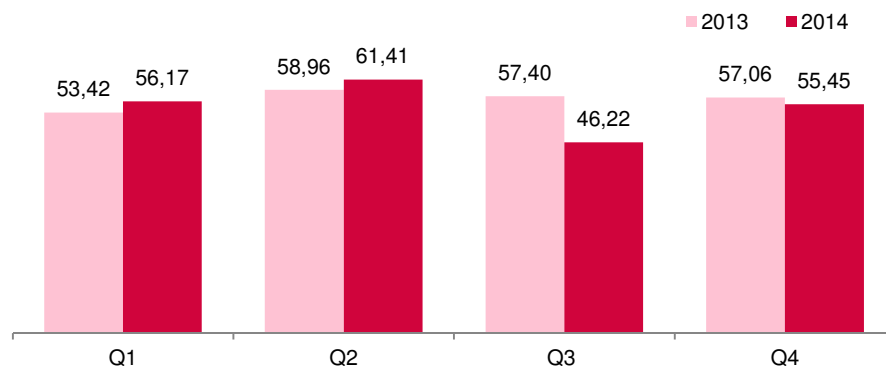
in Mio. €	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	205,71	10,3%	226,84	-3,3%	219,25
EBITDA	22,89	-37,9%	14,22	-10,4%	12,75
EBITDA-Marge	11,1%	-4,8Pp.	6,3%	-0,5Pp.	5,8%
EBIT	21,88	-42,9%	12,50	-12,7%	10,92
EBIT-Marge	10,6%	-5,1Pp.	5,5%	-0,5Pp.	5,0%
Jahresüberschuss	14,71	-56,2%	6,45	-23,1%	4,95
EPS in €	0,36	-56,2%	0,16	-26,1%	0,12

Quelle: MPH AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Erstmalig seit dem Börsendebüt hat die MPH AG eine rückläufige Umsatzentwicklung hinnehmen müssen. Nachdem die Gesellschaft in der Periode 2010-2013 die Umsätze um durchschnittlich jährlich +40,4 % steigern konnte, reduzierten sich die Umsätze im vergangenen Geschäftsjahr 2014 um -3,3 % auf 219,25 Mio. € (VJ: 226,84 Mio. €). Maßgeblich dafür verantwortlich ist eine temporäre Verschärfung der Arzneimittelvorschriften bei Parallelimporten, was eine rückläufige Umsatzentwicklung bei der Tochtergesellschaft HAEMATO AG nach sich gezogen hat. Diese Verschärfung trat im Juli 2014 in Kraft und wurde erst im April 2015 wieder aufgehoben. Dementsprechend traten die Umsatzbelastungen erst im zweiten Halbjahr 2014 auf, nachdem sich die MPH AG im ersten Halbjahr 2014 noch auf Wachstumskurs befand.

Quartalsbezogenen Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

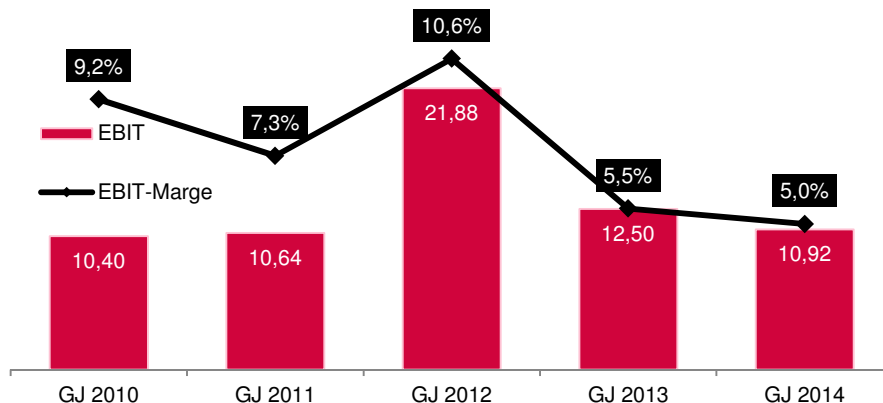
Weiterhin ist die im Bereich der Parallelimporte und Generika tätige Tochtergesellschaft HAEMATO AG mit einem Umsatzbeitrag in Höhe von 202,67 Mio. € (Umsatzanteil: 92,4%) für den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse verantwortlich. Im margenstärkeren Geschäftsbereich „ästhetische Medizin“ erzielte die MPH AG folglich Umsätze in Höhe von 16,58 Mio. €, wobei wir hier davon ausgehen, dass die Tochtergesellschaft M1 Med Beauty AG eine hohe Wachstumsdynamik erreicht haben dürfte.

