
Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing

auf die

FUTRUE GmbH, Gräfelfing

Az.: 5 HK O 9601/25

18. September 2025



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

INHALTSVERZEICHNIS

Inhaltsverzeichnis	1
Abkürzungsverzeichnis	3
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	7
1.1 Auftrag	7
1.2 Auftragsdurchführung	8
2 Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	10
2.1 Prüfungsgegenstand	10
2.2 Art und Umfang der Prüfung	10
3 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	12
3.1 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung	12
3.1.1 Börsenkurs	12
3.1.2 Ertragswert und Discounted Cash Flow-Methode	13
3.1.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren	15
3.1.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren	16
3.1.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin	17
3.2 Bewertungsobjekt	17
3.2.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	17
3.2.2 Wirtschaftliche Verhältnisse	20
3.2.2.1 Unternehmenshistorie	20
3.2.2.2 Geschäftsmodell und -strategie	21
3.2.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld	23
3.2.4 Vergleichsunternehmen	27
3.2.5 Vergangenheitsanalyse	30
3.2.5.1 Vermögenslage	30
3.2.5.2 Ertragslage	32
3.3 Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses	37
3.3.1 Entwicklung des Börsenkurses	37
3.3.2 Relevanter Zeitraum und Durchschnittsbildung	38
3.3.3 Anwendbarkeit des Börsenkurses als Bewertungsmethode	40
3.3.3.1 Entwicklung der Anteilseignerstruktur	41
3.3.3.2 Untersuchung der Verkehrsfähigkeit und der Liquidität der Aktie	43
3.3.3.3 Analyse der Marktabdeckung	48
3.3.3.4 Umfang der Berichterstattung	49
3.3.3.5 Stichtagsprinzip und Analyse der Aktualität des Aktienkurses	50
3.3.3.6 Analyse der Kursbeeinflussung	50
3.3.3.7 Zusammenfassung der Analyseergebnisse	52
3.3.3.8 Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses	53
3.4 Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens	54
3.4.1 Bereinigungen der Ertragslage	54

3.4.2	Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung	55
3.4.3	Planungstreue	56
3.4.4	Planungsrechnung	58
3.4.4.1	Umsatzerlöse	59
3.4.4.2	Rohertrag	62
3.4.4.3	EBITDA	62
3.4.4.4	Investitionen- und Abschreibungen	66
3.4.4.5	EBIT	67
3.4.4.6	Abschließende Würdigung	69
3.4.5	Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	70
3.4.5.1	Nachhaltiges Ergebnis	70
3.4.5.2	Nettoeinnahmen	74
3.4.6	Kapitalkosten	76
3.4.7	Basiszinssatz	77
3.4.8	Marktrisikoprämie	77
3.4.9	Betafaktor	79
3.4.10	Wachstumsabschlag	82
3.4.11	Ermittlung der Kapitalkosten	83
3.5	Unternehmensbewertung	84
3.5.1	Ertragswertermittlung	84
3.5.2	Sonderwerte	84
3.5.3	Plausibilisierungen	85
3.5.3.1	Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren	85
3.5.3.2	Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren	87
3.6	Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	88
3.7	Besondere Schwierigkeiten bei der Prüfung der Bewertung	90
4	Abschliessende Erklärung	91
	Anhangsverzeichnis	92
	Anlagenverzeichnis	104

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
A&M	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
Abs.	Absatz
Adj.	Adjustierungen/Anpassungen
AG	Aktiengesellschaft
AKASOL	AKASOL AG
AktG	Aktiengesetz
aLuL	aus Lieferungen und Leistungen
APV	Adjusted Present Value
Az	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BörsG	Börsengesetz
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
d.h.	das heißt
D2C	Direct-to-Consumer
DACH-Region	Gebiet Deutschland, Österreich und Schweiz
DCF	Discounted Cash Flow
DE	Deutschland
EBIT	Earnings before interest and taxes (Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
etc.	et cetera
EU	Europäische Union

Abkürzung	Definition
EUR	Euro
EV	Enterprise Value (Gesamtunternehmenswert)
exkl.	exklusive
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
F&E	Forschung und Entwicklung
FTE	Vollzeitäquivalent
ff.	fortfolgend
GBP	Britische Pfund Sterling
Gesellschaft	PharmaSGP Holding SE
ggf.	gegebenenfalls
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GSK	GlaxoSmithKline plc
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister B
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
i.W.	im Wesentlichen
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW ES 17	Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMRP	Implizite Marktrisikoprämie
Inc.	Incorporated
inkl.	inklusive
ISIN	International Securities Identification Number
ISRA Vision	ISRA Vision AG
IT	Informationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds
KapZins	Kapitalisierungszinssatz
KDH	Kabel Deutschland Holding AG

Abkürzung	Definition
LG	Landgericht
Ltd.	Limited
LTM	Last Twelve Months
M&A	Merger & Acquisitions
Mär	März
MDAX	Midcap-DAX
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
N/A	Nicht anwendbar
o.g.	oben genannte
OCF	Operativer Cashflow
OLG	Oberlandesgericht
OTC-Medikamente	„Over-the-Counter“-Medikamente
p.a.	per annum
Peer Group	Gruppe von Unternehmen, die zu den Bewertungsobjekten vergleichbar sind
plc	Public Limited Company
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
rd.	rund
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme
SAS	Société par Actions Simplifiée
SDAX	Small-Cap-DAX
SE	Societas Europaea
sog.	sogenannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
PharmaSGP-Aktien	Aktien der PharmaSGP Holding SE
PharmaSGP-Konzern; PharmaSGP	PharmaSGP Holding SE und ihre Tochtergesellschaften
tägl.	täglich
TCF	Total Cashflow
TLG/WCM	TLG Immobilien AG und WCM AG
Tsd.	Tausend
TV	Terminal Value
TWC	Trade Working Capital
Tz.	Textziffer

Abkürzung	Definition
u.a.	unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unternehmensplanung	Unternehmensplanung des PharmaSGP-Konzerns
USD	United States Dollar
usw.	und so weiter
vgl.	vergleiche
vs.	versus
VWAP	Volume Weighted Average Price (Volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WBaT	Wertbeitrag aus Thesaurierung
WKN	Wertpapierkennnummer
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

- 1 Die FUTRUE GmbH, Gräfelfing („**FUTRUE**“), beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der verbleibenden Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing („**PharmaSGP Holding SE**“, „**Gesellschaft**“, zusammen mit ihren Tochtergesellschaften: „**Pharma SGP-Konzern**“, „**PharmaSGP**“) auf FUTRUE als Mehrheitsaktionär gegen eine angemessene Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG (aktienrechtlicher Squeeze-out) zu beschließen. Am 24. Juli 2025 übermittelte die FUTRUE der Gesellschaft ein Verlangen gemäß §§ 327a ff. AktG, wonach die Hauptversammlung der Gesellschaft über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die FUTRUE Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll.
- 2 Zuvor verkündete die Gesellschaft am 10. Juni 2025 per Ad-hoc Mitteilung den Abschluss einer Delisting-Vereinbarung und sowie die darin enthaltene Verpflichtung der FUTRUE, ein Delisting-Erwerbsangebots gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1, Absatz 3 BörsG in Verbindung mit den Vorschriften des WpÜG zum Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von der Hauptaktionärin gehaltener PharmaSGP-Aktien („**Delisting-Angebot**“) zu unterbreiten. Im Zusammenhang mit der Delisting-Vereinbarung hat die FUTRUE ferner ihre feste Absicht mitgeteilt, im Anschluss an den Vollzug des Delisting-Angebots, jeweils in Kooperation mit der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH, einen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft im Sinne des § 327a AktG (ggf. in Verbindung mit § 62 Abs. 5 UmwG) durchzuführen.
- 3 Die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE auf FUTRUE soll voraussichtlich auf der Hauptversammlung der PharmaSGP Holding SE am 31. Oktober 2025 erfolgen. In ihrem konkretisierten Übertragungsverlangen vom 16. September hat die Hauptaktionärin eine Barabfindung i.H.v. EUR 29,33 je Aktie der PharmaSGP Holding SE festgelegt.
- 4 Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag der Hauptaktionärin vom Gericht ausgewählt und bestellt.
- 5 Mit Beschluss vom 25. Juli 2025 hat das Landgericht München I die A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München („**A&M**“, „**wir**“) zur sachverständigen Prüferin der Angemessenheit der Barabfindung bestellt (Anlage A&M-001 „Bestellungsbeschluss des Landgerichts München I vom 25. Juli 2025“).
- 6 Die FUTRUE hat die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München („**ValueTrust**“, „**Bewertungsgutachterin**“) beauftragt, einen objektivierte Unternehmenswert der PharmaSGP Holding SE auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zu ermitteln. In diesem Zusammenhang unterstützt ValueTrust die FUTRUE bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG.
- 7 ValueTrust hat am 17. September 2025 eine „Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing/Deutschland zum 31. Oktober 2025“ („**Bewertungsgutachten**“) vorgelegt. Die Geschäftsführung der FUTRUE macht sich die Ausführungen von ValueTrust im Bewertungsgutachten zum Wert des Eigenkapitals der PharmaSGP Holding SE sowie zur angemessenen Barabfindung vollständig zu eigen.
- 8 Der „Bericht der FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin der PharmaSGP Holding SE über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE auf die FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes in Verbindung mit Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) und Art. 10 der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)“ vom 17. September 2025 („**Übertragungsbericht**“) enthält das Bewertungsgutachten in vollständiger Fassung.

1.2 Auftragsdurchführung

- 9 Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293b bis 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisaufnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 25. Juli 2025 aufgenommen und bis zum heutigen Tag in unseren Büros in Frankfurt am Main und München sowie aus dem häuslichen Arbeitszimmer durchgeführt.
- 10 Die PharmaSGP Holding SE und die Bewertungsgutachterin haben uns die zur Durchführung von Bewertung und Prüfung relevanten Dokumente mittels eines gesicherten digitalen Datenraums zur Verfügung gestellt. Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:
- Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („PwC“) über die Prüfung der Konzernabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte der PharmaSGP Holding SE für die Geschäftsjahre 2022-24;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte von PwC über die Prüfung des Berichts des Vorstandes über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen (Abhängigkeitsbericht) für die Geschäftsjahre 2022-24;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte von PwC über die Prüfung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte der PharmaSGP Holding SE, PharmaSGP GmbH, Remitan GmbH, Restaxil GmbH für die Geschäftsjahre 2022-24;
 - Nach International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellte Konzernlageberichte und Konzernabschlüsse der PharmaSGP Holding SE für die Geschäftsjahre 2022-24;
 - Konsolidierte nach IFRS erstellte Planungsrechnungen für den PharmaSGP-Konzern für die Planjahre 2025-27, bestehend aus der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), Bilanz und Kapitalflussrechnung (Stand: 4. August 2025);
 - Protokolle der Vorstandssitzungen für die Jahre 2024-25;
 - Protokolle der Aufsichtsratssitzungen für die Jahre 2024-25;
 - Bewertungsgutachten von ValueTrust mit Datum vom 17. September 2025;
 - Übertragungsbericht mit Datum vom 17. September 2025; sowie
 - Weitere bewertungsrelevante Unterlagen und Informationen.
- 11 Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und auf Kapitalmarktdaten der Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ und Bloomberg zurückgegriffen. Der Stichtag für die verwendeten Kapitalmarktdaten ist der 5. September 2025 (einschließlich). Weitere Informationen wurden uns durch das Management der PharmaSGP Holding SE („Management“) in mehreren gemeinsamen Fragerunden mit der Bewertungsgutachterin erteilt.
- 12 Das Bewertungsgutachten sowie der Übertragungsbericht haben uns vor seiner Fertigstellung bereits im Entwurf vorgelegen.
- 13 Der Vorstand der PharmaSGP Holding SE hat uns mit Datum vom 17. September 2025 eine Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Auskünfte, die für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung von Bedeutung sind, nach seiner Kenntnis i.W. vollständig und richtig erteilt worden sind.
- 14 Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch ValueTrust im Sinne einer Parallelprüfung aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt. Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.
- 15 Unsere Prüfungsergebnisse beruhen i.W. auf der Prüfung von Unterlagen der PharmaSGP Holding SE, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und ergänzend durch die Bewertungsgutachterin erteilten

- Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.
- 16 Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG den folgenden Bericht.
- 17 Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am heutigen Tag und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der PharmaSGP Holding SE wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Beurteilung der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir vor dem Tag der Hauptversammlung entsprechende Auskünfte einholen, durch Vollständigkeitserklärungen bestätigen lassen und in unserer Stichtagsklärung ggf. Aktualisierungen der Bewertung vornehmen.
- 18 Bei unserer Prüfung haben wir den „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) beachtet.
- 19 Der Bewertungsstichtag entspricht dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 31. Oktober 2025 („**Bewertungsstichtag**“).
- 20 Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Diese umfassen die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der Beschlussfassung der Hauptversammlung der PharmaSGP Holding SE und die Vorlage beim zuständigen Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den außenstehenden Aktionären in Kopie zur Verfügung gestellt und zu diesem Zweck auch auf der Website der PharmaSGP veröffentlicht werden.
- 21 Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.
- 22 Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen i.H.v. plus/minus einer Einheit (EUR Mio., % usw.) auftreten.

2 GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

2.1 Prüfungsgegenstand

- 23 Gegenstand unserer Prüfung ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 2 und 3 AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist;
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
 - welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.
- 24 Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung des Aktienbesitzes der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Das Bewertungsgutachten von ValueTrust ist diesem Bericht als Anlage beigefügt. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung, wurde aber als wichtige Unterlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.
- 25 Es ist nicht Aufgabe des vom Gericht bestellten Prüfers, die Zweckmäßigkeit oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen.

2.2 Art und Umfang der Prüfung

- 26 Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich zunächst anhand der Unternehmensbewertung beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat dann die der Ermittlung der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel sind und die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet sind.
- 27 Bei der Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich auch Börsenkurse zu analysieren. Am 10. Juni 2025 wurde das beabsichtigte Delisting der Aktien der PharmaSGP Holding SE („**PharmaSGP-Aktien**“) bekannt gegeben. Mit Ablauf des 11. August 2025 wurde der Handel mit den PharmaSGP-Aktien im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Die Aktie wird aber weiterhin mit vergleichsweise geringen Handelsumsätzen im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch unterstützt. Im relevanten Dreimonatszeitraum vor Ankündigung der festen Absicht zur Durchführung der Strukturmaßnahme am 10. Juni 2025 waren die PharmaSGP-Aktien im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Im vorliegenden Fall ist daher die Relevanz des Börsenkurses im Rahmen der Ableitung der angemessenen Barabfindung zu beurteilen (siehe Abschnitt 3.1.1).
- 28 Wir haben im Rahmen unserer Arbeiten folgende Prüfungsschwerpunkte gesetzt:
- Relevanz des Börsenkurses im Rahmen der Ableitung der angemessenen Barabfindung;
 - Angemessenheit der Bewertungsmethodik und zutreffende Anwendung des IDW S 1;
 - Plausibilität der Planungsrechnung;
 - Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses;
 - Plausibilität der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes; und

- Plausibilisierung des Unternehmenswerts u.a. auf Basis einer vergleichenden Multiplikator-Bewertung.
- 29 Zur Beurteilung der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin und der Festlegung der einzelnen bewertungsrelevanten Parameter durch die Bewertungsgutachterin sowie für die Beurteilung des durch die Bewertungsgutachterin insgesamt ermittelten Unternehmenswerts je Aktie und der Angemessenheit der Barabfindung haben wir die einzelnen Schritte der Wertermittlung der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und anhand eigener Analysen plausibilisiert. Auf Basis dieser eigenen Analysen haben wir eine eigene Bewertung zur Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorgenommen.
- 30 Für die Prüfung der Unternehmensbewertung hat uns die Bewertungsgutachterin Bewertungsmodelle in elektronischer Form sowie das Bewertungsgutachten zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus haben wir uns mit der Bewertungsgutachterin zu Einzelfragen mündlich ausgetauscht.
- 31 Die Angaben in unserem Bericht beschränken sich auf die nach unserer Auffassung für die Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wesentlichen Aspekte; die übrigen Analysen haben wir zu unseren Arbeitspapieren genommen.
- 32 Wir haben keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen. Derartige Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse der Geschäftsjahre 2022-24 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist von PwC uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.
- 33 Wir weisen zudem darauf hin, dass wir eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der steuerrechtlichen Auswirkungen, ebenso wenig vorgenommen haben wie eine Prüfung des Vorgehens.

