



Researchstudie (Anno)

MPH Mittelständische Pharma Holding AG



**MPH AG nun offiziell eine Investmentgesellschaft;
erhebliche stille Reserven gehoben;
neuer investmentgetriebener Bewertungsansatz**

Kursziel: 4,62 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

MPH Mittelständische Pharma Holding AG *5a,5b,6a,11

KAUFEN

Kursziel: 4,62 EUR

aktueller Kurs: 2,51
11.7.2016 / ETR / Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN/ST: DE000A0L1H32
WKN/ST: A0L1H3
Börsenkürzel/ST: 93M
Aktienanzahl⁹/ST: 42,814
Marketcap⁹: 107,42
EnterpriseValue⁹: 116,94
⁹ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat/ST: 36,1 %

Transparenzlevel:
Entry Standard
Marktsegment:
Open Market
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

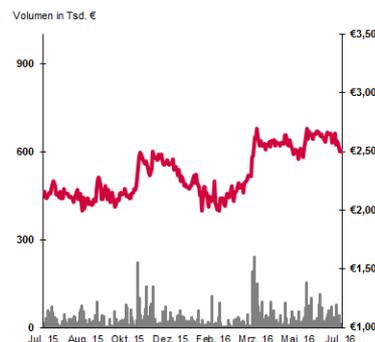
Branche: Gesundheitswesen
Fokus: Pharma und medizinische Dienstleistungen

Mitarbeiter: 217 Stand: 31.12.2015

Gründung: 2008

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Patrick Brenske, Dr. Christian Pahl



Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG ist als ein in Berlin ansässiges Unternehmen auf die Bereiche Pharma und Patientenversorgung spezialisiert. Der strategische Fokus der Unternehmensgruppe liegt auf den Therapiegebieten „chronische Erkrankungen“ und „Ästhetik“. Es wird erwartet, dass diese Segmente an der zukünftigen Entwicklung des deutschen Gesundheitsmarktes partizipieren und entsprechendes Wachstum generieren. Über die börsennotierte Tochtergesellschaft HAEMATO AG wird dabei der Bereich Parallelimporte und Generika abgedeckt. Das Kliniksegment mit dem Geschäftsschwerpunkt Schönheitschirurgie ist in der Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG gebündelt. Seit dem Geschäftsjahr 2015 ist die Berliner Immobiliengesellschaft CR Capital Real Estate AG neu in den MPH-Konsolidierungskreis einbezogen. Der Fokus der CR AG liegt auf dem Wohnungsneubau in Berlin und Leipzig. Die MPH-Gruppe wird das Know-How der CR-Gruppe für den Aufbau von Gesundheitsimmobilien nutzen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Umsatz	205,71	226,84	219,25	262,89
EBITDA	22,89	14,22	12,75	18,34
EBIT	21,88	12,5	10,92	13,15
Jahresüberschuss	14,71	6,45	4,95	82,59

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,34	0,15	0,12	1,93
Dividende je Aktie	0,22	0,11	0,12	0,12

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,57	0,52	0,53	0,44
EV/EBITDA	5,11	8,22	9,17	6,38
EV/EBIT	5,34	9,36	10,71	8,89
KGV	7,30	16,65	21,70	1,30