Ergebnisentwicklung 2014

Angesichts der negativen Umsatzentwicklung minderte sich das EBIT um -12,7 % auf 10,92 Mio. € (VJ: 12,50 Mio. €) und war daher nun zum dritten Mal in Folge rückläufig. Belastend auf die Entwicklung des EBIT wirkte sich, neben den rückläufigen Umsätzen, ein signifikanter Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge auf 5,44 Mio. € (VJ: 10,75 Mio. €). Hier sind in erster Linie Wertveränderungen der Finanzanlagen (u.a. Eigenkapitalinstrumente börsennotierter Gesellschaften, wie bspw. CR Capital Real Estate AG)

enthalten. In den Vorjahren erzielte die MPH AG deutlich höhere Bewertungserträge, was den vergleichsweise überproportionalen EBIT-Rückgang erklärt:

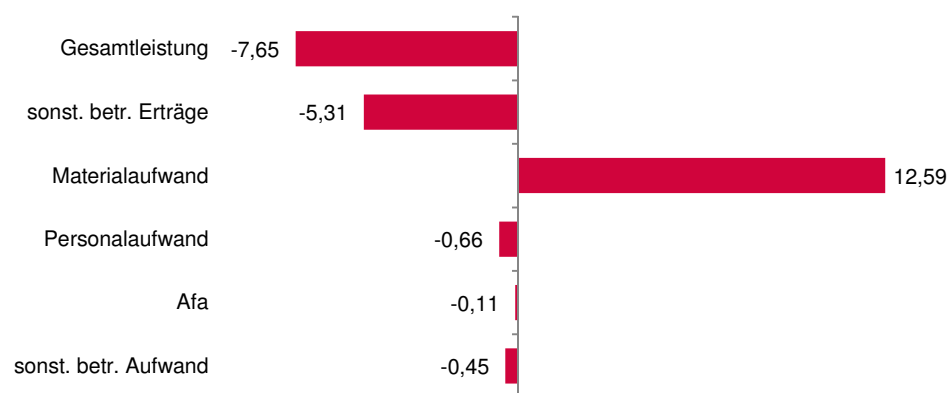
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Analog zu den niedrigeren Umsätzen reduzierte sich der Materialaufwand überproportional um -6,0 % auf 197,43 Mio. € (VJ: 210,03 Mio. €), was sich auf die EBIT-Entwicklung entlastend ausgewirkt hat. Die starke Reduktion der Materialaufwendungen ist einerseits den verschärften Arzneimittelvorschriften bei Parallelimporten geschuldet, mit einer entsprechend leichten Verschiebung hin zum margenstärkeren Generikabereich.

Differenzanalyse 2014 vs. 2013 (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Darüber hinaus gewannen die Umsätze aus den Bereichen außerhalb des Pharma-Segments an Bedeutung. Der EBIT-Beitrag dieser Segmente lag bei 2,69 Mio. €. Bezogen auf den Umsatz in Höhe von 16,58 Mio. € entspricht dies einer hohen EBIT-Marge von 16,2 %. Unserer Ansicht nach ist der Umsatzmix, mit einer möglichen Verschiebung hin zu margenstärkeren Umsätzen, ein wichtiger Treiber für die künftige Ergebnisentwicklung des MPH-Konzerns.