3 PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

3.1 Angemessenheit der Bewertungsmethode zur Ermittlung der Abfindung

34 Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), insbesondere in dem „IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ (IDW S 1), gefunden.

3.1.1 Börsenkurs¹

35 Der IDW S 1 beschreibt in Tz. 16, dass z.B. bei Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln ist.

36 Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („BVerfG“) und des Bundesgerichtshofs („BGH“) zu – an einem organisierten Kapitalmarkt – börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des BVerfG vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.).

37 Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

38 Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung („WpÜG-AngVO“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt.

39 Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, sodass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne die Maßnahme widerspiegelt.

40 Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.

41 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):

- Über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
- Der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktengung nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
- Eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.

42 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).

¹ Für Analysen und Aufarbeitung der Forschung sowie Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmethode vgl. Laas, Riabinova, NZG 2025; S. 435 ff.

- 43 Ferner besagt § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO, dass der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar ist, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:
- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
 - Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.
- 44 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W5/15).
- 45 In den jüngsten BGH-Beschlüssen vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, wurde der Börsenkurs zur Bestimmung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG für geeignet befunden. Somit wird in diesen Urteilen dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Abfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Markteinge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO.
- 46 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses voraus. Für die Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt.² In der aktuellen Rechtsprechung werden folgende Analysen zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses diskutiert:
- (i) Analyse der Verkehrsfähigkeit
 - (ii) Analyse der Aktienliquidität
 - (iii) Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung

3.1.2 Ertragswert und Discounted Cash Flow-Methode

- 47 Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren. Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.³
- 48 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (siehe Kapitel 3.1.4: „Liquidations- und Substanzwertverfahren“).⁴
- 49 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).

² Zu den Handlungsempfehlungen vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 435 ff.

³ IDW S 1, Rz. 25.

⁴ IDW S 1, Rz. 101.

- 50 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach einem der Konzepte – WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) – ermittelt werden. Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.
- 51 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass unsere Prüfung die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 zugrunde legt, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

Vorgehensweise einer Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens

- 52 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.⁵ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.⁶
- 53 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sog. Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert i.d.R. auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 54 Für den Fall, dass sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 55 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass sich die jährlichen Überschüsse konstant wachsend verhalten.⁷
- 56 Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.
- 57 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.
- 58 Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

⁵ IDW S 1, Rz. 7.

⁶ IDW S 1, Rz. 101.

⁷ IDW S 1, Rz. 75 ff.

59 Sollten Sachverhalte im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, so sind diese gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.

60 Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte als Sonderwert ermittelt werden. Die Berücksichtigung von Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

3.1.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren

61 Neben der Anwendbarkeit des Ertragswerts und von Börsenkursen findet die Ermittlung von Unternehmenswerten mit Hilfe der Multiplikator-Methode Anwendung.

62 Analog zu Ertragswert- und DCF-Methode können sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

63 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend den Grundsätzen des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode im Rahmen unserer Prüfung lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertungsgutachterin im Zusammenhang mit ihrer Bewertung nach der Ertragswert-Methode.⁸

64 Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen im Transaktionsgeschäft eine wesentliche Grundlage zur Ableitung eines potenziellen Transaktionspreises dar.

Börsenmultiplikatoren

65 Während bei der Ertragswertmethode die erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren i.d.R. jeweils auf einer Ertragsgröße eines Basisjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag einerseits im Multiplikator sowie andererseits in der abgeleiteten Umsatz- oder Ergebnisgröße, welche im Vergleich zu der verwendeten Peer Group ein repräsentatives Niveau widerspiegelt.

66 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren. Für die Multiplikator-Bewertung legen wir daher eine Gruppe aus Vergleichsunternehmen (siehe Kapitel 3.2.4: „Vergleichsunternehmen“) sowie die Konsensschätzungen der Bezugsgrößen durch die Analystengemeinde zugrunde. Unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit des Bewertungsobjektes stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren auf den EBITDA als Bezugsgröße ab.

67 Im ersten Schritt führen wir eine Plausibilisierung des Ertragswerts mithilfe von EV/EBITDA-Multiplikatoren durch. Hierbei werden die Gesamtunternehmenswerte der Vergleichsunternehmen in Relation zu den prognostizierten zukünftigen EBITDA-Werten gesetzt.

Transaktionsmultiplikatoren

68 Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der bei vergleichbaren

⁸ IDW S 1, Rz. 143 ff.

Transaktionen gezahlte Kaufpreis – anstelle der Marktkapitalisierung (bzw. des auf dieser Basis ermittelten Unternehmensgesamtwerts) – ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt.

69 Im Rahmen der Analyse der auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenlagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise können beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen berücksichtigen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge für bspw. sog. Übernahmeprämien enthalten.

70 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – insbesondere gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt.

71 Im Rahmen der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren haben wir, sofern entsprechende Daten verfügbar waren, auf die gleiche Bezugsgröße wie bei der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren abgestellt.

3.1.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren

72 Im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren stellen Liquidationswerte und Substanzwerte sog. Einzelbewertungsverfahren dar. Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen.

73 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.⁹

74 Der Liquidationswert wird als Barwert der Nettoerlöse ermittelt, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.

75 Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotenzials zum Gesamtnutzungspotenzial ergeben (Rekonstruktionszeitwert).

76 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird ein Substanzwert i.S. eines (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-) Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.¹⁰

77 Wir halten die Einschätzung von ValueTrust aufgrund der von uns im Rahmen der Prüfung vorgenommenen eigenen Analyse zur Höhe des Ertragswerts und des Börsenpreises der PharmaSGP Holding SE für sachgerecht, dass der Liquidationswert im Fall der PharmaSGP Holding SE keine Wertrelevanz aufweist. Da zudem nach Auskünften des Vorstands der

⁹ IDW S 1, Tz. 5, 140 f.

¹⁰ u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

PharmaSGP Holding SE aufgrund des erwarteten Ertragspotenzials eine Liquidation der Gesellschaft nicht beabsichtigt ist, ist es ebenfalls sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

3.1.5 Würdigung der methodischen Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

78 Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt bei ihrer Wertermittlung mehrere unterschiedliche Bewertungsmethoden. Bei ihrer Festlegung der Abfindung bezieht sich die FUTRUE auf den Ertragswert nach persönlichen Ertragsteuern nach IDW S 1. Wir halten die Wahl des Ertragswertverfahrens nach persönlichen Ertragsteuern als Bewertungsmethode, die der Abfindung zugrunde liegt, für sachgerecht.

79 Die Bewertungsgutachterin hat folgende Sachverhalte gesondert bewertet und dem Ertragswert hinzugefügt (siehe Abschnitt 3.5.2):

- (i) Den nicht operativ gebundenen Kassenbestand („Überschusskasse“);
- (ii) Steuereffekt aus der Abschreibung des GSK-Portfolios (bewertungstechnischer Natur);
- (iii) Steuereffekt aus der Reduktion der Körperschaftsteuer (bewertungstechnischer Natur).

Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen liegt auskunftsgemäß nicht vor. Vor diesem Hintergrund halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

80 Die Aktien der PharmaSGP Holding SE wurden im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor der Mitteilung über die feste Absicht der FUTRUE GmbH am 10. Juni 2025, im Anschluss an den Vollzug des Delisting-Angebots einen Squeeze-out durchzuführen, im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Die Bewertungsgutachterin hat den Börsenkurs der PharmaSGP Holding SE im Rahmen der Plausibilisierung der Bewertung nach der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 verwendet.

3.2 Bewertungsobjekt

3.2.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Rechtliche Verhältnisse

81 Die PharmaSGP Holding SE ist eine Europäische Aktiengesellschaft mit Sitz in Gräfelfing. Die Gesellschaft ist im Handelsregister unter der Nummer HRB 255684 beim Amtsgericht München eingetragen.

82 Der Vorstand der PharmaSGP Holding SE besteht aus zwei Mitgliedern: Peter Gerckens (Chief Executive Officer) und Michael Rudolf (Chief Financial Officer).

83 Der Aufsichtsrat besteht aus drei Mitgliedern. Den Vorsitz des Aufsichtsrats hat Dr. Clemens Fischer inne.

84 Gemäß der Satzung mit Stand vom 26. Juni 2024 ist der Gegenstand des Unternehmens die Entwicklung, Herstellung, Vermarktung, Vertrieb und/oder Lizenzierung von Produkten im Bereich Pharma und Healthcare sowie von verwandten Produkten sowie Beratung anderer Unternehmen auf vorgenannten und angrenzenden Gebieten. Gegenstand des Unternehmens ist ferner das Halten und Verwalten von Beteiligungen sowie Erbringung von entgeltlichen Dienstleistungen (bspw. administrativer, finanzieller, kaufmännischer oder technischer Art) gegenüber Beteiligungsunternehmen.

85 Das Geschäftsjahr (GJ) der PharmaSGP Holding SE entspricht dem Kalenderjahr. Der Abschlussprüfer für die GJ22-24 war die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft.

Kapitalverhältnisse

86 Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 12.000.000,00 und ist eingeteilt in 12.000.000 auf den Inhaber lautende Aktien (Stückaktien). Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen.

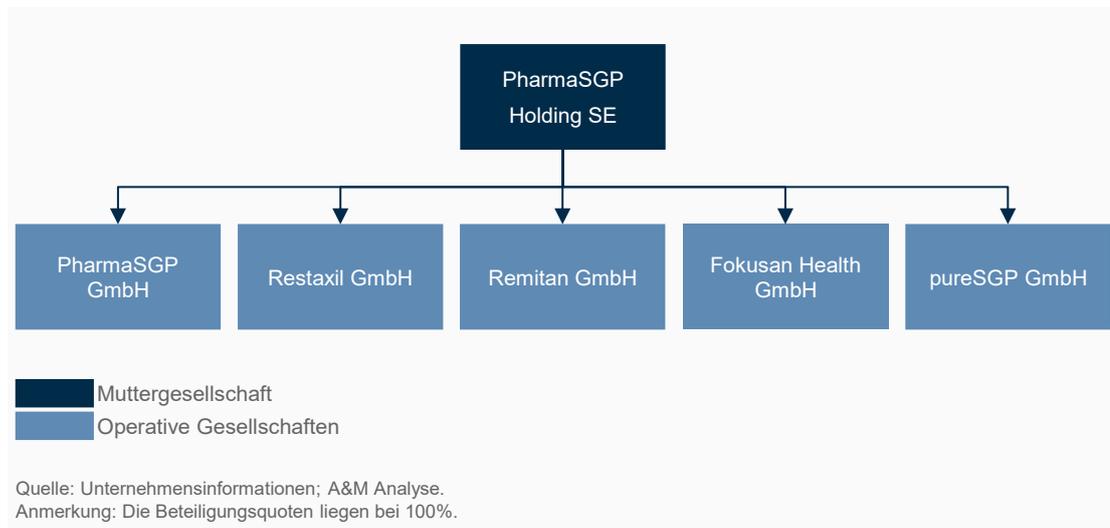
- 87 Das Grundkapital der Gesellschaft ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 26. Juni 2024 um EUR 6.000.000,00 durch Ausgabe von insgesamt bis zu 6.000.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien bedingt erhöht („Bedingtes Kapital 2024“).
- 88 Die bedingte Kapitalerhöhung dient dazu, Aktien an Inhaber bzw. Gläubiger von Wandelschuldverschreibungen oder Optionsrechten auszugeben. Diese Schuldverschreibungen oder Rechte können bis zum 25. Juni 2029 von der Gesellschaft oder einem verbundenen Unternehmen ausgegeben werden. Die Kapitalerhöhung wird nur durchgeführt, wenn diese Rechte tatsächlich genutzt oder Wandlungspflichten erfüllt werden und keine anderen Erfüllungsformen verwendet werden.
- 89 Im Zeitraum vom 13. bis 26. September 2024 hat PharmaSGP ein öffentliches Aktienrückkaufprogramm initiiert, das den Erwerb von bis zu 594.405 Aktien vorsah und sich an alle Aktionäre des Unternehmens richtete. Im Rahmen dieses Programms wurden insgesamt 477.701 Aktien zu einem Preis von EUR 21,45 je Aktie zurückerworben.
- 90 Seit dem Börsengang der PharmaSGP am 19. Juni 2020 wurden die PharmaSGP-Aktien zum regulierten Markt sowie zum Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse unter der ISIN DE000A2P4LJ5 (WKN A2P4LJ) zum Handel zugelassen. Darüber hinaus wurden die PharmaSGP-Aktien im Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart gehandelt. Die Aktien der PharmaSGP konnten auch über die elektronischen Handelssysteme XETRA, Gettex, Quotrix sowie über Tradegate Exchange und außerbörslich über Lang & Schwarz TradeCenter und Baader Trading gehandelt werden.¹¹
- 91 Am 10. Juni 2025 verkündete die PharmaSGP Holding SE per Ad-hoc Mitteilung den Abschluss einer Delisting-Vereinbarung sowie die darin enthaltene Verpflichtung der FUTRUE GmbH, das Delisting-Angebot zu unterbreiten. In der Delisting-Vereinbarung hat sich die FUTRUE GmbH zur Abgabe eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots i.H.v. EUR 28,00 je PharmaSGP-Aktie verpflichtet. Am 14. Juli 2025 wurde das Angebot veröffentlicht. Mit Ablauf des 11. August 2025 wurde der Handel mit den PharmaSGP-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Der Handel im Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, München und Stuttgart wurde auf Veranlassung der Gesellschaft ebenfalls eingestellt. Allein im Freiverkehr der Börse Hamburg findet noch ohne Zustimmung und ohne Veranlassung der PharmaSGP Holding SE ein Handel statt.
- 92 Die Gesellschaft hält 487.488 eigene Aktien. Der Mehrheitsaktionär der Pharma SGP Holding SE ist die FUTRUE, die zum Zeitpunkt der Beendigung unserer Prüfungsarbeiten unmittelbar 11.013.988 PharmaSGP-Aktien hält, was ca. 95,67% der Aktien der Gesellschaft (nach Herausrechnung eigener Aktien gemäß § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG) entspricht. Die unmittelbar von der FUTRUE gehaltenen PharmaSGP-Aktien beinhalten 940.750 PharmaSGP-Aktien, die von der FUTRUE treuhänderisch für die MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH gehalten werden. Zwischen der FUTRUE und der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH besteht zudem ein mit Datum vom 13. Mai 2020 geschlossener Stimmbindungsvertrag. Die verbleibenden Anteile an der PharmaSGP Holding SE sind dem Streubesitz zuzuordnen.