Finanztermine

30.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht
29.11.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
7.9.2015: RG / 5,10 / KAUFEN
15.5.2015: RG / 4,50 / KAUFEN
18.3.2015: RG / 4,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die MPH Mittelständische Pharma Holding AG (MPH AG) hat zum Geschäftsjahresende 2015 eine Änderung der Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 vorgenommen. Der MPH-Konzern vereint derzeit drei wesentliche Beteiligungen und deckt damit das Pharmasegment (HAEAMTO AG), den Bereich der ästhetischen Medizin (M1 Kliniken AG) sowie Gesundheitsimmobilien (CR Capital Real Estate AG) ab. Während bisher eine Vollkonsolidierung dieser mehrheitlich gehaltenen börsennotierten Gesellschaften vorgenommen wurde, wird künftig nunmehr, gemäß dem Investmentansatz, eine Bewertung im Finanzergebnis stattfinden und folglich wird in Zukunft die Ergebnisentwicklung vom Finanzergebnis bestimmt.
- Dementsprechend ist die operative Entwicklung des Geschäftsjahres 2015 von Umstellungs- und Bewertungseffekten geprägt. Die noch konsolidierten Umsatzerlöse kletterten dabei infolge der hohen Wachstumsdynamik bei den beiden Tochtergesellschaften HAEMATO AG sowie M1 Kliniken AG deutlich um 19,9 % auf 262,89 Mio. € (VJ: 219,25 Mio. €) an. Dabei hat die Verschiebung hin zu den margenstärkeren Umsätzen der Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG, die tendenzielle Margenschwäche des Pharma-Segments aufgefangen, so dass die EBIT-Marge mit 5,0 % (EBIT: 13,15 Mio. €) auf dem Niveau des Vorjahres konstant war. Mit der Bilanzierungsänderung weist die MPH AG einen Buchgewinn bei den Investments und damit einen signifikanten Anstieg beim Finanzergebnis auf 74,15 Mio. € (VJ: -1,60 Mio. €) aus.
- Die Änderung hin zur Investment Entity wird auch in der Geschäftsjahresbilanz 2015 ersichtlich. Aufgrund der Entkonsolidierung der operativ tätigen Tochtergesellschaften haben sich die Bilanzpositionen erheblich reduziert. Zum 31.12.15 wird die Aktivseite nahezu ausschließlich von den Finanzanlagen (Investments) in Höhe von 150,36 Mio. € (Anteil an der Bilanzsumme: 99,0 %) getragen. Auch die Passivseite besteht überwiegend aus dem Eigenkapital in Höhe von 139,02 Mio. € (EK-Quote: 92,0 %). Diese Struktur wird erwartungsgemäß auch in den kommenden Geschäftsjahren bestehen, womit der Charakter einer Investmentgesellschaft wiedergegeben wird.
- Wir haben die Bilanzierungsänderung der MPH AG zum Anlass genommen und unser Bewertungsmodell auf einen Sum-of-Parts-Ansatz umgestellt. Besonders der Umstand, wonach die MPH AG nach der nun erfolgten Entkonsolidierung der Tochtergesellschaften künftig keine Umsätze mehr aus dem operativen Geschäft (Pharma-Segment; ästhetische Medizin; Gesundheitsimmobilien) und damit kein operatives Ergebnis mehr ausweisen wird, entfällt eine Umsatz- und Ergebnisprognose, als notwendige Basis für das DCF-Bewertungsmodell.
- **Im Rahmen unserer Sum-of-Parts-Bewertung haben wir ein Kursziel von 4,62 € je Aktie ermittelt. Hier gilt es jedoch zu bedenken, dass die Sum-of-Parts-Bewertung konservativer als das vollständig auf die Zukunft gerichtete DCF-Bewertungsmodell ist. Angesichts des aktuellen Kursniveaus von 2,51 € je Aktie vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

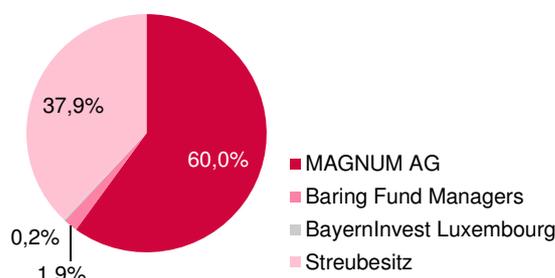
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Geschäftsstrategie	4
Markt und Marktumfeld	5
Parallelimporte und Generika	5
Marktumfeld ästhetische Medizin und plastische Chirurgie	6
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2015	8
Umsatzentwicklung 2015	8
Ergebnisentwicklung 2015	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015	10
Bewertung	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

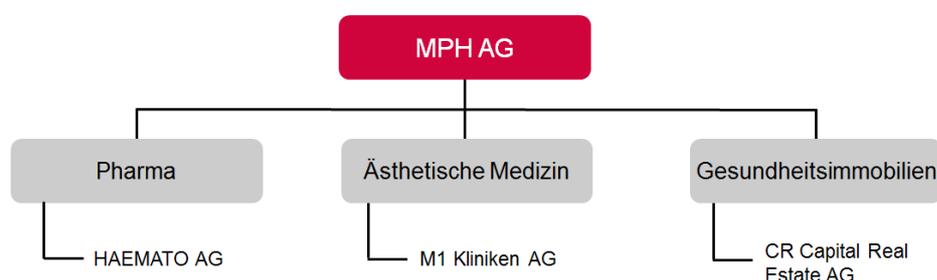
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
MAGNUM AG	60,0 %
Baring Fund Managers	1,9 %
BayernInvest Luxembourg	0,2 %
Streubesitz	36,1 %