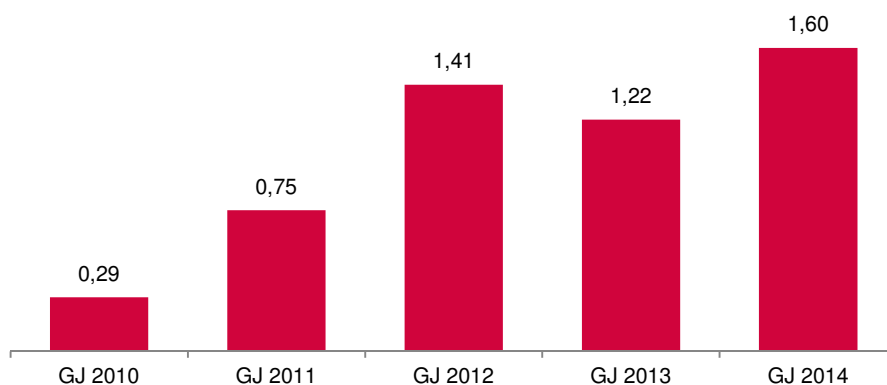
Derzeit weist die MPH AG jedoch noch eine tendenziell rückläufige Margenentwicklung, als Folge eines zunehmenden Wettbewerbs mit entsprechendem Druck bei den Einkaufskonditionen von Parallelimporten, auf. Diesbezüglich hatte die wichtigste Konzern-tochter HAEMATO AG in den letzten Geschäftsjahren eine stärkere Fokussierung auf das Volumengeschäft Parallelimporte gelegt.

Im Zuge der Neuausrichtung des MPH-Konzerns hat eine entsprechende Erweiterung der Geschäftstätigkeit auf die ästhetische Medizin stattgefunden. Dieser geht im Ver-

gleich zum originären Schwerpunkt „Parallelimporte“ und „Generika“ mit veränderten Kapitalbedürfnissen einher. Der Bereich der Schönheitskliniken weist beispielsweise eine deutlich höhere Anlagenintensität auf, als das Arzneimittelhandelssegment, dessen Kapitaleinsatz sich vornehmlich auf den Working Capital-Bereich, mit entsprechend hohem Kapitalumschlag, beschränkt. Darüber hinaus hat der mehrheitliche Erwerb der ehemaligen Windsor AG (Immobilienentwickler mit regionalem Fokus auf Berlin) einen Zugang von Renditeliegenschaften ausgelöst. Durch die teilweise Aufnahme von Fremdkapital hat die MPH AG auf den veränderten Kapitalbedarf reagiert.

Dementsprechend hat sich der Finanzaufwand, welcher bis zum Geschäftsjahr 2011 eine nur untergeordnete Rolle gespielt hat, über die letzten Geschäftsjahre hinweg zwar gesteigert, liegt aber immer noch auf einem überschaubaren Niveau. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 beliefen sich die Finanzaufwendungen, als Folge einer Ausweitung der Finanzverbindlichkeiten, auf 1,60 Mio. € (VJ: 1,22 Mio. €).

Finanzaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Bei einer deutlich rückläufigen Steuerquote in Höhe von 9,2 % (VJ: 33,4 %) ergibt sich ein im Vergleich zum Vorjahr höheres Nachsteuerergebnis in Höhe von 8,45 Mio. € (VJ: 7,45 Mio. €). Für die Gesellschafter der MPH AG verbleibt nach Abzug von Minderheitenanteilen ein Jahresüberschuss in Höhe von 4,95 Mio. € (VJ: 6,45 Mio. €). Die Minderheitenanteile fallen bei der derzeit wichtigsten Tochtergesellschaft HAEMATO AG an, an der die MPH AG zum Bilanzstichtag 31.12.14 eine Beteiligungsquote von 59,0 % (31.12.13: 68,5 %) hält.