¹¹ XETRA – elektronisches Handelssystem der Börse Frankfurt; Gettex – elektronisches Handelssystem der Börse München; Quotrix – elektronisches Handelssystem der Börse Düsseldorf.

Konzernstruktur

93 Nachfolgende Abbildung fasst die vereinfachte Konzernstruktur zum 30. Juni 2025 zusammen:

Abbildung 1: PharmaSGP-Konzern – Konzernstruktur zum 30. Juni 2025



94 Der PharmaSGP-Konzern besteht aus der Muttergesellschaft PharmaSGP Holding SE und fünf sich vollständig im Besitz der Muttergesellschaft befindlichen Tochtergesellschaften im Inland.

95 Die Tochtergesellschaften der PharmaSGP-Gruppe übernehmen unterschiedliche Aufgabenbereiche¹²:

- Die **PharmaSGP GmbH** ist für die Entwicklung und den Vertrieb von OTC-Arzneimitteln und anderen Gesundheitsprodukten zuständig und bietet Mitvertriebsdienstleistungen für Medikamente an.
- Während die **Restaxil GmbH** sich auf die Entwicklung und den Vertrieb von Gesundheitsprodukten konzentriert, entwickelt und vertreibt **Remitan GmbH** Kosmetika und Gesundheitsprodukte.
- Für Marketing- und Vertriebsdienstleistungen im pharmazeutischen und ärztlichen Bereich ist die **Fokus Health GmbH** zuständig.
- Die Entwicklung und Vertrieb von Gesundheitsprodukten übernimmt die **pureSGP GmbH**¹³.

96 Im Geschäftsjahr 2024 beschäftigte die PharmaSGP-Gruppe im Jahresdurchschnitt 104 Mitarbeiter, davon 92 in Vollzeit und 12 in Teilzeit (2023: 96 Mitarbeiter, davon 83 in Vollzeit und 13 in Teilzeit).

97 Zum Jahreswechsel 2024/2025 kam es zu einer Veränderung im Vorstand der PharmaSGP. Nach sieben Jahren übergab Natalie Weigand die Position des CEO an Peter Gerckens, der seit dem 1. Juli 2024 als Chief Commercial Officer (CCO) im Unternehmen tätig war.

Steuerliche Verhältnisse

98 Die PharmaSGP Holding SE unterliegt dem deutschen Steuerrecht und wird beim Finanzamt München geführt. Zum Bewertungsstichtag am 31. Oktober 2025 bestehen nach Aussage der Gesellschaft keine steuerlichen Verlustvorträge.

99 Das steuerliche Einlagekonto der PharmaSGP Holding SE beträgt zum 31. Dezember 2023 nach Auskunft der Gesellschaft EUR 0.

¹² PharmaSGP Geschäftsbericht 2024, S.65

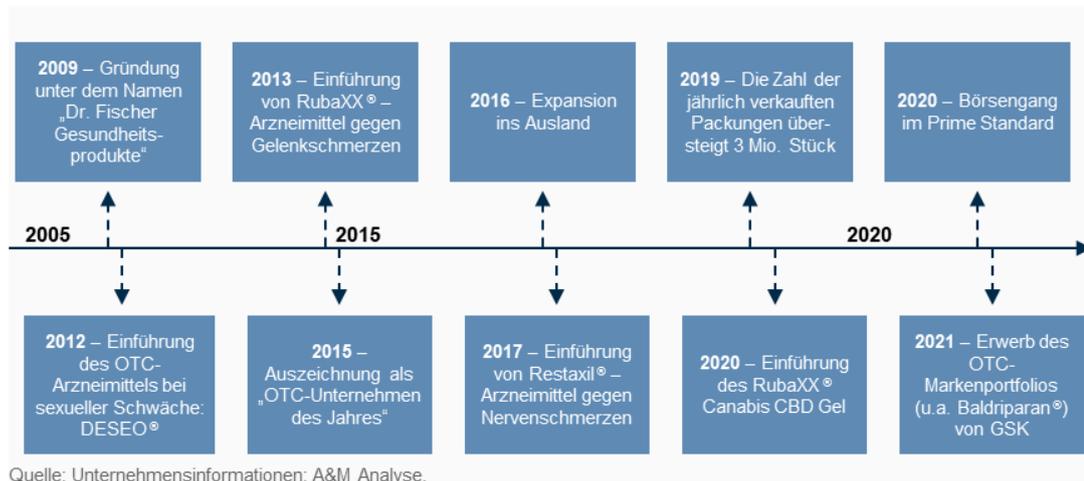
¹³ Die pureSGP GmbH firmierte vor dem 14. Mai 2025 unter dem Namen PharmaSGP Vitalmed GmbH.

3.2.2 Wirtschaftliche Verhältnisse

3.2.2.1 Unternehmenshistorie

100 Nachfolgende Abbildung fasst die wesentlichen Meilensteine der Unternehmensgeschichte des PharmaSGP-Konzerns zusammen.

Abbildung 2: PharmaSGP-Konzern – Unternehmenshistorie / Meilensteine



101 Der PharmaSGP-Konzern wurde von Dr. Clemens Fischer zu Beginn unter dem Namen „Dr. Fischer Gesundheitsprodukte GmbH“ in München gegründet und ist Teil der international tätigen FUTRUE Gruppe.

102 Im Jahr 2012 und 2013 führte PharmaSGP die Präparate DESEO® (Arzneimittel bei sexueller Schwäche) und RubaXX® (Medikament zur Linderung von Gelenkschmerzen) ein. Diese Produkteinführungen trugen unter anderem dazu bei, dass das Unternehmen im Jahr 2015 mit dem inspirato Pharma Marketing Award als „OTC-Unternehmen des Jahres“ ausgezeichnet wurde.

103 Ab 2016 begann die PharmaSGP ihr Geschäftsmodell gezielt auf weitere europäische Märkte wie Italien, Österreich und Spanien auszuweiten. Diese Expansion wurde durch die skalierbare Plattform des Unternehmens ermöglicht, die auf einem diversifizierten Netzwerk von Lohnherstellern basiert. PharmaSGP agiert hiermit als Vertriebsanbieter und nutzt eine spezialisierte Direct-to-Consumer-Marketingstrategie (D2C), um eine direkte Ansprache der Zielgruppe zu erreichen. Dies ermöglicht es dem Unternehmen, effizient und mit geringen Investitionen in neue Märkte zu expandieren.

104 In den darauffolgenden Jahren wurden weitere Präparate am Markt etabliert. Dazu zählt unter anderem die Einführung von Restaxil® im Jahr 2017, das sich zu einem erfolgreichen Arzneimittel gegen Nervenschmerzen entwickelt hat. Im Jahr 2020 wurde das RubaXX® Cannabis CBD Gel als erstes Cannabis-Gel mit einem CBD-Gehalt von bis zu 900 mg in deutschen Apotheken eingeführt.

105 Im Jahr 2019 wurde ein weiterer bedeutender Meilenstein erreicht. Die Zahl der jährlich verkauften Packungen überschritt erstmals die Marke von 3 Millionen Stück.

106 Nach dem Börsengang am 19. Juni 2020 und bis zum Delisting der Aktie am 11. August 2025 war die PharmaSGP Holding SE im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet.

107 Im Juni 2021 erwarb der Konzern die OTC-Produktmarken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol® von der GSK plc. Mit dieser Akquisition wurde das bestehende Produktportfolio der PharmaSGP gezielt erweitert, um die Marktposition unter anderem in den Indikationsfeldern Migräne und Schlafstörungen zu stärken.

Abbildung 3: Produktauswahl aus den führenden, nicht verschreibungspflichtigen Arzneimitteln (OTC) des PharmaSGP-Konzerns

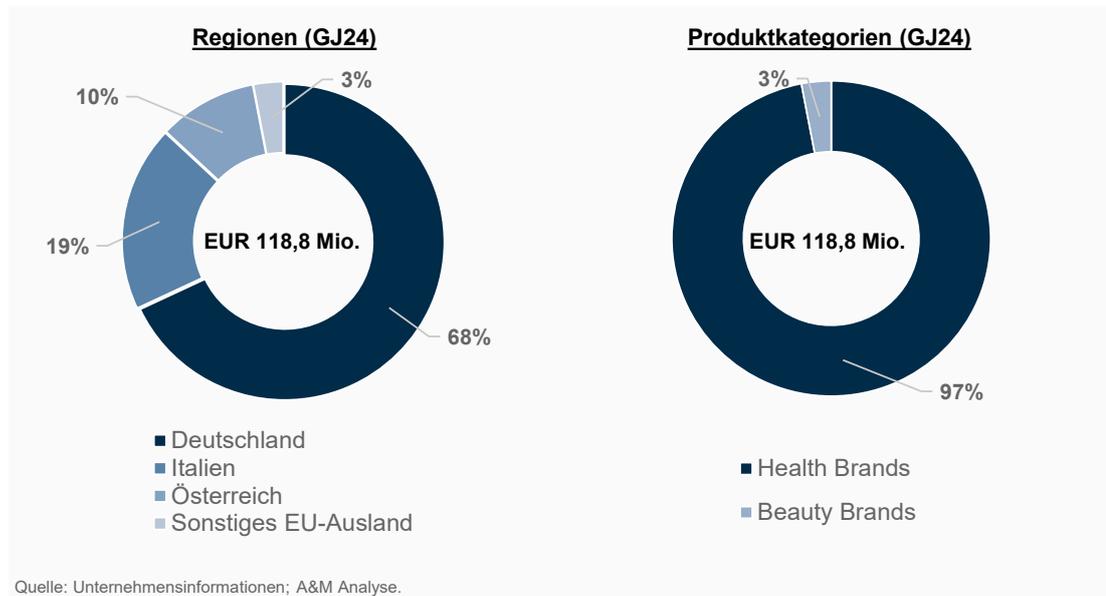


- 108 Am 10. Juni 2025 wurde eine Delisting-Vereinbarung zwischen der FUTRUE GmbH und PharmaSGP Holding SE abgeschlossen, in der sich die FUTRUE GmbH unter anderem verpflichtete, das Delisting-Angebot zu unterbreiten. Das Delisting-Angebot war nicht auf den Erwerb von Kontrolle an der PharmaSGP Holding SE ausgerichtet und stellte somit weder ein Übernahmeangebot noch ein Pflichtangebot im Sinne der §§ 29, 35 WpÜG dar. Die Angebotsunterlage zum Delisting-Angebot wurde am 14. Juli 2025 veröffentlicht und sah die Zahlung einer Geldleistung in bar i.H.v. EUR 28,00 je PharmaSGP-Aktie („**Delisting-Angebotspreis**“) vor. Mit Ablauf des 11. August 2025 wurde die Zulassung der PharmaSGP-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse auf Antrag der Gesellschaft widerrufen und der Handel der PharmaSGP-Aktien im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse eingestellt.

3.2.2.2 Geschäftsmodell und -strategie

- 109 Der PharmaSGP-Konzern ist ein Unternehmen der Consumer-Health-Industrie, das ein diversifiziertes Portfolio von knapp 50 nicht verschreibungspflichtigen Arzneimitteln (Over-the-counter, „OTC“), sowie anderen Gesundheitsprodukten anbietet. Die OTC-Produkte decken hochrelevante und chronische Indikationen ab, die unter bekannten Apothekenmarken vermarktet werden. Es gelang PharmaSGP dank seines skalierbaren Asset-light-Geschäftsmodells den OTC-Verkauf auf mehrere europäische Länder (u.a. Österreich, Italien und Belgien) zu erweitern. PharmaSGP konnte somit marktführende Positionen in vielen wichtigen Bereichen, unter anderem rheumatische und neuralgische Schmerzen oder Schlafstörungen, etablieren.
- 110 Das Geschäftsmodell der PharmaSGP basiert auf dem „Asset-light“-Ansatz, bei dem keine eigene Forschung betrieben wird und auch der gesamte Herstellungsprozess von einem diversifizierten Netzwerk an Lohnherstellern in Europa übernommen wird. Die Logistik wird durch lokale Anbieter organisiert, die Großhändler und Apotheken in den jeweiligen Märkten beliefern.
- 111 Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Umsatzerlöse im GJ24 nach Regionen und Produktkategorien.

Abbildung 4: PharmaSGP-Konzern – Umsatzerlöse nach Regionen und Produktkategorien



112 Der PharmaSGP-Konzern betreibt seine Geschäftstätigkeit über zwei Produktkategorien:

- **Health Brands** (rd. 97% der Umsatzerlöse im GJ24): Die Health Brands Produkte werden größtenteils von der PharmaSGP GmbH und Restaxil GmbH vertrieben. Zu den größten Indikationsgebieten dieser Kategorie gehören Gelenkschmerzen (RubaXX®), Nervenschmerzen (Restaxil®) und Männer- und Frauengesundheit (Neradin®). Darüber hinaus zählen zur Health Brands Kategorie die unter dem Markennamen pureSGP® vertriebenen Kollagen- und Magnesiumprodukte. Das Umsatzwachstum des Konzerns wird vor allem dank der Health Brands Kategorie (+18,1%) angetrieben.
- **Beauty Brands** (rd. 3%): Die Beauty Brands Produkte werden vor allem von der Remitan GmbH vertrieben und verbleiben in allen Absatzmärkten auf einem stabilen Niveau. Zu den Produkten gehören unter anderem Deruba® (Creme gegen Hautrötungen) sowie Fulminan® (Kollagen-Drink).

113 Zu den Hauptabsatzmärkten gehören Deutschland (rd. 68% der Umsatzerlöse im GJ24), Italien (rd.19%) und Österreich (rd. 10%). Während Österreich im Vergleich zum Vorjahr ein Umsatzwachstum von 17,4% verzeichnete, stieg der Umsatz in Italien um 68,9%. Dies verdeutlicht die starke Dynamik der beiden Märkte und unterstreicht ihre Bedeutung für die Wachstumsstrategie des Konzerns.

Strategie

114 Die Unternehmensstrategie zielt grundsätzlich auf einen kontinuierlichen Ausbau bestehender Markenfamilien, sowie die Erweiterung des Markenportfolios durch Eigenentwicklungen und akquirierte Zulassungen. Auch eine permanente Analyse der Zielmärkte und die Zeitspanne zwischen Entwicklung und Produkteinführung haben eine ausschlaggebende Bedeutung für die Realisierung der Wachstumspotenziale von PharmaSGP.