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 50%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. HAEMATO investiert in den Aufbau von Eigenmarken in der Dermatologie. Hyaluronsäure für verschiedene Anwendungen und weitere Medizinprodukte sind künftig wichtige Bereiche für den pharmazeutischen Herstellbetrieb. Im Rahmen eines Direktvertriebes werden rund 3.500 Apotheken beliefert.



Durch die Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG wird der Bereich der **ästhetischen Medizin und plastischen Chirurgie** abgedeckt. Die M1 Kliniken AG ist eine Gruppe von Fachzentren für ästhetische Behandlungen mit der Konzentration auf medizinische Behandlungen und Schönheitsoperationen. Neben den aktuellen Standorten Berlin und München wurden im Geschäftsjahr 2015 insgesamt weitere sieben Fachzentren in den größten deutschen Städten eröffnet und damit dieses im MPH-Konzern vergleichsweise junge Segment signifikant ausgebaut. Eine weitere Tochtergesellschaft ist die M1 Aesthetics 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.



MARKT UND MARKTUMFELD

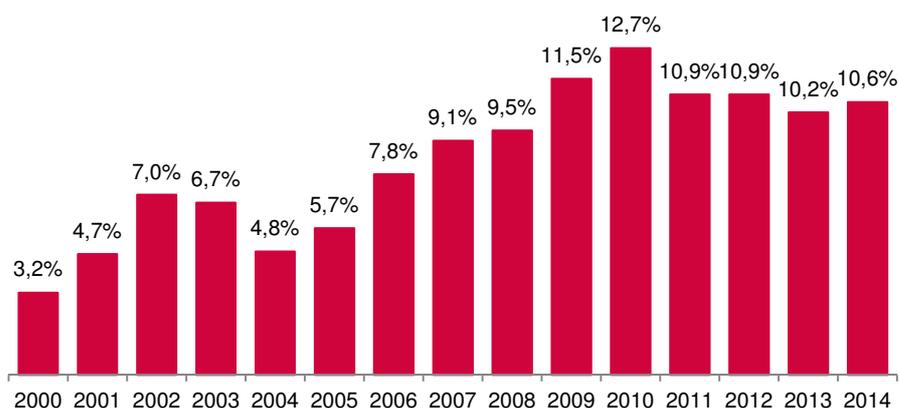
Der MPH-Konzern deckt mit seinen Tochtergesellschaften ein breites Spektrum des Gesundheitsmarktes ab, wobei hier besonders wachstumsstarke Teilbereiche adressiert werden.

Parallelimporte und Generika

Mit dem Vertrieb von Generika und Parallelimporten (Tochtergesellschaft: HAEMATO AG) ist der MPH-Konzern in einem Marktumfeld tätig, welches von einer stetig steigenden Nachfrage nach Arzneimitteln geprägt ist. Das überdurchschnittliche Wachstum der Gesamtbranche resultiert dabei aus einer demografischen Entwicklung, welche eine überproportionale Steigerung des relevanten älteren Bevölkerungsteils aufweist. Der medizinische Fortschritt aber auch ein wachsendes Gesundheitsbewusstsein sind zudem wichtige Faktoren für das unverändert dynamische Umsatzwachstum in der Pharmabranche in Höhe von +5,6 % (2014: +5,8 %). Damit ist die MPH-Tochtergesellschaft HAEMATO AG in einem der am stärksten wachsenden Branchen in Deutschland tätig.