Vergleich zu den GBC-Schätzungen

in Mio. €	GJ 2014 (as reported)	GBC-Prognosen 2014	Δ zu GBC-Prognosen
Umsatzerlöse	219,25	215,00	+2,0%
EBIT	10,92	14,12	-22,7%
JÜ vor Minderheiten	8,46	10,81	-21,7%

Quelle: MPH AG; GBC AG

In unseren zum 01.12.2014 (siehe Research Comment) angepassten Schätzungen hatten wir zwar die Verschärfung der Arzneimittelvorschriften antizipiert, die negativen Ergebniseffekte in der Höhe zunächst unterschätzt. Ergebnisseitig hatten wir folglich höhere Werte erwartet.

Bilanzielle und finanzielle Situation

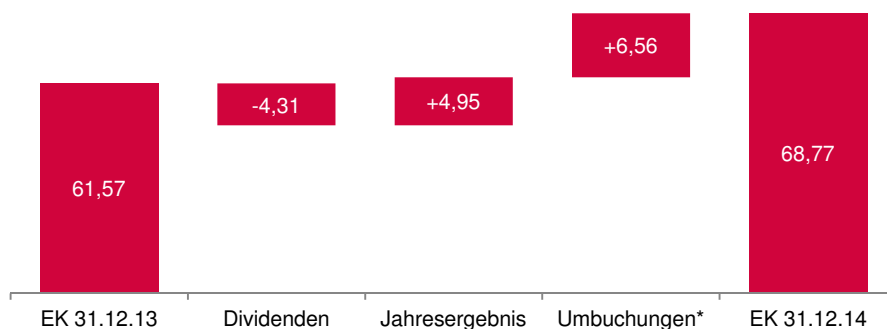
in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital - inkl. Minderheiten	67,36	79,19	94,73
EK-Quote - inkl. Minderheiten (in %)	60,3%	62,1%	63,1%
Eigenkapital - nach Minderheiten	54,13	61,57	68,77
EK-Quote - nach Minderheiten (in %)	48,5%	48,3%	45,8%
Operatives Anlagevermögen	8,30	20,80	21,29
Working Capital	27,53	29,10	36,68
Finanzverbindlichkeiten	34,02	33,28	38,25
Net Debt	7,55	15,38	7,99
Cashflow (operativ)	6,62	-4,45	-0,49
Cashflow (Investition)	-0,91	-1,52	3,47
Cashflow (Finanzierung)	3,27	-3,24	1,28

Quelle: MPH AG; GBC AG

Die maßgebliche Veränderung in der Vermögenssituation der MPH AG hat im letzten Geschäftsjahr 2014 im Bereich des Finanzanlagevermögens stattgefunden. Hierbei handelt es sich primär um die eingegangene Beteiligung an der Berliner Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG. Im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage hatte die vollkonsolidierte Tochtergesellschaft HAEMATO AG insgesamt 3,78 Mio. Aktien an der CR Capital Real Estate AG erlangt. Im Jahresverlauf wurden weitere Anteile an dieser Immobiliengesellschaft erworben und damit gleichzeitig das Finanzanlagevermögen auf 12,37 Mio. € (31.12.13: 2,36 Mio. €) signifikant gesteigert. Gemäß einer Unternehmensmitteilung vom 31.03.15 hatte die MPH AG nach dem Bilanzstichtag die ihre Beteiligung an der CR Capital Real Estate AG über die Schwelle von 50 % angehoben, was eine künftige Vollkonsolidierung dieser neuen Tochtergesellschaft bedeutet.

Wesentliche Veränderungen weist die MPH AG auch beim Eigenkapital auf, welches einerseits infolge des positiven Nachsteuerergebnisses (nach Minderheiten) um 4,95 Mio. € gesteigert wurde. Andererseits hat die MPH AG den Bestand eigener Anteile reduziert, was ebenfalls einen Anstieg des Eigenkapitals um 5,23 Mio. € zur Folge hatte. Erwähnenswert sind zudem die Minderheitenanteile, welche bezogen auf eine Beteiligungsquote an der HAMEATO AG in Höhe von 59,0% (31.12.13: 68,5 %) derzeit 25,96 Mio. € (31.12.13: 17,62 Mio. €) darstellen. Folgende Faktoren haben das Eigenkapital der MPH AG beeinflusst:

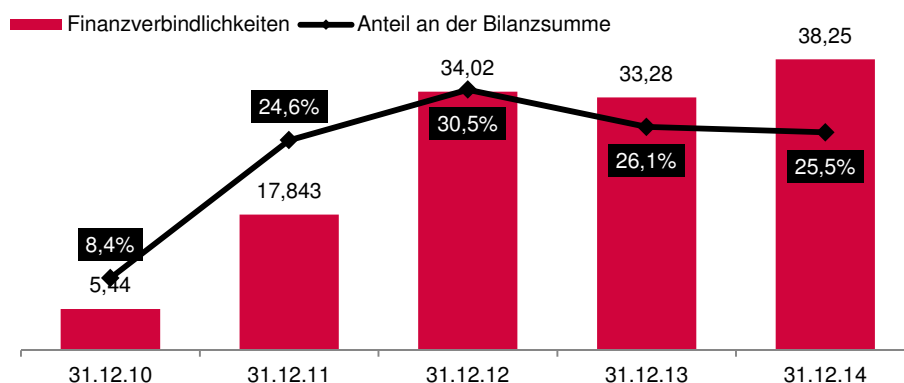
EK-Veränderungen – vor Minderheiten (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG; *vornehmlich Rückgang der eigenen Anteile

Sowohl die Eigenkapitalquote vor Minderheiten in Höhe von 45,8 % (31.12.13: 48,3 %) als auch nach Minderheiten in Höhe von 63,1 % (31.12.13: 62,1 %) ist als überdurchschnittlich hoch einzustufen. Dies gilt auch unter der Berücksichtigung des Umstandes, wonach die MPH AG die Erweiterung der Geschäftstätigkeit in den letzten Jahren zum Teil über Bankkredite finanziert hat. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr erhöhten sich die Finanzverbindlichkeiten auf 38,25 Mio. € (31.12.13: 33,28 Mio. €).

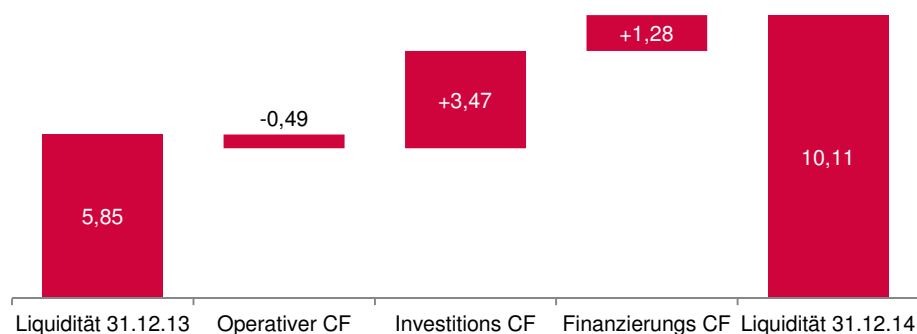
Finanzverbindlichkeiten (in Mio. €) und Anteil der Bilanzsumme (in %)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Unter anderem hatte der Anstieg der Fremdfinanzierung einen positiven Einfluss auf den Liquiditätsbestand der MPH AG, welcher zum 31.12.14 auf 10,12 Mio. € (31.12.13: 5,85 Mio. €) zugelegt hat. Unterstützend wirkten sich hier auch die Transaktionen bei den Tochtergesellschaften aus (unter anderem Veräußerung von HAEMATO-Aktien), wodurch ein positiver Investitions-cashflow in Höhe von 3,47 Mio. € (VJ: -1,52 Mio. €) generiert wurde. Der operative Cashflow weist hingegen mit -0,49 Mio. € (VJ: -4,45 Mio. €) eine leicht negative Größenordnung auf. Neben den ergebniswirksamen jedoch nicht liquiditätswirksamen Bewertungsänderungen der Finanzanlagen (Anteile an der CR Capital Real Estate AG) hatte sich die Ausweitung des Working Capitals negativ auf den operativen Cashflow ausgewirkt:

Liquiditätsbrücke (in Mio. €)



Quelle: MPH AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	219,25	240,44	264,44	291,84
EBITDA	12,75	14,56	16,02	17,89
EBITDA-Marge	5,8%	6,1%	6,1%	6,1%
EBIT	10,92	11,79	13,41	15,26
EBIT-Marge	5,0%	4,9%	5,1%	5,2%
Jahresüberschuss nach Minderheiten	4,95	5,81	6,74	7,81
EPS in €	0,12	0,14	0,16	0,18

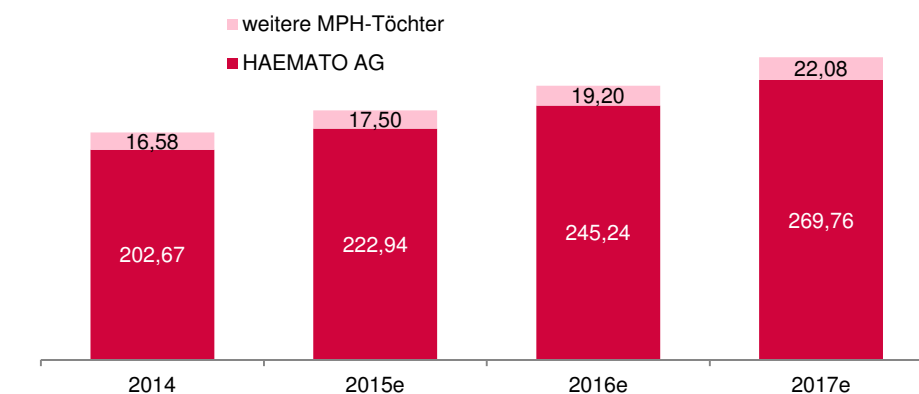
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Die temporäre Verschärfung der Arzneimittelvorschriften hatte im vergangenen Geschäftsjahr 2014 einen maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der MPH AG. Hiervon war zwar ausschließlich der Bereich Parallelimporte der Tochtergesellschaft HAEMATO AG betroffen, dieses Segment zeichnet jedoch weiterhin für den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse und des operativen Ergebnisses auf Konzernebene verantwortlich. Mit der laut Unternehmensaussage im April 2015 erfolgten Aufhebung der verschärften Arzneimittelvorschriften fällt für das laufende Geschäftsjahr 2015 ein wichtiger Belastungsfaktor weg und damit ist der Weg für die Rückkehr zum profitablen Erlöswachstum wieder frei. Gemäß Unternehmensangaben wird das erste Quartal 2015 noch erwartungsgemäß von diesem externen Belastungsfaktor geprägt sein.

Gemäß unseren Erwartungen wird das in der HAEMATO AG gebündelte Geschäft mit Parallelimporten und Generika unverändert den größten Umsatz- und Ergebnisbeitrag innerhalb des MPH-Konzerns leisten. Hier profitiert die Gesellschaft einerseits von den Einsparbemühungen der Arzneimittelversorgung sowie andererseits von der demografischen Struktur, mit einem zunehmend höheren arzneimittelverbrauchenden Bevölkerungsanteil. In unserer Researchstudie zur HAEMATO AG (siehe Researchstudie Anno vom 16.04.2015) haben wir bei dieser Tochtergesellschaft eine Rückkehr zum Wachstumspfad angenommen und prognostizieren für die Geschäftsjahre 2015 – 2017 jeweils ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 %. Neben der ohnehin dynamischen Gesamtmarktentwicklung in den beiden Teilbereichen Parallelimporte und Generika, dürfte die Reduktion des Herstellerzwangsrabattes von 16 % auf 7 % (seit April 2014) für zusätzliche Nachfrageimpulse sorgen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