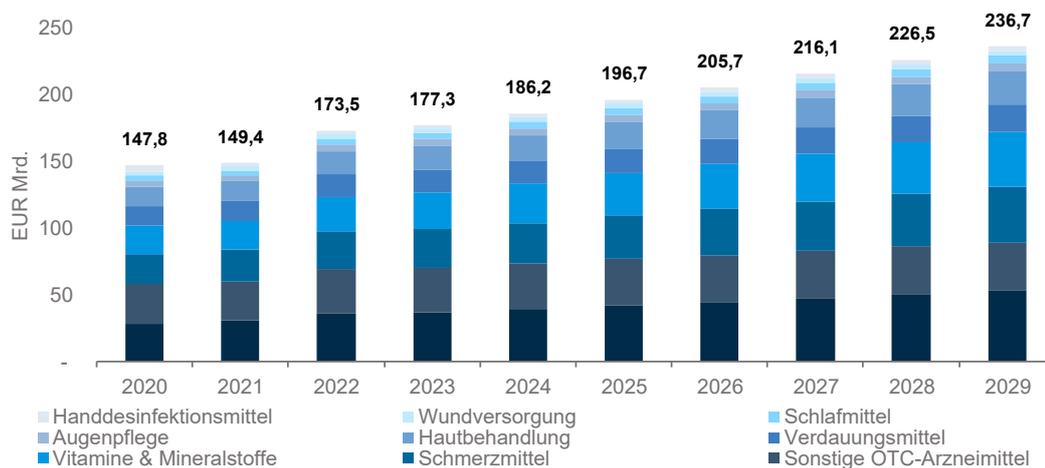
115 Wesentlicher Bestandteil der Wachstumsstrategie sind Investitionen in M&A-Aktivitäten etablierter Marken und Produkte, die dazu führen sollen, die PharmaSGP-Plattform weiter auszubauen und das weitere Wachstumstempo beschleunigen zu können. Im Jahr 2021 wurden zuletzt die etablierten OTC-Marken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol® ins Portfolio etabliert, um weitere Marktführer in den einzelnen Kategorien zu integrieren und die Produktvielfalt zu erweitern.

116 Die Strategie der PharmaSGP-Gruppe sieht eine zukünftige weitere Internationalisierung des Markenportfolios vor, um weiterhin von den anhaltenden Wachstumsraten im europäischen OTC-Markt zu profitieren. Seit September 2021 bedient PharmaSGP auch den Markt in der Schweiz und im osteuropäischen EU-Raum.

3.2.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld

- 117 Der PharmaSGP-Konzern agiert in einem dynamischen und wettbewerbsintensiven Marktumfeld, das durch langfristige Wachstumstrends wie die zunehmende Selbstmedikation, das allgemein steigende Gesundheitsbewusstsein und die Nachfrage nach natürlichen Arzneimitteln geprägt ist. Aktuelle Studien für den europäischen OTC-Markt¹⁴ zeigen daher eine positive Entwicklung mit wachsenden Marktvolumina.
- 118 Im Folgenden soll der OTC-Markt anhand der Umsätze auf drei Ebenen (Global, Europa und Deutschland) beleuchtet werden. Unsere Ausführungen beziehen sich zum großen Teil auf die veröffentlichten Studien der Statistik-Plattform Statista für Global („OTC Pharmaceuticals – Worldwide“), Europa (OTC Pharma – Europa) und Deutschland („OTC Pharma – Deutschland“).
- 119 Der OTC-Pharma-Markt umfasst nicht verschreibungspflichtige Medikamente, Behandlungen und Gesundheitsprodukte, die ohne ärztliches Rezept direkt an Verbraucher verkauft werden können. Dazu zählen Produkte, die sowohl exklusiv in Apotheken als auch in anderen Verkaufsstellen wie Supermärkten oder bei Online-Händlern erhältlich sind.
- 120 Der Gesamtmarkt für OTC-Arzneimittel wird für das Jahr 2025 auf EUR 196,7 Mrd. geschätzt. Nachfolgende Abbildung zeigt die Umsatzverteilung der einzelnen nicht verschreibungspflichtigen Medikamente in den Jahren 2020 bis 2029:

Abbildung 5: OTC-Gesamtmarkt – Umsatzverteilung nach OTC-Produkten



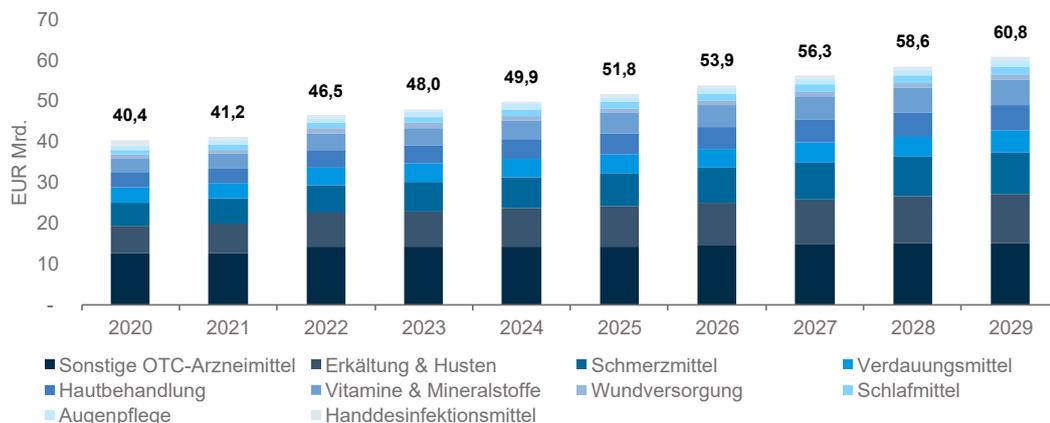
Quelle: Statista; A&M Analyse.

- 121 In den Jahren 2020-24 ist der globale Markt für OTC-Arzneimittel um durchschnittlich 4,8% p.a. gestiegen. Europa trug in diesem Zeitraum etwa 27% zum Gesamtumsatz bei. Besonders hohe Wachstumsraten wurden in den Segmenten Schlafmittel, mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (CAGR) von 8,4%, und im Bereich Vitamine & Mineralstoffe mit 7,7% verzeichnet. An dritter Stelle folgen die Schmerzmittel, die ein Wachstum von 6,1% aufwiesen.
- 122 Die Prognosen für den globalen OTC-Arzneimittelmarkt für die Jahre 2025-29 gehen von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 4,9% aus. Dabei bleiben die Segmente Vitamine & Mineralstoffe (6,8%), Schmerzmittel (6,5%), sowie Erkältung & Husten (6,2%) die führenden Wachstumsbereiche. Als einen der Schlüsselfaktoren für das Marktwachstum benennt die Statista Studie¹⁵ die zunehmende Nutzung von Selbstmedikation. Im Zuge des demografischen Wandels steigt außerdem die Zahl der Menschen, die von chronischen Schmerzen betroffen sind.
- 123 Die Entwicklung der historischen und prognostizierten Umsatzerlöse im europäischen OTC-Markt für den Zeitraum 2020-29 ist in nachfolgender Abbildung dargestellt:

¹⁴ BPI e.V. (2024): Pharma Daten 2024.

¹⁵ Statista (2025): OTC Pharma – Weltweit.

Abbildung 6: OTC-Markt (Europa) – Historische und prognostizierte Umsätze nach OTC-Produkten

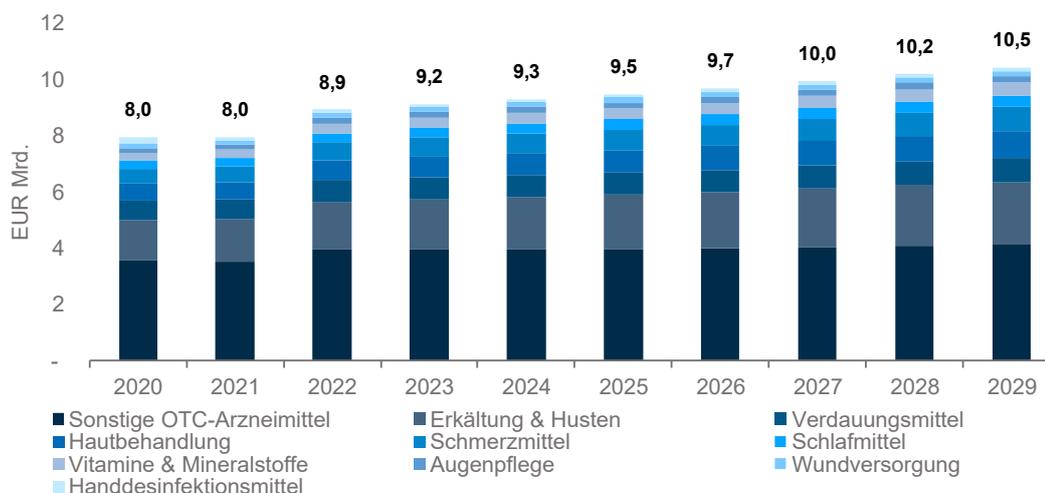


Quelle: Statista; A&M Analyse.

- 124 In den Jahren 2020-24 ist der OTC-Markt in Europa um durchschnittlich 4,1% p.a. gewachsen, was einer ähnlichen Entwicklung verglichen mit dem globalen Markt entspricht. Deutschland bleibt hierbei ein führender Markt für OTC-Pharmazeutika mit einer immer stärker wachsenden Nachfrage nach natürlichen und pflanzenbasierten Produkten.
- 125 Für den Zeitraum 2025-29 wird ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 4,0% für Europa prognostiziert. Zu den wesentlichen Wachstumstreibern zählen laut der Statista-Studie¹⁶:
- **Demographische Entwicklung:** Die steigende Lebenserwartung der Bevölkerung führt zu einer Zunahme altersbedingter Beschwerden und damit zu einer wachsenden Nachfrage nach OTC-Produkten.
 - **Selbstzahlende Patienten:** Ein erhöhtes allgemeines Gesundheitsbewusstsein der Bevölkerung geht mit der Bereitschaft einher, eigene Mittel in die Gesundheit zu investieren (z.B. Überwachung des Lebensstils und Prävention).
 - **Natürliche Arzneimittel:** Eine steigende Nachfrage nach natürlichen und pflanzenbasierten Produkten wird ein wichtiger Trend auf dem OTC-Markt in den nächsten Jahren darstellen.
 - **Innovation:** Die zunehmende Verfügbarkeit digitaler Angebote (z.B. Online-Apotheken), eröffnet neue Wachstumspotenziale im OTC-Markt. Kunden können rezeptfreie Medikamente bequem von zu Hause bestellen und direkt an die Haustür liefern lassen, was den Zugang zu Gesundheitsprodukten erleichtert und die Nachfrage nach digitalen Bestell- und Liefermöglichkeiten steigert.
- 126 Die Entwicklung der historischen und prognostizierten Umsatzerlöse im deutschen OTC- Markt für den Zeitraum 2020-29 ist in nachfolgender Abbildung dargestellt:

¹⁶ Statista (2025): OTC Pharma – Europa.

Abbildung 7: OTC-Markt (Deutschland) – Historische und prognostizierte Umsätze nach OTC-Produkten



Quelle: Statista; A&M Analyse.

127 Zwischen 2020 und 2022 erholte sich der deutsche OTC-Markt moderat von den pandemiebedingten Umsatzrückgängen, die hauptsächlich auf den Corona-Lockdown, das damit einhergehende Social Distancing und die strengen Hygieneregeln zurückzuführen waren.¹⁷ Über den gesamten Vergangenheitszeitraum 2020-24 erreichte der Markt eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 2,7%.

128 Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2025-29 wird für Deutschland mit 2,3% prognostiziert. Dies deutet auf eine im europäischen Vergleich geringere Dynamik im deutschen OTC-Pharmazeutika-Markt hin. Die Studie von Statista¹⁸ nennt folgende mögliche Gründe für die prognostizierte zukünftige Entwicklung des deutschen OTC-Markts:

- **Wettbewerbsdruck:** Der OTC-Markt ist stark fragmentiert. PharmaSGP ist in einem wettbewerbsintensiven Umfeld tätig; trotz steigender Nachfrage besteht durch die Vielzahl an Anbietern ein Preisdruck.
- **Verkauf von OTC-Produkten teilweise beschränkt:** Rezeptfreie Arzneimittel können apothekenpflichtig sein und dürfen in solchen Fällen nur in Apotheken verkauft werden. Dies führt zu einer engen Bindung von Verbrauchern an Apotheken und gewährleistet eine fundierte Beratung und einen sicheren Umgang mit den Produkten. Gleichzeitig begrenzt diese Regelung jedoch die Verfügbarkeit der Produkte auf anderen Vertriebskanälen, was den Zugang für Verbraucher außerhalb von Apotheken einschränken kann und langfristig Auswirkungen auf die Marktstruktur haben könnte.
- **Regulatorische Auflagen:** Der deutsche OTC-Pharma-Markt ist geprägt von einer strengen Regulierung und hohen Qualitätsstandards. Die deutschen Behörden setzen umfassende Vorschriften für die Herstellung und den Vertrieb von OTC-Produkten durch, um Sicherheit und den Schutz der Verbraucher zu gewährleisten. Das Werben von Arzneimitteln unterliegt in Deutschland den strengen Vorgaben des Heilmittelwerbegesetzes (HWG), das die Möglichkeit zur Vermarktung in bestimmten Bereichen einschränkt.¹⁹

Besonderheiten: Österreich und Italien

129 Neben Deutschland ist auch der österreichische und italienische Markt von hoher Bedeutung für den PharmaSGP-Konzern. Eine Analyse der Umsätze in der EU-27, durchgeführt vom Bundesverband der Pharmazeutischen Industrie e.V.,²⁰ zeigt, dass Deutschland und Italien im

¹⁷ Healthcare Marketing (2021, Nr.8): Von Apotheke bis Drogerie: Der OTC-Markt in Zeiten von Covid-19

¹⁸ Statista (2025): OTC Pharma - Deutschland

¹⁹ Heilmittelwerbegesetz (HWG)

²⁰ BPI e.V. (2024): Pharma-Daten 2024

Jahr 2023 absolut betrachtet zu den größten pharmazeutischen Märkten in Europa zählten. Besonders in der DACH-Region trug Österreich mit einem Umsatzwachstum von 17,4% im Jahr 2024 maßgeblich zur positiven Entwicklung im Konzern bei. Die Statista-Studie²¹ prognostiziert für den österreichischen OTC-Markt ein jährliches durchschnittliches Wachstum des Marktvolumens von 2,1% (CAGR 2025-29).