Werden die beiden Teilbereiche Parallelimporte und Generika zugrunde gelegt, wird eine noch stärkere Wachstumsdynamik erkennbar. Um eine Entlastung bei den Gesundheitsausgaben umzusetzen, werden verschiedene Instrumente angewendet wie etwa gesetzlich vereinbarte Herstellerzwangsrabatte (seit April 2014: 7,0 %), Apothekennachlässe oder eine vereinbarte Mindestimportquote bei Arzneimitteln. Als Parallelimporteur profitiert die HAMEATO AG von diesen Einsparbemühungen im Gesundheitssektor. Der Anteil der Parallelimporte an den Gesamtumsätzen des Pharmamarktes erhöhte sich leicht von 10,2 % (2013) auf 10,6 % (2014) und partizipierte damit leicht überproportional am Umsatzwachstum innerhalb der Gesamtbranche.

Anteil der Parallelimporte am Apothekenmarkt



Quelle: IMS Health; GBC AG

Zuletzt stagnierte der Umsatzanteil der Parallelimporte auf knapp unterhalb der 11,0 %-Marke. Dies wird insbesondere mit der Erhöhung des Herstellerzwangsrabattes von zuvor 6,0 % auf 16 %, welche eine Stagnation der Parallelimportumsätze insbesondere in den Jahren 2011 bis 2013 zur Folge hatte, erklärt. Seit April 2014 gilt mit 7,0 % jedoch wieder ein reduzierter Rabattsatz, was bereits wieder eine leichte Erhöhung des Parallelimportanteils nach sich gezogen hat. Vor dem Hintergrund eines steigenden Drucks auf die Arzneimittelpreise wird mit einer zunehmenden Dynamik bei den Parallelimporten gerechnet.

Auch beim Generikabereich, dem zweiten wichtigen Segment der HAMEATO AG, spielt der Kostenaspekt, insbesondere vor dem Hintergrund der GKV-Einsparbemühungen, eine wichtige Rolle. Gemäß dem vom AOK-Bundesverband veröffentlichten „Arzneimittelverordnungreport 2015“ liegen die Einsparpotenziale durch die stärkere Nutzung von Generika in Deutschland bei 4,63 Mrd. €, was einem Gesamtmarktumsatzanteil von 14,9 % entspricht. Eine Auswertung der Gesundheitsberichterstattung des Bundes sieht sogar ein Einsparpotenzial in Höhe von rund 25 % (bezogen auf die Preise aus dem Jahr 2013). Zuletzt stagnierte der Generika-Umsatzanteil zwar auf einem hohen Niveau von 36,2 % (2014), aufgrund der immensen Einsparpotenziale wird hier jedoch mit einem überproportionalen weiteren Anstieg der Umsätze in diesem Bereich gerechnet.

Marktumfeld ästhetische Medizin und plastische Chirurgie

Ein im Vergleich zum Pharmaumfeld noch dynamischeres Wachstum weist das durch die Tochtergesellschaft M1 Kliniken AG abgedeckte Segment der ästhetischen Medizin und plastischen Chirurgie auf. Gemäß von der Vereinigung der Deutschen Ästhetisch-Plastischen Chirurgen (VDÄPC) veröffentlichten Statistiken wurden in Deutschland im Jahr 2014 insgesamt 32.096 Schönheitsoperationen durchgeführt. Gegenüber dem Wert des Jahres 2013, als 27.011 Operationen gemeldet wurden, kommt dies einer hohen Wachstumsrate in Höhe von 18,8 % gleich. Dieser positive Trend ist speziell vor dem Hintergrund einer steigenden Akzeptanz von Schönheitsoperationen zu sehen. Die Anzahl der minimal-invasiven Eingriffe ging in 2014 hingegen leicht von 33.817 (2013) auf 32.211 zurück.