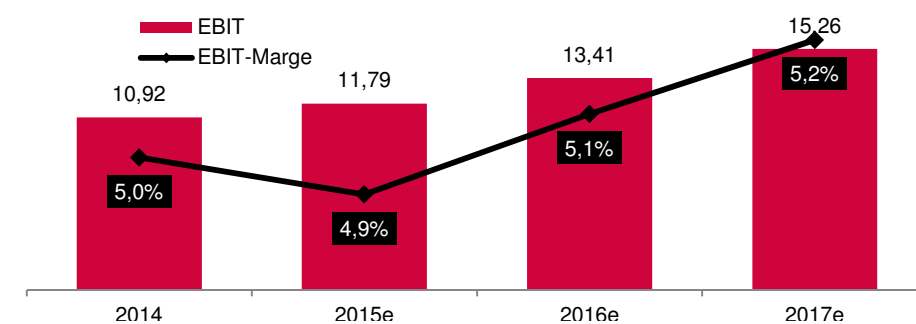
Die zusätzlichen Umsatzpotenziale der weiteren MPH-Töchter schätzen wir, ausgehend von 16,58 Mio. € im Geschäftsjahr 2014, auf 17,50 Mio. € (GJ 2015e), 19,20 Mio. € (GJ 2016e) sowie 22,08 Mio. € (GJ 2017e). Hier erkennen wir einen klaren Fokus auf den Ausbau des Klinikbereiches, speziell im Segment der Schönheitschirurgie. Zudem soll das dazugehörige Geschäft der Gesundheitsimmobilien weiter forciert werden. So hat die MPH AG angekündigt, künftig weitere eigene Standorte zu schaffen und damit den Bereich der Gesundheitsimmobilien voranzutreiben. Mit dem mehrheitlichen Erwerb der Berliner börsennotierten Immobilienprojektgesellschaft CR Capital Real Estate AG (siehe Corporate News vom 31.03.15) wurde die strukturelle Grundlage für den Aufbau dieses Segments gelegt.

Ergebnisprognosen

Nachdem in den letzten Geschäftsjahren angesichts einer verschärften Wettbewerbssituation bei Parallelimporten ein Margenschwund zu beobachten war, dürfte sich unserer Ansicht nach der Boden nun ausgebildet haben. Dies insbesondere vor dem Hintergrund der reduzierten Herstellerzwangsrabatte auf nun 7 % (zuvor: 16 %). Auf Konzernebene sollte sich zudem durch einen steigenden Anteil der margenstärkeren Umsätze aus dem Klinik-Segment sowie aus dem Bereich der Gesundheitsimmobilien insgesamt eine Aufhellung der Margensituation ergeben. Mögliche Skaleneffekte vor dem Hintergrund einer erwarteten unterproportionalen Entwicklung der Overhead-Kosten sollten sich zudem positiv auswirken.

Wir rechnen jedoch zunächst konservativ mit einer seitwärtsgerichteten EBIT-Margenentwicklung und folglich eines zu den Umsätzen proportionalen EBIT-Anstiegs. In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir die weiteren Ergebnispotenziale in der Schätzperiode berücksichtigt, mit einem erwarteten Anstieg der langfristigen EBIT-Marge auf 6,8 %.

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



Quelle: GBC AG

Da die MPH AG zum 31.12.2014 einen Anteil von 59,0 % an der größten Tochtergesellschaft HAEMATO AG ausweist, haben wir in unseren konkreten Schätzungen sowie im DCF-Modell Minderheitenanteile in Höhe von 41 % am HAEMATO-Ergebnis berücksichtigt. Diese ergeben sich aus unseren HAEMATO-Prognosen (siehe Researchstudie Anno vom 16.04.2015).