Kollagen

- 130 Der Kollagenmarkt ist für PharmaSGP von strategischer Relevanz, da das Unternehmen mit der im Jahr 2024 eingeführten Marke pureSGP® im Kollagenssegment vertreten ist. Kollagenpräparate sind Produkte, die Kollagen in verschiedenen Formen enthalten und zur Unterstützung von Haaren, Haut, Nägeln, Knochen und Gelenken verwendet werden. Kollagenpräparate werden meistens als Nahrungsergänzungsmittel angeboten, häufig in Form von Kollagenpeptiden, die im Gegensatz zu nativem Kollagen leichter vom Körper aufgenommen werden können²². Der europäische Kollagenmarkt verzeichnet ein dynamisches Wachstum, das vor allem durch die steigende Nachfrage in den Bereichen Kosmetik und Nahrungsergänzungsmittel getrieben ist. Dabei rückt der Fokus zunehmend auf die Förderung der Gelenk- und Knochengesundheit, sowie die wachsende Verwendung von Kollagen in Anti-Aging- und Beauty-Produkten. Deutschland, Frankreich und das Vereinte Königreich dominieren den europäischen Markt, was auf die starken Pharma- und Kosmetikindustrien in diesen Ländern zurückzuführen ist. Eine hohe Konzentration an Herstellern und Zulieferern in diesen Ländern treibt zudem Innovationen und Produktweiterentwicklungen voran.²³
- 131 Der europäische Markt für Kollagenpräparate wird mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,2% prognostiziert (2024-29)²⁴. Zu den wesentlichen Markttrends zählen hierzu vor allem:
- **Alternde Bevölkerung:** Der demografische Trend einer alternden Gesellschaft verstärkt das Wachstum des Kollagenmarktes. Ältere Verbraucher fragen zunehmend Produkte nach, die die Gesundheit der Gelenke, die Elastizität der Haut, sowie die Festigkeit der Knochen unterstützen.
 - **Präventive Gesundheitsvorsorge:** Der zunehmende Fokus auf präventive Gesundheitsmaßnahmen hat Kollagenpräparate teilweise zu einem Bestandteil der täglichen Körperpflegeroutine gemacht.
 - **„Äußere Schönheit“:** Der Markt für kollagenhaltige Produkte profitiert von der wachsenden Nachfrage nach Lösungen, die die Schönheit und das Wohlbefinden der Anwender stärken sollen. Besonders in den Bereichen Nahrungsergänzungsmittel und Getränke werden verstärkt Produkte nachgefragt, welche einen positiven Einfluss auf Haut, Haare und Nägel versprechen.
- 132 Laut einer Studie von Mordor Intelligence wird der deutsche Kollagenmarkt im Zeitraum 2025 bis 2030 voraussichtlich mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von etwa 6,5% steigen. Das Wachstum wird vor allem durch die steigende Nachfrage nach Kollagenprodukten in den Bereichen Hautelastizität, Gelenkgesundheit und allgemeines Wohlbefinden getrieben. Eine entscheidende Rolle spielt dabei die alternde Bevölkerung, welche vermehrt auf kollagenbasierte Lösungen zur Behandlung von altersbedingten Beschwerden wie Gelenkschmerzen und Hautalterung zurückgreift²⁵.
- 133 Der Markt für Kollagenpeptide und Gelatine in Deutschland zeigt ebenfalls ein kontinuierliches Wachstum und wird von 2025-35 voraussichtlich mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 5,2% steigen. Die steigende Nachfrage nach Produkten in den Bereichen Schönheit und Gesundheit, insbesondere nach kollagenbasierten Nahrungsergänzungsmitteln, treibt diesen Markt. Kollagenpeptide werden aufgrund ihrer hohen Bioverfügbarkeit im Vergleich zum nativen Kollagen bevorzugt und finden breite Anwendung u.a. in Nahrungsergänzungsmitteln und Schönheitsgetränken. Das Wachstum

²¹ Statista (2025): OTC Pharma - Österreich

²² AOK (2024): Wie sinnvoll sind Mittel mit Kollagen für Haut und Gelenke?

²³ Ken Research (2025): Europe Collagen Market

²⁴ Mordor Intelligence (2023): Kollagenpräparate in Europa

²⁵ Mordor Intelligence (2023): Germany Collagen Market

wird von Faktoren wie den vergleichsweise hohen Produktionskosten und einer teilweisen eingeschränkten Verfügbarkeit von Rohstoffen begleitet, die Auswirkungen auf die Skalierbarkeit und Preisgestaltung haben könnten²⁶.

Schmerzmittel

- 134 Im Jahr 2024 entfielen etwa 50% des Umsatzes im PharmaSGP-Portfolio auf Schmerzmittel-Marken, weshalb der deutsche Schmerzmittelmarkt anhand einer Statista-Studie²⁷ analysiert wurde. Zwischen 2020-24 verzeichnete dieser Markt ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 5,4%. Ein wesentlicher Treiber ist die steigende Nachfrage nach nicht verschreibungspflichtigen Schmerzmitteln, da immer mehr Menschen ihre Schmerzen eigenständig behandeln möchten. Dabei legen die Verbraucher großen Wert auf Produkte von renommierten Herstellern, die eine hohe Qualität aufweisen, und sind bereit, höhere Preise dafür zu zahlen.

3.2.4 Vergleichsunternehmen

- 135 Die Identifikation einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) ist essenzieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung. Die Peer Group hat dabei unterschiedliche Zwecke zu erfüllen:

- **Kapitalkosten** (siehe Abschnitt 3.4.6): Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten erfolgt die Bestimmung eines angemessenen Betafaktors über eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen, sofern das Bewertungsobjekt nicht börsennotiert ist oder die zugrundeliegenden Kapitalmarktdaten eines börsennotierten Bewertungsobjekts nicht aussagekräftig sind.
- **Wachstums- und Margen-Analysen** (siehe Abschnitt 3.3): Die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden prognostizierten finanziellen Überschüsse sind im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen zu überprüfen.²⁸ Als Anhaltspunkt für die Plausibilität der geplanten Überschüsse kann insbesondere ein Vergleich des geplanten Wachstums und der geplanten Margen mit dem Wachstum und den Margen der Peer-Unternehmen dienen.
- **Multiplikator-Verfahren** (siehe Abschnitt 3.1.3 und 3.5.3): Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach dem DCF-Verfahren können vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikator-Verfahren herangezogen werden.²⁹ In der Praxis kommen dabei häufig Ergebnismultiplikatoren wie beispielsweise EV/EBITDA zum Einsatz. Diese können aus den Kurs- und Fundamentaldaten der Peer Group Unternehmen abgeleitet werden.

- 136 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche und einem ähnlichen Produkt- und Tätigkeitsspektrum in Frage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren.

- 137 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie den Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsengelisteden Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.

- 138 Für die Grundgesamtheit (Long List) der infrage kommenden Unternehmen haben wir mehrere Quellen herangezogen:

²⁶ Spherical Insights (2025): Germany Collagen Peptide and Gelatin Market

²⁷ Statista (2025): Schmerzmittel - Deutschland

²⁸ IDW S 1, Tz. 68, 81, 107 und 108.

²⁹ IDW S 1, Tz. 143 und 164 ff.

- Alle börsennotierten Unternehmen der Branchen „Non-Prescription-Drugs“ und „Generic Pharmaceuticals“ in China, Europa, Nordamerika und Industriestaaten des asiatisch-pazifischen Raums aus der S&P Capital IQ-Datenbank.
 - Darüber hinaus haben wir basierend auf Marktberichten und -studien des OTC-Marktes und eigener Analyse weitere Unternehmen hinzugefügt.
- 139 Auf dieser Grundlage konnten insgesamt 172 börsennotierte Unternehmen identifiziert werden, nachdem Duplikate ausgeschlossen wurden. Duplikate entstehen dadurch, dass ein und dasselbe Unternehmen sowohl in der Capital IQ-Datenbank als auch in einer Marktstudie erfasst sein kann. Um Doppelzählung zu verhindern, wurden diese ausgeschlossen.
- 140 Im zweiten Schritt haben wir die Liste potenzieller Vergleichsunternehmen auf solche beschränkt, bei denen in ihrer Geschäftsbeschreibung auf der Plattform des Finanzmarktdaten-Anbieters S&P Global Market Intelligence mindestens eines der folgenden Worte vorkommt: *OTC, over the counter, over-the-counter, non-prescription, non prescription, pain, sleep disorder, rheumatism, sexual health, migraine, anxiety, hair loss und generics*. Die resultierende Anzahl an börsennotierten Unternehmen nach diesem Filterschritt beträgt 108.
- 141 Zur Erfüllung der quantitativen Kriterien haben wir nur Unternehmen berücksichtigt, die zum in Abschnitt 1.2 erläuterten Stichtag für die verwendeten Kapitalmarktdaten zum 5. September 2025 über eine Marktkapitalisierung von mindestens EUR 100 Mio. verfügen. Die EUR 100 Mio.-Grenze wurde gewählt, da die Aussagekraft von Aktienkursen auch durch die Höhe der zugrundeliegenden Marktkapitalisierung beeinflusst wird. Je geringer die Marktkapitalisierung ist, desto weniger wird das entsprechende Unternehmen in der Regel am Kapitalmarkt gehandelt und desto weniger werden die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen im Aktienkurs widergespiegelt.³⁰ Nachdem wir diese Unternehmensmindestgröße definiert haben, beschränkt sich die Liste potenzieller Vergleichsunternehmen auf 56.
- 142 Des Weiteren haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, die einen Streubesitzanteil von mindestens 20% aufweisen. Befindet sich ein zu kleiner Anteil der insgesamt ausstehenden Aktien eines Unternehmens im Streubesitz, so wird die wirtschaftliche Entwicklung im Allgemeinen nur unzureichend im Aktienkurs reflektiert.
- 143 Als weiteres Kriterium haben wir festgelegt, dass für mindestens die nächsten zwei Jahre Analystenprognosen vorhanden sein müssen, um sicherzustellen, dass die Aktie von Analysten abgedeckt wird.
- 144 Nach diesen Filterschritten reduzierte sich die Anzahl potenzieller Vergleichsunternehmen auf 36.³¹
- 145 Die verbliebenen Unternehmen wurden einer genauen Untersuchung ihres Geschäftsmodells unterzogen. Dabei wurden nur diejenigen Unternehmen berücksichtigt, die einen signifikanten Umsatzanteil in Europa und Nordamerika (geographische Absatzgebiete) besitzen. Darüber hinaus haben wir solche Unternehmen berücksichtigt, welche Produkte im Bereich der OTC-Medikamente vertreiben. Außerdem wurde die operative Vergleichbarkeit sowie der Anteil von Forschungs- und Entwicklungs-Aktivitäten (F&E) der potenziellen Vergleichsunternehmen analysiert. Dabei wurden solche Unternehmen exkludiert, die nur eine geringe operative Vergleichbarkeit zu PharmaSGP aufweisen oder deren Geschäftsmodell signifikant durch F&E-Aktivitäten getrieben ist.
- 146 Zusammenfassend erachten wir auf Basis unserer vorstehenden Filterkriterien und Analysen die nachfolgend genannten 12 Peer-Unternehmen als vergleichbar zum PharmaSGP-Konzern:
- Antibiotice SA.
 - Boiron SA

³⁰ In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die Unternehmensgröße i.S. der Marktkapitalisierung keinen Einfluss auf die Höhe des Betafaktors haben sollte.

³¹ Das Unternehmen Lavipharm S.A. wurde als zusätzliches Vergleichsunternehmen von der Bewertungsgutachterin vorgeschlagen, obwohl für dieses keine aktuellen Analystenprognosen vorhanden waren. Da die Lavipharm S.A. ein zu PharmaSGP gut vergleichbares Geschäftsmodell betreibt, bestanden hinsichtlich des Vorgehens der Bewertungsgutachterin keine Einwände.

- Dermapharm Holding SE
- Faes Farma, S.A.
- Haleon plc
- Hikma Pharmaceuticals PLC
- Krka, d. d.
- Laboratorio Reig Jofre, S.A.
- Lavipharm S.A.
- Perrigo Company plc
- Prestige Consumer Healthcare Inc.
- Sandoz Group AG

147 Die Unternehmensprofile der Peer-Unternehmen sind in Anhang A&M-001: „Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen“ aufgeführt.

Peer Group der Bewertungsgutachterin

148 Wir haben die Auswahl der Vergleichsunternehmen durch die Bewertungsgutachterin detailliert nachvollzogen. Unsere eigenen Recherche- und Analyseschritte hinsichtlich vergleichbarer Unternehmen im Bereich OTC-Medikamente ergaben eine übereinstimmende Peer Group. Daher erachten wir die von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Vergleichsgruppe für sachgerecht.

3.2.5 Vergangenheitanalyse

150 Die Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage stellt einen wesentlichen Bestandteil der Plausibilitätsbeurteilung der Planung dar. Aus diesem Grund haben wir diese Analysen unabhängig von denen der Bewertungsgutachterin durchgeführt und erst darauf aufbauend mit den Analysen der Bewertungsgutachterin verglichen.

151 Die Vergangenheitanalyse bezieht sich auf den Zeitraum GJ22-GJ24 („Vergangenheitszeitraum“). Die nach IFRS aufgestellten mit einem unbeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte des PharmaSGP-Konzerns für die GJ22-24 bilden die Grundlage unserer Analysen für diesen Zeitraum. Weiterhin gehen wir bei der Analyse der Vermögens- und Ertragslage auf die Halbjahreszahlen zum 30. Juni 2025 (Jun25) ein.

3.2.5.1 Vermögenslage

152 Nachfolgende Tabelle zeigt die Vermögenslage des PharmaSGP-Konzerns im Zeitraum Dez22-24 sowie für Jun25.

153 Die Kennziffern-Spalte („% Total“) weist den Anteil der Bilanzpositionen an der Bilanzsumme zum 30. Juni 2025 aus.³²

Tabelle 1: PharmaSGP-Konzern – Vermögenslage

EUR Mio.	Ist Dez22	Ist Dez23	Ist Dez24	Ist Jun25	% Total Jun25
Immaterielle Vermögenswerte	73,9	66,1	58,8	54,8	47,6%
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2%
Nutzungsrechte	1,2	0,9	0,9	0,7	0,6%
Finanzielle Vermögenswerte, langfristig	2,1	1,3	0,5	0,2	0,2%
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	56,0	48,6%
Vorräte	7,0	10,1	10,4	10,9	9,4%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	7,8	9,2	13,5	15,0	13,0%
Finanzielle Vermögenswerte, kurzfristig	1,2	-	-	-	- %
Sonstige Vermögenswerte	2,8	2,7	3,2	3,2	2,8%
Flüssige Mittel	32,6	40,8	26,5	30,1	26,1%
Umlaufvermögen	51,5	62,8	53,7	59,1	51,4%
Aktiva	129,1	131,3	114,3	115,2	100,0%
Eigenkapital	31,1	39,8	32,0	39,2	34,1%
Konsortialfinanzierung	80,7	73,1	65,4	61,5	53,4%
Leasingverbindlichkeiten	1,2	0,9	1,0	0,7	0,6%
Finanzielle Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	62,3	54,1%
Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung	8,8	9,9	4,4	3,2	2,8%
Rückstellungen	3,2	3,4	3,5	3,6	3,1%
Sonstige operative Verbindlichkeiten	2,9	3,4	7,2	6,1	5,3%
Operative Verbindlichkeiten	14,8	16,8	15,1	12,9	11,2%
Passive latente Steuern	1,2	0,8	0,8	0,8	0,7%
Passiva	129,1	131,3	114,3	115,2	100,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

154 Die Bilanzsumme ist insgesamt von EUR 129,1 Mio. zum Ende des GJ22 auf EUR 114,3 Mio. zum Ende des GJ24 gesunken. Zum 30. Juni 2025 betrug die Bilanzsumme EUR 115,2 Mio. Der Rückgang der Bilanzsumme ist hauptsächlich begründet durch:

- Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, insbesondere der Markennamen, Zulassungen und Lohnherstellerqualifizierungen der 2021 erworbenen Produktmarken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol® welche regelmäßig abgeschrieben werden;
- die Rückzahlung des Konsortialdarlehens in Zusammenhang mit der Finanzierung der im GJ21 getätigten Produktportfolioübernahme von GlaxoSmithKline („GSK“).

³² Für Bewertungszwecke wurde die Bilanz umgegliedert. Der Bestand der Zahlungsmittel und des Eigenkapitals sowie die Bilanzsumme blieben gegenüber der Darstellung im Geschäftsbericht unverändert.

155 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der wesentlichen Bilanzposten ein.

Aktiva

156 Die Aktivseite ist wesentlich durch den Bestand der immateriellen Vermögenswerte geprägt (47,6% der Bilanzsumme zum Jun25). Dies ist insbesondere auf die Akquisition des GSK-Portfolios im GJ21 zurückzuführen. Im GJ21 erwarb die Gesellschaft von GSK plc ein Markenportfolio, bestehend aus den Markenrechten, Zulassungen und Lohnherstellerqualifizierungen der Marken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol®. Der Rückgang der immateriellen Vermögenswerte im Vergangenheitszeitraum ist im Wesentlichen auf die planmäßigen Abschreibungen des erworbenen Produktportfolios zurückzuführen.