Deutschland erweist sich vor dem Hintergrund der noch niedrigen Ausgangsbasis als besonders wachstumsstark. In den USA, als weltweit größter Markt für ästhetische Chirurgie, wurden beispielsweise in 2015 rund 15,9 Mio. ästhetische Operationen und minimal-invasive Eingriffe durchgeführt und damit 1,8 % mehr als im Vorjahr. Bezogen auf die Gesamtbevölkerung in den USA entspricht dies einer Quote von 5,0 %. In Deutschland hingegen liegt die auf die Gesamtbevölkerung bezogene Quote erst bei lediglich 0,08 %, womit die hohen Aufholpotenziale in Deutschland sichtbar werden.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	112,41	205,71	226,84	219,25	262,89
Bestandsveränderungen	0,00	-3,31	0,03	-0,03	-3,72
Gesamtleistung	112,41	202,40	226,87	219,22	259,17
sonstige betriebliche Erträge	0,17	10,80	10,75	5,44	9,98
Materialaufwand	-95,70	-178,26	-210,02	-197,43	-231,70
Rohhertrag	16,88	34,93	27,60	27,23	37,44
Personalaufwand	-1,72	-4,19	-5,82	-6,48	-8,33
Abschreibungen	-0,25	-1,01	-1,72	-1,83	-5,19
sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,52	-7,85	-7,56	-8,01	-10,77
EBIT	10,40	21,88	12,50	10,92	13,15
Finanzergebnis	-0,29	-1,41	-1,22	-1,60	74,15
Ergebnis vor Ertragssteuern	10,11	20,47	11,28	9,31	87,30
Ertragssteuern	-0,98	-2,07	-3,79	-0,86	-3,20
Minderheitenanteile	0,00	-3,69	-1,05	-3,50	-1,51
Jahresüberschuss	9,13	14,71	6,45	4,95	82,59
EBITDA	10,64	22,89	14,22	12,75	18,34
in % der Umsatzerlöse	9,5%	11,1%	6,3%	5,8%	7,0%
EBIT	10,40	21,88	12,50	10,92	13,15
in % der Umsatzerlöse	9,2%	10,6%	5,5%	5,0%	5,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,24	0,36	0,16	0,12	1,93
Dividende je Aktie in €	0,20	0,22	0,11	0,11	0,12
Aktienzahl in Mio. Stück	38,05	41,17	41,17	42,81	42,81

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	226,84	219,25	262,89
EBITDA	14,22	12,75	18,34
EBITDA-Marge	6,3%	5,8%	7,0%
EBIT	12,50	10,92	13,15
EBIT-Marge	5,5%	5,0%	5,0%
Jahresüberschuss	6,45	4,95	82,59

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2015

Die Umsatzerlöse des abgelaufenen Geschäftsjahres 2015 in Höhe von 262,89 Mio. € (VJ: 219,25 Mio. €) und damit das Umsatzwachstum in Höhe von 19,9 % basiert auf der positiven Entwicklung der Tochtergesellschaften HAEMATO AG, M1 Kliniken AG sowie der CR Real Estate AG.

So konnte beispielsweise die im Bereich Generika und Parallelimporte tätige HAEMATO AG ein Umsatzwachstum in Höhe von 13,4 % auf 229,73 Mio. € (87,4 % der MPH-Gesamtumsätze) erwirtschaften. Die hohe Wachstumsdynamik der HAEMATO AG ist dabei eine Folge der weiterhin hohen Nachfrage nach importierten Arzneimitteln, vor dem Hintergrund der anhaltenden GKV-Einsparbemühungen. Zudem profitierte die Tochtergesellschaft von einer Beendigung strengerer Importvorschriften, welche sich bis zum ersten Quartal 2015 noch belastend auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt hatten. Gleichzeitig erweist sich die hohe Wachstumsdynamik der im Bereich der ästhetischen Medizin tätigen M1 Kliniken AG als maßgeblich für das MPH-Umsatzwachstum. Die Umsätze dieser Tochtergesellschaft erhöhten sich um 51,7 % auf 34,93 Mio. € (VJ: 23,02 Mio. €) und entwickelten sich damit äußerst dynamisch.

Umsatzerlöse (in Mio. €)