Durch den am 31.03.2015 gemeldeten mehrheitlichen Erwerb der Berliner Immobilienprojektgesellschaft CR Capital Real Estate AG wird die MPH AG künftig auch den Bereich Gesundheitsimmobilien innerhalb des Konzernkreises abdecken. Unsere Prognosen berücksichtigen derzeit dieses Segment noch nicht, da wir über keine belastbaren Daten hierzu verfügen. Vielmehr sehen wir diesen Bereich als weiteres Upsidepotenzial in der Unternehmensbewertung, welches wir voraussichtlich in der kommenden Studie näher analysieren werden.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die MPH AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 - 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 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 7,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der MPH AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einem Mindestzinssatz von 2,0 %) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 2,0%).**

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 (bisher: 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,49 % (bisher: 10,49 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,79 % (bisher: 9,64 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 4,50 € (bisher: 4,50 €). Das unveränderte Kursziel ist insbesondere ein Ergebnis des niedrigeren risikolosen Zinssatzes als Berechnungsgrundlage für den gewichteten Diskontierungssatz. Auf der Gegenseite wirkte sich die leichte Prognosereduktion kurszielmindernd aus. Diese beiden gegenläufigen Bewertungseffekte haben sich gegenseitig aufgehoben.

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	7,5%	ewige EBITA - Marge	7,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,2%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	11,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	240,44	264,44	291,84	312,27	334,13	357,52	382,54	409,32	
US Veränderung	9,7%	10,0%	10,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	10,36	11,35	11,35	11,35	11,35	11,35	11,35	11,35	
EBITDA	14,56	16,02	17,89	23,42	25,06	26,81	28,69	30,70	
EBITDA-Marge	6,1%	6,1%	6,1%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
EBITA	11,79	13,41	15,26	21,31	22,80	24,40	26,11	27,94	
EBITA-Marge	4,9%	5,1%	5,2%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	7,0%
Steuern auf EBITA	-1,77	-2,01	-3,81	-5,33	-5,70	-6,10	-6,53	-6,98	
zu EBITA	15,0%	15,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	10,02	11,40	11,44	15,98	17,10	18,30	19,58	20,95	
Kapitalrendite	17,3%	20,6%	21,1%	27,9%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	26,6%
Working Capital (WC)	32,00	31,00	31,50	35,91	38,42	41,11	43,99	47,07	
WC zu Umsatz	13,3%	11,7%	10,8%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
Investitionen in WC	4,68	1,00	-0,50	-4,41	-2,51	-2,69	-2,88	-3,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	23,20	23,30	25,71	27,51	29,44	31,50	33,71	36,07	
AFA auf OAV	-2,77	-2,61	-2,63	-2,11	-2,26	-2,41	-2,58	-2,76	
AFA zu OAV	12,0%	11,2%	10,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	
Investitionen in OAV	-4,68	-2,71	-5,05	-3,91	-4,18	-4,47	-4,79	-5,12	
Investiertes Kapital	55,20	54,30	57,21	63,43	67,87	72,62	77,70	83,14	
EBITDA	14,56	16,02	17,89	23,42	25,06	26,81	28,69	30,70	
Steuern auf EBITA	-1,77	-2,01	-3,81	-5,33	-5,70	-6,10	-6,53	-6,98	
Investitionen gesamt	-0,01	-1,71	-5,55	-8,32	-6,70	-7,16	-7,67	-8,20	
Investitionen in OAV	-4,68	-2,71	-5,05	-3,91	-4,18	-4,47	-4,79	-5,12	
Investitionen in WC	4,68	1,00	-0,50	-4,41	-2,51	-2,69	-2,88	-3,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	12,78	12,30	8,53	9,77	12,66	13,55	14,50	15,51	338,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	249,26	258,88
Barwert expliziter FCFs	61,37	54,47
Barwert des Continuing Value	187,89	204,41
Nettoschulden (Net debt)	1,01	-4,92
Wert des Eigenkapitals	248,24	263,80
Fremde Gewinnanteile	-55,39	-57,90
Wert des Aktienkapitals	192,85	205,90
Ausstehende Aktien in Mio.	42,81	42,81
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,50	4,81

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,8%

Kapitalrendite	WACC				
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
25,6%	5,53	4,87	4,32	3,86	3,48
26,1%	5,65	4,97	4,41	3,95	3,55
26,6%	5,77	5,08	4,50	4,03	3,63
27,1%	5,89	5,18	4,60	4,11	3,70
27,6%	6,01	5,29	4,69	4,19	3,77

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: (5a,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte im Nachgang des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligt 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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