157 Die Sachanlagen und Nutzungsrechte (zusammen 0,8% zum Jun25) umfassen IT-Ausstattung, Mietereinbauten, Büroausstattung sowie den Fuhrpark der Gesellschaft. Durch die Auslagerung der Herstellungsprozesse an Lohnhersteller besitzt die Gesellschaft keine eigenen Produktionsanlagen.

158 Die langfristigen finanziellen Vermögenswerte (0,2% zum Jun25) umfassen Zinssicherungsgeschäfte in Zusammenhang mit der im GJ22 aufgenommenen Konsortialfinanzierung.

159 Die Vorräte und Forderungen aus Lieferung und Leistung (aLuL) (zusammen 22,4% zum Jun25) sind im Vergangenheitszeitraum überproportional zu den Umsatzerlösen angestiegen. Der überproportionale Anstieg ist im Wesentlichen durch die Expansion der Geschäftstätigkeiten in Italien getrieben, wo auskunftsgemäß längere Zahlungsziele im Vergleich zu den übrigen Absatzmärkten bestehen.

160 Die flüssigen Mittel belaufen sich zum Dez24 auf EUR 26,5 Mio. und zum Jun25 auf EUR 30,1 Mio. (26,1% der Bilanzsumme). Hiervon sind nach Angaben des Managements EUR 15,0 Mio. zum Dez24 operativ gebunden; dies entspricht in etwa eineinhalb Monaten der operativen Aufwendungen. Der Rückgang der flüssigen Mittel im GJ24 entfällt i.W. auf die Darlehenstilgung sowie das öffentliche Aktienrückkaufangebot.

161 Darüber hinaus bestehen die Aktiva aus sonstigen Vermögenswerten (i.W. Vorauszahlungen sowie Ansprüche aus der Freistellung aus einem Rechtsstreit mit einem ehemaligen Werbekooperationspartner).

Passiva

162 Die Passivseite besteht größtenteils aus Finanzverbindlichkeiten, welche die Konsortialfinanzierung sowie die Leasingverbindlichkeit umfassen (zusammen 54,1% zum Jun25). Der Rückgang der Finanzverbindlichkeiten im Vergangenheitszeitraum ist auf die Darlehenstilgung zurückzuführen.

163 Die Konsortialfinanzierung wurde im GJ22 mit vier Bankenpartnern und einer Laufzeit von fünf Jahren abgeschlossen (Nominalwert von EUR 135 Mio., wovon EUR 50 Mio. auf eine bisher nicht in Anspruch genommene Kreditlinie entfielen). Im Juli 2025 wurde einer Änderungsvereinbarung zum Konsortialkreditvertrag abgeschlossen.

164 Das bilanzielle Eigenkapital beträgt zum Jun25 EUR 39,2 Mio. (34,1% der Bilanzsumme). Das Eigenkapital gliedert sich in das gezeichnete Kapital (EUR 12,0 Mio.), die Kapitalrücklage (EUR 38,1 Mio.), die Gewinnrücklagen (EUR -0,1 Mio.) und die sonstigen Rücklagen (EUR -10,8 Mio.).

165 Die Verbindlichkeiten aLuL belaufen sich zum Ende des GJ24 auf EUR 4,4 Mio. und sind zum Jun25 auf EUR 3,2 Mio. zurückgegangen (2,8% der Bilanzsumme). Darüber hinaus umfasst die Passivseite sonstige operative Verbindlichkeiten (i.W. Rückerstattungsverbindlichkeiten nach IFRS 15, Umsatzsteuerverbindlichkeiten und abgegrenzte ausstehende Rechnungen), Rückstellungen (i.W. Garantierückstellungen und Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten) und passive latente Steuern.

3.2.5.2 Ertragslage

- 166 Die Analyse der vom Bewertungsobjekt in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse bildet die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse.³³
- 167 Dabei ist die historische Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) um nicht nachhaltige Ergebniseffekte (auch: „Sondereffekte“) zu bereinigen. Eine Übersicht zu den vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage findet sich in Abschnitt 3.4.1: „Bereinigungen der Ertragslage“.
- 168 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Vergangenheitszeitraum GJ22-24 sowie die Halbjahreszahlen zum Jun25.
- 169 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Vergangenheitszeitraum (Spalte „Ist Ø 22-24“) sind wie folgt definiert:
- Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) für den Vergangenheitszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ22-24.
 - Die durchschnittlichen Margen für den Vergangenheitszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ22-24.
- 170 Nachfolgende Tabelle zeigt die unbereinigte Ertragslage des PharmaSGP-Konzerns für den Vergangenheitszeitraum GJ22-GJ24, sowie für das erste Halbjahr des GJ25.

Tabelle 2: PharmaSGP-Konzern – Unbereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist
	GJ22	GJ23	GJ24	H1-25	Ø 22-24
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	66,0	17,7%
Materialaufw and	(9,0)	(9,5)	(10,8)	(6,4)	9,6%
Rohertrag	76,8	91,6	108,0	59,6	18,6%
Personalaufw and	(6,9)	(7,3)	(8,0)	(4,6)	7,8%
Marketingaufw and	(37,4)	(43,4)	(53,3)	(32,4)	19,4%
Sonstige betriebliche Aufw endungen	(6,0)	(7,1)	(10,0)	(6,2)	29,3%
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,2	0,3	0,1	(10,0%)
EBITDA	26,9	34,0	37,1	16,5	17,3%
Abschreibungen	(9,3)	(9,4)	(9,4)	(4,8)	0,9%
EBIT	17,7	24,6	27,6	11,7	25,0%
Finanzergebnis	(1,9)	(2,7)	(1,6)	(1,0)	(7,7%)
EBT	15,8	21,9	26,0	10,7	28,4%
Ertragsteuern	(3,8)	(5,5)	(6,5)	(2,6)	30,0%
Konzernperiodenergebnis	12,0	16,4	19,5	8,1	27,8%
<i>Rohertragsmarge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>89,5%</i>	<i>90,6%</i>	<i>90,9%</i>	<i>90,3%</i>	<i>90,3%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>31,4%</i>	<i>33,6%</i>	<i>31,2%</i>	<i>25,1%</i>	<i>32,1%</i>
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>20,6%</i>	<i>24,4%</i>	<i>23,3%</i>	<i>17,8%</i>	<i>22,7%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 171 Die Entwicklung der unbereinigten Ertragslage im Vergangenheitszeitraum lässt sich wie folgt beschreiben:
- Die Umsatzerlöse sind im Vergangenheitszeitraum um durchschnittlich 17,7% p.a. angestiegen, hauptsächlich getrieben durch das Health Brands Segment und die darin enthaltenen Kernmarken Restaxil® und RubaXX® (Gelenk- und Nervenschmerzen) sowie Neradin® und DESEO® (Männer- und Frauengesundheit).
 - Die EBITDA-Marge (unbereinigt) ist im Vergangenheitszeitraum zunächst von 31,4% im GJ22 auf 33,6% im GJ23 angestiegen und anschließend auf 31,2% im GJ24 zurückgegangen. Der Anstieg der EBITDA-Marge im GJ23 ist auf Veränderungen im Produktmix (Anstieg von margenstärkeren Produkten) sowie die Optimierung des Marketingeinsatzes zurückzuführen. Der Rückgang der EBITDA-Marge im GJ24 ist auf

³³ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

Kostensteigerungen im Bereich Marketing sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen. Im ersten Halbjahr des GJ25 ist die EBITDA-Marge auf 25,1% zurückgegangen, hauptsächlich getrieben durch das Hochfahren der Marke pureSGP® und eine damit verbundene negative Produktprofitabilität im Zuge des Produktanlaufs sowie einem Anstieg der Marketingaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen (i.W. aufgrund des Hochfahrens von Vertriebskanälen im E-Commerce Bereich).

- Das Konzernperiodenergebnis ist im Vergangenheitszeitraum von EUR 12,0 Mio. im GJ22 auf EUR 19,5 Mio. im GJ24 angestiegen.

172 In den folgenden Abschnitten gehen wir auf die Entwicklung der einzelnen GuV-Posten im Vergangenheitszeitraum sowie für das erste Halbjahr des GJ25 ein.

Umsatzerlöse

173 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse auf Ebene der operativen Segmente im Vergangenheitszeitraum; die Kennziffernspalte weist den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 3: PharmaSGP-Konzern – Umsatzerlöse nach Segment

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Health Brands	82,5	97,5	115,1	18,1%
Beauty Brands	3,3	3,5	3,6	4,3%
Sonstige	-	0,0	0,1	N/A
Gesamtumsatz	85,8	101,1	118,8	17,7%
in % des Gesamtumsatzes				
Health Brands	96,1%	96,5%	96,9%	96,5%
Beauty Brands	3,9%	3,5%	3,1%	3,5%
Sonstige	- %	0,0%	0,1%	0,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse

174 Die Umsatzerlöse sind von EUR 85,8 Mio. im GJ22 auf EUR 101,1 Mio. im GJ23 angestiegen und verzeichneten einen weiteren Anstieg auf EUR 118,8 Mio. im GJ24. Das durchschnittliche Umsatzwachstum von 17,7% p.a. im Vergangenheitszeitraum entspricht einem überdurchschnittlichen Wachstum im OTC-Marktumfeld (siehe Abschnitt 3.2.3).

175 Das Umsatzwachstum der Gesellschaft wurde im Vergangenheitszeitraum i.W. von der Health Brands Kategorie getrieben, die laut den Angaben des Managements den wichtigsten Fokus in der D2C-Portfoliostrategie darstellt (durchschnittlicher Anteil von 96,5% an den Gesamtumsätzen im Vergangenheitszeitraum). Die Umsatzerlöse der Health Brands sind im Vergangenheitszeitraum um durchschnittlich 18,1% p.a. angestiegen. Wachstumstreiber der Health Brands Kategorie waren dabei i.W. die Marken RubaXX® (Gelenkschmerzen), Restaxil® (Nervenschmerzen) sowie Neradin® und DESEO® (Männer- und Frauengesundheit).

176 Die Beauty Brands Kategorie wies im Vergangenheitszeitraum ein moderates Wachstum von EUR 3,3 Mio. im GJ22 auf EUR 3,6 Mio. im GJ24 auf (CAGR von 4,3% p.a.). Wachstumstreiber der Beauty Brands Kategorie war i.W. die Marke Deruba® (Spezialcreme für Hautrötungen). Mit einem durchschnittlichen Umsatzanteil von 3,5% im Vergangenheitszeitraum trug die Beauty Brands Kategorie nur in geringem Umfang zu den Gesamtumsätzen der Gesellschaft bei.

177 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Umsatzerlöse nach Regionen im Vergangenheitszeitraum; die Kennziffernspalte weist den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 4: PharmaSGP-Konzern – Umsatzerlöse nach Region

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Deutschland	60,0	73,2	79,8	15,4%
Italien	10,5	13,6	22,9	47,6%
Österreich	9,7	10,5	12,3	12,6%
Andere europäische Länder	4,1	3,6	3,3	(11,0%)
Umsatz Produktplanung	84,3	100,9	118,3	18,5%
IFRS Anpassungen*	1,5	0,2	0,5	(42,1%)
Umsatz GuV	85,8	101,1	118,8	17,7%
in % Umsatz Produktplanung				
Deutschland	71,1%	72,5%	67,5%	70,4%
Italien	12,5%	13,5%	19,4%	15,1%
Österreich	11,5%	10,4%	10,4%	10,8%
Andere Europäische Länder	4,9%	3,6%	2,8%	3,8%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Anmerkung: (*) Beinhaltet Veränderungen der Rückerstattungsverpflichtung nach IFRS 15.55.

178 Die Umsatzerlöse haben sich im Vergangenheitszeitraum wie folgt in den Absatzmärkten der Gesellschaft entwickelt:

- **Deutschland (67,5% Umsatzanteil GJ24):** Mit einem durchschnittlichen Umsatzanteil von 70,4% im Vergangenheitszeitraum stellt Deutschland den wichtigsten Absatzmarkt der Gesellschaft dar. Die in Deutschland erzielten Umsatzerlöse der Gesellschaft sind im Vergangenheitszeitraum mit einem CAGR von 15,4% gewachsen, hauptsächlich getrieben durch Marken im Bereich der Gelenk- und Nervenschmerzen sowie Schlaf- und Beruhigungsmittel.
- **Italien (19,4% Umsatzanteil GJ24):** Die Umsatzerlöse in Italien sind im Vergangenheitszeitraum deutlich von EUR 10,5 Mio. im GJ22 auf EUR 22,9 Mio. im GJ24 angestiegen (CAGR von 47,6 %). Insbesondere im GJ24 erhöhten sich die Umsatzerlöse signifikant um EUR 9,3 Mio., was einem Wachstum von 68,7% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Dieses Wachstum ist i.W. auf den Aufbau der ausschließlich in Italien vertriebenen Marke Mavosten® im GJ24, die Implementierung einer neuen Werbestrategie für Marken im Bereich der Nervenschmerzen sowie auf eine verstärkte TV-Werbepresenz zurückzuführen. Folglich erhöhte sich der Umsatzanteil in Italien von 12,5% im GJ22 auf 19,4% im GJ24.
- **Österreich (10,4% Umsatzanteil GJ24):** Die Umsatzerlöse in Österreich sind im Vergangenheitszeitraum von EUR 9,7 Mio. im GJ22 auf EUR 12,3 Mio. im GJ24 angestiegen (CAGR von 12,6%). Das Umsatzwachstum ist i.W. durch Marken im Bereich der Gelenk- und Nervenschmerzen getrieben. Der Umsatzanteil in Österreich reduzierte sich im Vergangenheitszeitraum geringfügig von 11,5% im GJ22 auf 10,4% im GJ24.
- **Andere europäische Länder (2,8% Umsatzanteil GJ24):** Die anderen europäischen Länder umfassen die Absatzmärkte in Belgien, Frankreich, Schweiz, Spanien und Ungarn. Die Umsatzerlöse in diesen Absatzmärkten sind von EUR 4,1 Mio. im GJ22 auf EUR 3,3 Mio. zurückgegangen (CAGR von -11,0%). Folglich reduzierte sich ebenfalls der Umsatzanteil der anderen europäischen Länder von 4,9% im GJ22 auf 2,8% im GJ24. Der Umsatzrückgang ist i.W. auf Optimierung von Produktprofitabilitäten zu Lasten des Umsatzniveaus zurückzuführen.

EBITDA

179 Das EBITDA ergibt sich aus den Umsatzerlösen abzüglich des Material-, Personal- sowie Marketingaufwands und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zuzüglich der sonstigen betrieblichen Erträge.

180 Insgesamt hat sich das (unbereinigte) EBITDA im Vergangenheitszeitraum von EUR 26,9 Mio. im GJ22 auf EUR 37,1 Mio. im GJ24 erhöht. Die EBITDA-Marge fluktuierte im Vergangenheitszeitraum zwischen 31,2% und 33,6%. Im ersten Halbjahr des GJ25 ist die EBITDA-Marge auf 25,1% zurückgegangen. Die Einführung neuer Produkte unter der Marke pureSGP® und die damit verbundene negative Profitabilität im Rahmen des Produktanlaufs

sowie der Anstieg der Marketing- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen, im Wesentlichen bedingt durch die teilweise Umstellung der Werbestrategie von Print- und TV-Werbung zu Onlinemarketing und gestiegener Logistikkosten, stellten die Hauptursachen für die Verringerung der EBITDA-Marge dar.