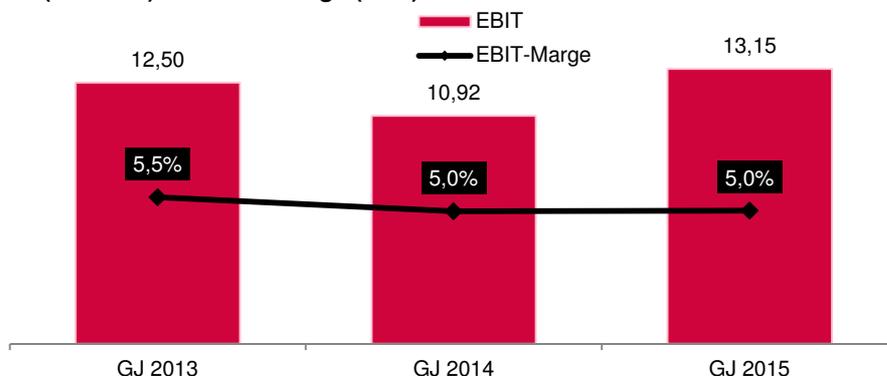
Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Wichtiger Hinweis: Die MPH AG hat zum Geschäftsjahresende 2015 eine Umstellung ihrer Bilanzierung auf die Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 vorgenommen. Dies bedeutet, dass künftig keine Umsatzkonsolidierung mehr stattfinden wird, sondern ein Wertansatz der Tochtergesellschaften im Finanzvermögen und damit im Finanzergebnis vorgenommen wird. Dadurch wird sich das Umsatzbild der MPH AG erheblich verändern, da lediglich die auf Konzernebene erzielten Umsätze, welche unseres Erachtens aber vernachlässigbar sind, aufgezeigt werden.

Ergebnisentwicklung 2015

Das EBIT erhöhte sich in etwa proportional zum Umsatzanstieg um 20,5 % auf 13,15 Mio. € (VJ: 10,92 Mio. €) und damit entwickelte sich die EBIT-Marge mit 5,0 % (VJ: 5,0 %) vergleichsweise konstant. Zwei Effekte sind hier hervorzuheben. Einerseits lässt sich bei der Tochtergesellschaft HAEMATO AG über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg eine rückläufige Margentendenz erkennen. Neben dem mittlerweile abgelaufenen Sondereffekt (Verschärfung Importvorschriften), welcher auch die margenstarken Produkte betroffen hatte, ist die rückläufige Margentendenz zudem auf eine intensivere Wettbewerbssituation zurückzuführen. Auf der anderen Seite erweist sich der Bereich „ästhetische Medizin“ (M1 Kliniken AG) mit einem EBIT in Höhe von 7,02 Mio. € und einer entsprechenden EBIT-Marge in Höhe von 20,1 % jedoch als besonders margenstark. Die zunehmende Bedeutung des margenstarken M1-Geschäftes hat dabei die rückläufige Margenentwicklung des Pharmasegments auffangen können.

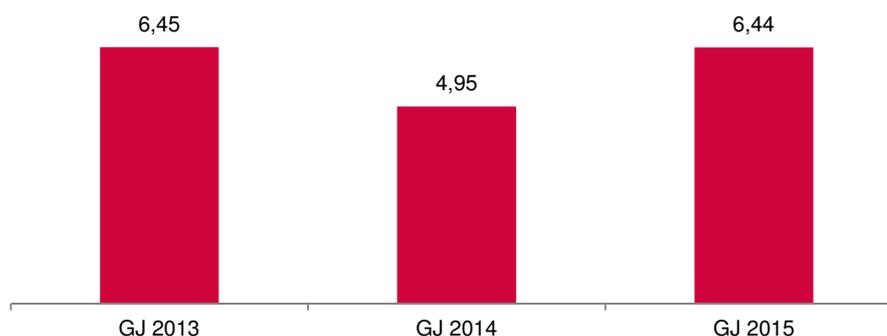
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Besonders hervorzuheben ist das Finanzergebnis in Höhe von insgesamt 74,15 Mio. € (VJ: -1,60 Mio. €). Der deutliche Anstieg steht primär im Zusammenhang mit dem Ergebnis aus der Bewertung von Finanzanlagen, als Folge der Umstellung auf die Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10. Im Rahmen des zum 31.12.15 erstmalig angewendeten Wertansatzes der drei börsennotierten Tochtergesellschaften (HAEMATO AG; M1 Kliniken AG; CR Capital Real Estate AG) mit jeweiligem Schlusskurs zum 31.12.15, hat die MPH AG stille Reserven gehoben. Auch die künftige Ergebnisentwicklung wird vom Finanzergebnis dominiert sein, im Rahmen dessen die Änderungen bei der Börsenbewertung der drei Tochtergesellschaften erfasst sein werden. Ein weiterer wichtiger Faktor für den deutlichen Anstieg des Finanzergebnisses ist in Höhe von 7,86 Mio. € die erfolgswirksame Entkonsolidierung von Anteilen nicht beherrschender Gesellschaften (Verkauf von HAEMATO-Anteilen).

Bereinigtes EAT (in Mio. €)



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Aufgrund des IFRS 10-Umstellungseffektes weist die Gesellschaft einen den MPH-Aktionären zustehenden Jahresüberschuss in Höhe von 82,59 Mio. € (VJ: 4,95 Mio. €) aus. Bereinigt um die Sondereffekte hätte die MPH AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 6,44 Mio. € erzielt, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg in Höhe von 29,9 % gleichkommt.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

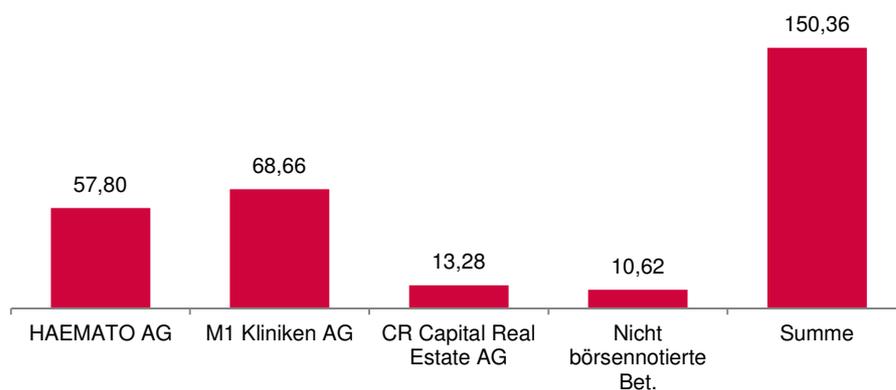
in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital - nach Minderheiten	61,57	68,77	139,02
EK-Quote - nach Minderheiten (in %)	48,3%	45,8%	92,0%
Finanzanlagen (langfr.)	2,36	12,37	150,36
Finanzverbindlichkeiten	33,28	38,25	10,26

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Die zum 31.12.2015 vorgenommene Bilanzierungsumstellung hat erhebliche Auswirkungen auf die Bilanzstruktur der MPH AG. Das vornehmlich aus den Bewertungseffekten im Finanzergebnis resultierende Nachsteuerergebnis in Höhe von 82,59 Mio. € hatte das den Aktionären zustehende Eigenkapital deutlich auf 139,02 Mio. € (31.12.14: 68,77 Mio. €) angehoben.

Die Entkonsolidierung der operativ tätigen Tochtergesellschaften hat dabei zu einer Herausnahme des auf Ebene der Tochtergesellschaft bilanziell erfassten Vermögens und der Verbindlichkeiten geführt. Die MPH-Bilanz stellt zum 31.12.15 daher lediglich das der Konzernobergesellschaft direkt zugerechnete Vermögen sowie die zurechenbaren Verbindlichkeiten dar (quasi AG-Bilanz). Da die MPH AG als Beteiligungsgesellschaft jedoch kein eigenes operatives Geschäft aufweist, haben sich die Bilanzpositionen erheblich reduziert, was den deutlichen Anstieg der EK-Quote auf 92,0 % (31.12.14: 45,8 %) erklärt. Im Gegenzug kletterten die langfristigen Finanzanlagen auf 150,36 Mio. € (31.12.14: 12,37 Mio. €). Hier wird, gemäß IFRS 10, der der MPH AG zurechenbare Börsenwert seiner Tochtergesellschaften wiedergegeben:

Börsenwert der Tochtergesellschaften zum 31.12.15 (in Mio. €) auf Basis der Beteiligungsquote



Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG

Auch in den kommenden Geschäftsjahren dürfte die MPH AG aufgrund der erfolgten Entkonsolidierung im Zuge des Investmentgesellschaft-Ansatzes, eine ähnliche Bilanzstruktur aufweisen. Diese wird passivseitig von einer hohen EK-Quote sowie von einem hohen Bestand der Finanzanlagen auf der Aktivseite geprägt sein. Die Wertveränderungen bei den Finanzanlagen stehen dabei sowohl mit dem Aktienkurs als auch mit der Höhe der Beteiligungsquote des entsprechenden Investments im Zusammenhang und werden dabei direkt im Finanzergebnis erfasst.