Materialaufwand

181 Da der gesamte Herstellungsprozess der vertriebenen OTC-Arzneimittel und Gesundheitsprodukte ohne eigene Produktionsanlagen der Gesellschaft erfolgt, sondern über ein diversifiziertes Netzwerk von Lohnherstellern in Europa, besteht der Materialaufwand der Gesellschaft im Wesentlichen aus Aufwendungen für fertige Erzeugnisse.

182 Die Materialaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) ist im Vergangenheitszeitraum von 10,5% im GJ22 auf 9,1% im GJ24 zurückgegangen. Die Verbesserung der Materialaufwandsquote ist i.W. durch das Wachstum von margenstärkeren Produkten im GJ23 und GJ24 getrieben.

183 Im ersten Halbjahr des GJ25 ist die Materialaufwandsquote auf 9,7% angestiegen. Der Anstieg ist i.W. auf die Einführung von Neuprodukten unter der Marke pureSGP® mit einer deutlich höheren Materialeinsatzquote im Vergleich zu den bestehenden Produkten zurückzuführen.

Personalaufwand

184 Der Personalaufwand beinhaltet i.W. die Personal- und Nebenkosten für den Marketing-, Vertriebs- und Verwaltungsbereich der Gesellschaft sowie für den Vorstand. Insgesamt ist der Personalaufwand im Vergangenheitszeitraum von EUR 6,9 Mio. im GJ22 auf EUR 8,0 Mio. im GJ24 angestiegen. Die Personalaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) ist von 8,1% im GJ22 auf 6,8% im GJ24 zurückgegangen. Im ersten Halbjahr des GJ25 ist die Personalaufwandsquote geringfügig auf 6,9% im GJ25 angestiegen.

185 Der Anstieg des Personalaufwands ist i.W. auf die Zunahme der Mitarbeiterzahl im Zuge des Unternehmenswachstums zurückzuführen. Die Anzahl der Vollzeitäquivalente („FTE“) stieg von 79,0 FTE im GJ22 auf 90,8 FTE im GJ24 (Werte jeweils zum Jahresende).

Marketingaufwand

186 Der Marketingaufwand der Gesellschaft besteht i.W. aus Aufwendungen für TV-Werbung, Printwerbung sowie Online-Marketing. Insgesamt ist der Marketingaufwand im Vergangenheitszeitraum von EUR 37,4 Mio. im GJ22 auf EUR 53,3 Mio. im GJ24 angestiegen. Marketingaktivitäten stellen einen zentralen Bestandteil des Geschäftsmodells der Gesellschaft dar: Die Marketingaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) betrug im GJ22 43,8% und erhöhte sich zum GJ24 auf 44,8%. Der Anstieg der Marketingaufwandsquote im Vergangenheitszeitraum ist i.W. auf den verstärkten Einsatz kostenintensiverer Online-Marketingmaßnahmen zurückzuführen.

187 Im GJ22 fokussierte sich die Gesellschaft insbesondere auf die Bewerbung in reichweitenstarken Zeitungen, Zeitschriften und TV-Sendern.

188 Im GJ23 und GJ24 hat die Gesellschaft ihre D2C-Marketingstrategie optimiert und den Anteil von Online-Marketing sukzessive erhöht. Nach Angaben des Managements erfolgte diese Anpassung als Reaktion auf Veränderungen in der Marketinglandschaft, da klassische Print- und TV-Werbung eine geringere Reichweite erzielten. Insbesondere ältere Kundengruppen konnten über die Print- und TV-Werbung weniger effektiv erreicht werden, da auch diese zunehmend über Online-Werbeinstrumente angesprochen werden müssen, was zu einer Verstärkung der Online-Marketingaktivitäten führte.

189 Die Marketingaufwandsquote betrug im ersten Halbjahr des GJ25 49,1% und liegt somit über den Marketingaufwandsquoten im Vergangenheitszeitraum GJ22-24. Der Anstieg ist i.W. auf den Aufbau der Marke pureSGP® mit deutlich höheren Marketingkosten relativ zum Absatzpreis zurückzuführen.

Sonstige betriebliche Aufwendungen und Erträge

- 190 Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten i.W. Logistikkosten, Rechts- und Beratungskosten, Aufwendungen für Fremdleistungen und sonstige Aufwendungen (u.a. Kosten für IT, Versicherungen, Gebühren, Recruiting usw.).
- 191 Insgesamt sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von EUR 6,0 Mio. im GJ22 auf EUR 10,0 Mio. im GJ24 angestiegen. Die Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (in % der Umsatzerlöse) ist von 6,9% im GJ22 auf 8,4% im GJ24 angestiegen. Die Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen betrug im ersten Halbjahr des GJ25 9,3%.
- 192 Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Vergangenheitszeitraum ist i.W. auf höhere Logistikkosten im Zuge des Umsatzwachstums der Gesellschaft sowie Investitionen in die Vertriebskanäle der Gesellschaft und erhöhte Aufwendungen für die Personalgewinnung zurückzuführen. Weiterhin trugen erhöhte Marktplatzgebühren durch den Aufbau der Vertriebskanäle im E-Commerce Bereich zu dem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bei.
- 193 Die sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten i.W. Versicherungs- und sonstige Entschädigungen aus Schadensersatzfällen sowie Erstattungen aus dem Aufwendungsausgleichsgesetz. Insgesamt sind die sonstigen betrieblichen Erträge geringfügig von EUR 0,4 Mio. im GJ22 auf 0,3 Mio. im GJ24 zurückgegangen.

Konzernperiodenergebnis

- 194 Das Konzernperiodenergebnis resultiert aus dem EBITDA abzüglich Abschreibungen, dem Finanzergebnis und Ertragsteuern.
- 195 Die Abschreibungen umfassen i.W. die Abschreibungen auf die im GJ21 erworbenen Markenrechte, Zulassungen und Lohnherstellerqualifizierungen für die Marken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol®. Die Abschreibungen lagen im Vergangenheitszeitraum auf einem konstanten Niveau.
- 196 Die Finanzaufwendungen enthalten i.W. Zinsen und andere Finanzierungskosten im Zusammenhang mit der im GJ22 abgeschlossenen Konsortialfinanzierung, saldiert um Erträge aus Zinssicherungsgeschäften (Hedging), die zur Absicherung von Zinsschwankungsrisiken aus der Konsortialfinanzierung abgeschlossen wurden. Die Finanzerträge umfassen i.W. Zinserträge aus kurzfristigen Terminanlagen und Kursgewinne von Geldmarktfonds.
- 197 Der Steueraufwand (Konzernsteuersatz von 24,6%) ist im Vergangenheitszeitraum mit dem steigenden Betriebsergebnis gewachsen.
- 198 Insgesamt ist das Konzernperiodenergebnis aufgrund der zuvor beschriebenen Umsatz- und Margeneffekte im Vergangenheitszeitraum von EUR 12,0 Mio. im GJ22 auf EUR 16,4 Mio. im GJ23 und weiter auf EUR 19,5 Mio. im GJ24 gestiegen.

3.3 Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses

200 Die Bewertungsgutachterin stellte fest, dass im vorliegenden Fall „entsprechend der jüngsten höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung [...] grundsätzlich auch alleinig auf den Börsenkurs der maßgeblichen Gesellschaft abgestellt werden [kann]“³⁴. Die Beurteilung der Bewertungsgutachterin zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung basiert auf den folgenden Analysen:

- (i) Untersuchung der Aktienkursentwicklung der PharmaSGP Holding SE,
- (ii) Analyse der Marktenge nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpüG-AngVO, und
- (iii) Untersuchung ausgewählter Liquiditätskennzahlen.

201 Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die Analysen der Bewertungsgutachterin überprüft. Hierzu haben wir zunächst die Entwicklung des Börsenkurses der PharmaSGP Holding SE (Abschnitt 3.3.1) und die von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Zeiträume für die Bildung eines durchschnittlichen Börsenkurses sowie die Durchschnittsbildung (Abschnitt 3.3.2) überprüft. Anschließend haben wir die Anwendbarkeit des Börsenkurses als Bewertungsmethode im vorliegenden Fall untersucht (Abschnitt 3.3.3).

202 Die Bewertungsgutachterin hat auf eine gesonderte Anwendung der Kriterien des IDW ES 17 zur Ermittlung der Abfindung (siehe Abschnitt 3.3.3) verzichtet.

203 Unsere Beurteilung basiert i.W. auf den Kriterien des IDW ES 17, wobei nach unserem Verständnis die aus der Rechtsprechung abgeleiteten Kriterien zum Börsenkurs – mit Ausnahme der Ampellogik – zum IDW ES 17 im Wesentlichen vergleichbar sind (siehe Abschnitt 3.3.3).³⁵ Der Standardentwurf beinhaltet eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung. Der FAUB hat die Empfehlung zur Anwendung des Standardentwurfs ausgesprochen.

3.3.1 Entwicklung des Börsenkurses

204 Die Aktie der Gesellschaft war unter der ISIN DE000A2P4LJ5 an der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (*Prime Standard*) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Darüber hinaus wurden die Aktien der PharmaSGP Holding SE zum Handel in den Freiverkehr an den Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart einbezogen. Die Aktien der PharmaSGP konnten auch über die elektronischen Handelssysteme XETRA, Quotrix, gettex sowie über Tradegate Exchange und außerbörslich über Lang & Schwarz TradeCenter und Baader Trading gehandelt werden.

205 Am 10. Juni 2025 wurde das beabsichtigte Delisting der Aktien der PharmaSGP Holding SE bekannt gegeben. Mit Ablauf des 11. August 2025 wurde der Handel mit den PharmaSGP-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Die Aktie wird aber weiterhin mit vergleichsweise geringen Handelsumsätzen im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt.

206 Kursverlauf und Handelsvolumina der Aktien der Gesellschaft für den Zeitraum Januar 2023 bis Ende Juli 2025 sind in der nachstehenden Abbildung dargestellt.

³⁴ Bewertungsgutachten, Rn. 376.

³⁵ Vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 m.w.N.

Abbildung 8: Kursverlauf und Handelsvolumina der Aktien der PharmaSGP Holding SE im Zeitraum vom Januar 2023 bis Juli 2025



Quelle: Bloomberg; www.ir.pharmasgp.com; A&M Analyse.

207 Wie aus der Abbildung ersichtlich wird, zeigte der Aktienkurs bis zur Ankündigung des Delisting-Erwerbsangebots der FUTRUE GmbH am 10. Juni 2025 abwechselnde Auf- und Abwärtsbewegungen auf. Am Anfang der betrachteten Periode lag der Aktienkurs bei EUR 25,80³⁶, während er am 9. Juni 2025 – dem Tag vor der Mitteilung des Delisting-Erwerbsangebots und der Ankündigung über die feste Absicht zur Durchführung eines Squeeze-outs³⁷ – auf EUR 27,80 anstieg. Die Schwankungen des Aktienkurses im Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis Ende Juli 2025 lagen in einer Bandbreite von EUR 18,10 bis EUR 30,00.

208 Weiterhin geht aus der Abbildung hervor, dass der Aktienkurs der PharmaSGP auf Gerüchte über einen bevorstehenden Squeeze-out reagierte³⁸: Am 9. Mai 2025 veröffentlichte PharmaSGP gemäß §40 Abs. 1 WpHG eine Stimmrechtsmitteilung, aus der hervorging, dass die Union Investments Privatfonds GmbH ihre zuletzt gemeldete Beteiligung von 5,39% an der Gesellschaft vollständig veräußert hat.³⁹ Am 9. Mai, dem Tag der Stimmrechtsmitteilung, stieg der Aktienkurs der PharmaSGP um 7,20% im Vergleich zum Schlusskurs des Vortags auf EUR 26,80 an und stieg bis zum 14. Mai 2025 weiter auf EUR 27,80 an. Infolge der Ankündigung des Delisting-Erwerbsangebots und der Ankündigung über die feste Absicht zur Durchführung eines Squeeze-outs am 10. Juni 2025 stieg der Kurs weiter um 3,60% im Vergleich zum Schlusskurs des Vortags auf EUR 28,80 an. Danach verharrte der Aktienkurs bis zur Bekanntgabe des formellen Verlangens der FUTRUE GmbH auf Durchführung eines Squeeze-out am 24. Juli 2025 knapp über dem Niveau des Delisting-Erwerbsangebots von EUR 28,00 und unterlag nur geringfügigen Schwankungen.

3.3.2 Relevanter Zeitraum und Durchschnittsbildung

209 Am 10. Juni 2025 verkündete die PharmaSGP Holding SE per Ad-hoc Mitteilung den Abschluss einer Delisting-Vereinbarung sowie die darin enthaltene Verpflichtung der FUTRUE GmbH, das Delisting-Angebot zu unterbreiten. Im Zusammenhang mit der Delisting-Vereinbarung hat die FUTRUE GmbH ferner ihre feste Absicht mitgeteilt, im Anschluss an den Vollzug des Delisting-Angebots, jeweils in Kooperation mit der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH, einen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP im Sinne des § 327a AktG (ggf. in Verbindung mit § 62 Abs. 5 UmwG) durchzuführen. Zum Zeitpunkt der

³⁶ Quelle: hier und folgend XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg.

³⁷ Quelle: PharmaSGP Holding SE, Ad-hoc Mitteilung vom 10. Juni 2025.

³⁸ Die Gerüchte über den bevorstehenden Squeeze-out beziehen sich auf den Artikel der Zeitung APOTHEKE ADHOC vom 9. Mai 2025 mit dem Titel „PharmaSGP vor dem Squeeze-out“, abgerufen am 22. August 2025.

³⁹ Quelle: EQS News, PharmaSGP Holding SE, 9. Mai 2025.