BEWERTUNG

Analog zur erfolgten Umstellung auf die Bilanzierung als Investment Entity nach IFRS 10 werden wir unser bisheriges DCF-Bewertungsmodell auf einen Sum-of-Parts-Ansatz umstellen. Besonders der Umstand, wonach die MPH AG nach der nun erfolgten Entkonsolidierung der Tochtergesellschaften künftig keine Umsätze mehr aus dem operativen Geschäft (Pharma-Segment; ästhetische Medizin; Gesundheitsimmobilien) und damit kein operatives Ergebnis mehr ausweisen wird, entfällt eine Umsatz- und Ergebnisprognose als notwendige Basis für das DCF-Bewertungsmodell. Die künftige Ertragsituation der MPH AG wird vom Finanzergebnis dominiert werden. Hier werden die Bewertungsänderungen bei den langfristigen Investments (HAEMATO AG; M1 Kliniken AG; CR Capital Real Estate AG) erfasst.

Die Grundlage für die Sum-of-Parts-Bewertung ist der zum Bilanzstichtag 31.12.2015 von der MPH AG bzw. im Rahmen der MPH-Hauptversammlung kommunizierte Aktienbestand. Der Bewertungsansatz der drei wichtigsten Investments kann dabei entweder im Rahmen eines fairen Wertes (DCF-Bewertung) als auch im Rahmen einer Marktbewertung hergeleitet werden. Während wir im Rahmen bisheriger Researchstudien bei der HAEMATO AG (siehe Researchstudie vom 22.04.2016) sowie bei der CR Capital Real Estate AG (siehe Researchstudie vom 11.07.2016) einen fairen Wertansatz ermittelt haben, ziehen wir bei der M1 Kliniken AG die aktuelle Marktbewertung auf Börsenkursbasis heran:

Investment	MPH-Aktienzahl	Gesamtaktien	Wertansatz	MPH-Anteil
HAEMATO AG	11,796 Mio.	20,779 Mio.	128,77 Mio. € ¹	73,10 Mio. €
CR Capital Real Estate AG	11,800 Mio.	18,784 Mio.	51,69 Mio. € ²	32,47 Mio. €
M1 Kliniken AG	12,857 Mio.	15,000 Mio.	106,49 Mio. € ³	91,27 Mio. €
Nicht börsennotierte Bet.				10,62 Mio. €
			Summe	207,47 Mio. €

Quelle: MPH Mittelständische Pharma Holding AG; GBC AG; ¹fairer EK-Wert zum 31.12.16 (siehe GBC-Researchstudie vom 22.04.16); ²fairer EK-Wert zum 31.12.17 (siehe GBC-Researchstudie vom 11.07.16); ³M1-Aktienkurs zum 08.07.2016

Bei den nicht börsennotierten Beteiligungen handelt es sich um die Pharmigon GmbH und die MPH Ventures GmbH.

Dieser faire Wertansatz bzw. der Marktwert der MPH-Investments wird um die Nettoverschuldung bereinigt, um den inneren fairen Wert des MPH-Eigenkapitals zu ermitteln:

in Mio. €	zum 31.12.2015
MPH-Investments	207,47 Mio. €
Finanzanlagen	+0,53 Mio. €
Bankverbindlichkeiten	-10,05 Mio. €
Fairer Wert des MPH-Eigenkapitals	197,95 Mio. €
MPH-Aktienzahl	42,81 Mio.
Fairer Wert je Aktie	4,62 €

Quelle: MPH AG; GBC AG

Aufgrund der damit vollständig veränderten Bewertungssystematik ändert sich das Kursziel von bisher 5,10 € auf nunmehr 4,62 € je Aktie. Wir verweisen darauf hin, dass das neue Kursziel teilweise auf Basis der Marktwerte (Wertansatz M1 Kliniken AG) ermittelt wurde, wohingegen dem bisherigen Kursziel ein vollständig auf die Zukunft gerichteter DCF-Bewertungsansatz zugrunde lag. Die Sum-of-Parts-Bewertung ist dabei die konservativere Herangehensweise. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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,5b,6a,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 eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (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 möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. 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) und Jörg Grunwald.

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