- Bekanntgabe hielt die FUTRUE GmbH zusammen mit der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH insgesamt ca. 89,93% des gesamten Grundkapitals der PharmaSGP, was 93,74% des Grundkapitals und der Stimmrechte nach Abzug der von PharmaSGP als eigene Aktien gehaltenen PharmaSGP-Aktien entspricht.
- 210 Am 24. Juli 2025 übermittelte die FUTRUE GmbH der PharmaSGP Holding SE ein Verlangen gemäß §§ 327a ff. AktG, wonach die Hauptversammlung der PharmaSGP Holding SE über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die FUTRUE GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll.⁴⁰
- 211 Die Bewertungsgutachterin hat für Zwecke der Untergrenze der Abfindung als maßgebliche Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 9. Juni 2025, dem letzten Tag vor der Mitteilung über die feste Absicht der FUTRUE GmbH zur Durchführung eines Squeeze-outs, endet. Zum Zeitpunkt der Ankündigung am 10. Juni hatte die FUTRUE GmbH zusammen mit der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH bereits einen ausreichenden Anteil des Grundkapitals an der PharmaSGP Holding SE, um einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG durchzuführen. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden. Die genannte Vorgehensweise steht in Einklang mit den Vorgaben des BGH in der Stollwerck-Entscheidung⁴¹. Diese Vorgaben wurden in den jüngsten Entscheidungen des BGH zum Börsenkurs erneut wiederholt, wobei der BGH bei der Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses nicht unterscheidet, ob der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung oder als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen wird.⁴²
- 212 Weiterhin hat die Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten den Dreimonatsdurchschnittskurs zum Tag vor der Ankündigung des Verlangens zur Durchführung eines Squeeze-outs der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gemäß §§327a ff. AktG am 24. Juli 2025 dargestellt. Wie eingangs erwähnt, ist für Zwecke der Untergrenze der Abfindung zwar der Zeitpunkt zur festen Absicht zur Durchführung des Squeeze-outs am 10. Juni 2025 maßgeblich. Wir stellen jedoch auch im Einklang mit der Bewertungsgutachterin die Liquiditätskennzahlen für den Dreimonatszeitraum vor dem 24. Juli 2025 dar.
- 213 Gemäß der Rechtsprechung des BGH⁴³ ist der Börsenwert in seiner Funktion als Untergrenze der Abfindung⁴⁴ entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren Zeitraum“. Laut dem Beschluss des OLG Frankfurt vom 27. August 2020, Az. 21 W 59/19, kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe und der Beschlussfassung der Hauptversammlung ein Zeitraum von mehr als sieben Monaten liegt. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 24. Juli 2025 und dem Tag der Hauptversammlung am 31. Oktober 2025 ein kürzerer Zeitraum von weit unter sieben Monaten. In Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin halten wir die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses für nicht erforderlich.
- 214 Die Bewertungsgutachterin hat als Dreimonatsdurchschnittskurs zum 9. Juni 2025 den von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO ermittelten Dreimonatsdurchschnittskurs herangezogen. Dieser beträgt laut dem Schreiben der BaFin vom 1. August 2025 EUR 25,64.⁴⁵ Das Schreiben der BaFin lag uns vor.
- 215 Für den Dreimonatsdurchschnittskurs zum 23. Juli 2025 hat die Bewertungsgutachterin ebenfalls den von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO

⁴⁰ Quelle: PharmaSGP Holding SE, Ad-hoc Mitteilung vom 24. Juli 2025.

⁴¹ BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09, Rn. 10.

⁴² BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, Rn. 16; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, Rn. 32.

⁴³ BGH, Beschluss vom 19.07.2010, Az. II ZB 18/09, Stollwerck-Entscheidung.

⁴⁴ Hierzu s. Abschnitt 3.1.1.

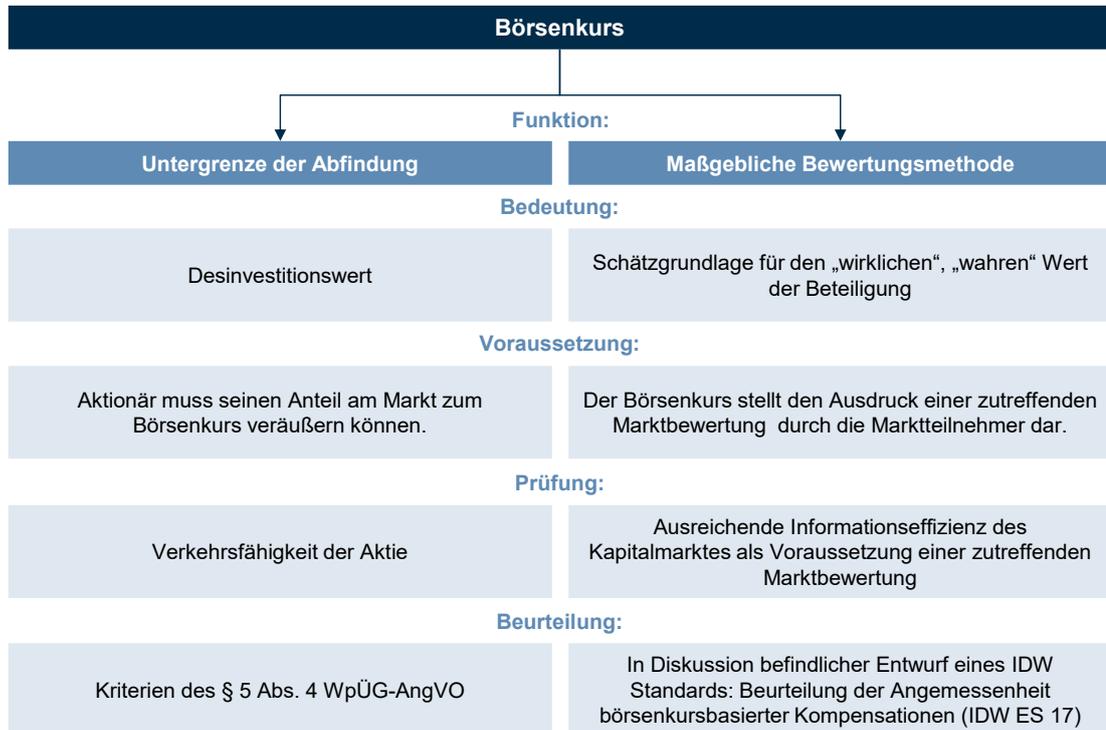
⁴⁵ Schreiben der BaFin vom 1. August 2025, GZ: WA 16-Wp 7005/00008#00015.

ermittelten Dreimonatsdurchschnittskurs herangezogen. Dieser beträgt laut dem Schreiben der BaFin vom 1. August 2025 EUR 28,00. Das Schreiben der BaFin lag uns vor.

3.3.3 Anwendbarkeit des Börsenkurses als Bewertungsmethode

- 216 Die Anforderungen an den Börsenkurs hängen von seiner Funktion im Rahmen der Bewertung ab. Wie aus Abbildung 9 ersichtlich, kann er entweder als Wertuntergrenze der Abfindung oder als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen werden.⁴⁶

Abbildung 9: Börsenkurs: Untergrenze der Abfindung vs. maßgebliche Bewertungsmethode



- 217 Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, stellt er lediglich einen Desinvestitionswert dar. In der Funktion der Untergrenze der Abfindung soll der Börsenkurs nicht unbedingt den „wahren“ Unternehmenswert widerspiegeln. Aus diesem Grund ist auch das Vorliegen eines informationseffizienten Marktes nicht erforderlich. Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, wird lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und das Vorliegen einer Marktengung nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft. Danach liegt eine Marktengung vor, wenn in einem Zeitraum von drei Monaten für die Aktien der Zielgesellschaft Börsenkurse an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.
- 218 Erheblich höhere Anforderungen werden an den Börsenkurs gestellt, wenn dieser als maßgebliche Bewertungsmethode angewendet wird. Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses und eine effektive Informationsbewertung durch den Markt voraus.
- 219 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat Ende Mai 2025 den „Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen“ (IDW ES 17) veröffentlicht. Im Standardentwurf werden für verschiedene Anwendungsfälle, in denen ein Wirtschaftsprüfer die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen zu beurteilen hat, Anforderungen an die Beurteilungskriterien und -handlungen sowie die darauf basierende eigenverantwortliche

⁴⁶ Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 m.w.N.

Gesamtbeurteilung des Wirtschaftsprüfers formuliert. Der Standardentwurf stellt eine in der Literatur diskutierte und noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung dar. Der FAUB hat die Empfehlung zur Anwendung des Standardentwurfs (IDW ES 17) ausgesprochen.

- 220 Gemäß IDW ES 17, Rn. 36, sind die Ergebnisse der im Rahmen der verschiedenen Kriterien durchzuführenden Beurteilungshandlungen mit Ausprägungen in Anlehnung an die Ampellichter zu belegen. Bei grünen Ausprägungen aller Beurteilungskriterien kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.⁴⁷ Sofern mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine gelbe Ausprägung vorliegt, ist die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 i.d.F. 2008 erforderlich, wobei der Wirtschaftsprüfer eigenverantwortlich zu beurteilen hat, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 maßgeblich als „wahrer“ Wert heranzuziehen ist. Liegt mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. In diesem Zusammenhang ist jedoch anzumerken, dass das vom IDW ES 17 vorgeschlagene Ampelschema zur Ableitung einer Gesamtwürdigung nicht Gegenstand der Rechtsprechung zum Börsenkurs ist.
- 221 Obwohl der IDW ES 17 bereits bei einer roten Ausprägung eines Beurteilungskriteriums den Ausschluss des Börsenkurses als alleinigen Maßstab für den „wahren“ Wert vorschreibt, sieht der Standardentwurf keine Möglichkeit vor, die Analyse abzubrechen, sobald eine rote Ausprägung festgestellt wurde. Im Gegensatz dazu hat das OLG Düsseldorf entschieden, dass es bei der Feststellung einer nur eingeschränkten Aktienliquidität auf die Analyse weiterer Aspekte der konkreten Informationsverarbeitung nicht ankommt, da die eingeschränkte Aktienliquidität der Annahme eines aussagekräftigen Börsenkurses entgegensteht.⁴⁸
- 222 Entsprechend den Vorschriften des IDW ES 17 werden im Folgenden sämtliche im Standardentwurf genannten Beurteilungskriterien geprüft, wobei sich die Reihenfolge der Analyse nach der Reihenfolge der Nennung der Kriterien im Standardentwurf richtet.⁴⁹

3.3.3.1 Entwicklung der Anteilseignerstruktur

- 223 Bei der Untersuchung der Anteilseignerstruktur (Aktionärsbasis, Aktionärsstruktur) wird geprüft, ob es Aktionäre gab, die die Geschäfts-, Finanz- sowie Kommunikationspolitik und damit auch den Börsenkurs der Gesellschaft maßgeblich hätten beeinflussen können, oder eine breite Aktionärsbasis vorlag und somit der Aktienkurs durch eine Vielzahl von voneinander unabhängigen Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen gebildet wurde.⁵⁰
- 224 Die Bewertungsgutachterin hat zur Analyse der Anteilseignerstruktur den durchschnittlichen Streubesitzanteil der PharmaSGP Holding SE für den maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor dem 10. Juni 2025 sowie dem Dreimonatszeitraum vor dem 24. Juli 2025 untersucht. Wir haben die Analysen der Bewertungsgutachterin überprüft und im Rahmen unserer Untersuchung die Entwicklung des Streubesitzes sowie der Mehrheitsbeteiligungen im Zeitraum von Juni 2020 bis Ende Juli 2025 sowie die Aktionärsstruktur der PharmaSGP Holding SE vor Ankündigung des Delisting-Angebots untersucht.
- 225 Abbildung 10 zeigt den Verlauf des Streubesitzes von PharmaSGP seit der Erstnotierung der Aktien am 19. Juni 2020 bis Ende Juli 2025.

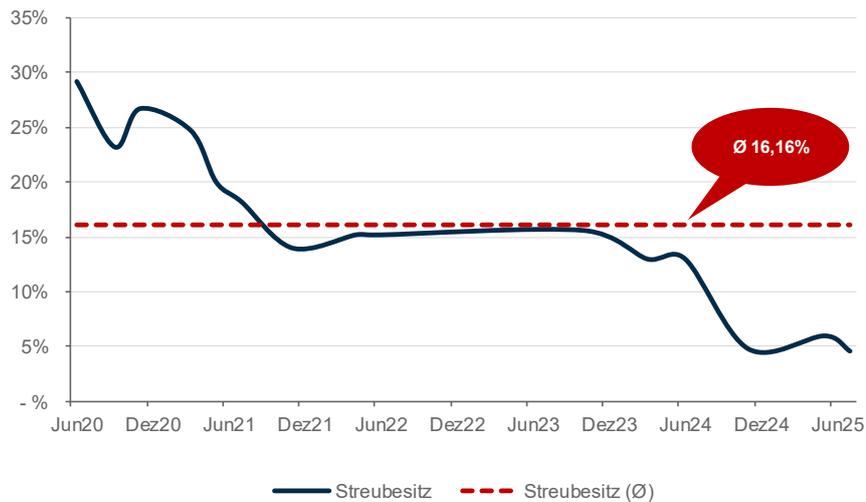
⁴⁷ Hier und folgend IDW ES 17, Rn. 37 – 39.

⁴⁸ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, Az. 26 W 4/21, Leitsatz 5 („net mobile AG“, zit. nach Rechtsprechungsdatenbank NRW). Zur Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses, die die Abbruchmöglichkeiten bei Nichterfüllung einzelner Kriterien vorsieht, s. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 ff.

⁴⁹ Zu den Beurteilungshandlungen und vorzunehmenden Analysen bei der Untersuchung der Kriterien vgl. IDW ES 17, Rn. 40 ff. sowie Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 ff.

⁵⁰ Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 442; IDW ES 17, Rn. 40.

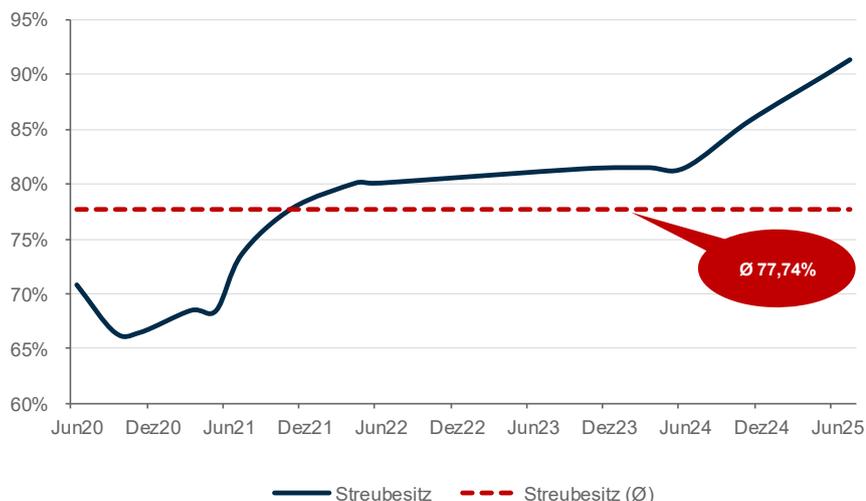
Abbildung 10: Verlauf des Streubesitzes der PharmaSGP vom Zeitraum Juni 2020 bis Ende Juli 2025



Quelle: Unternehmensinformationen; Deutsche Börse; A&M Analyse.

226 Abbildung 11 zeigt die Entwicklung der Anteile der FUTRUE GmbH und der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH an der PharmaSGP seit der Erstnotierung am 19. Juni 2020 bis Ende Juli 2025.

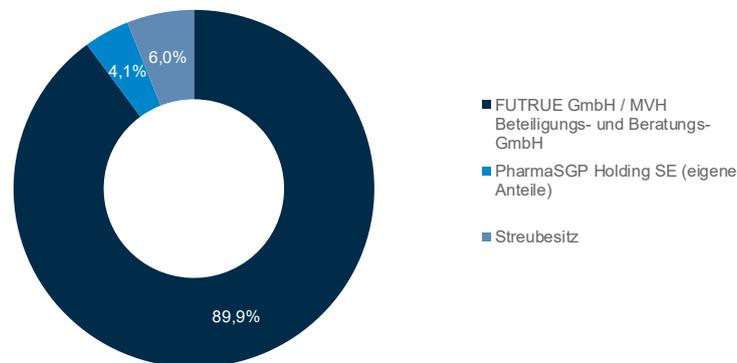
Abbildung 11: Verlauf der Anteile der FUTRUE GmbH und MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH an der PharmaSGP vom Zeitraum Juni 2020 bis Ende Juli 2025



Quelle: Unternehmensinformationen; Deutsche Börse; A&M Analyse.

227 Abbildung 12 zeigt die Aktionärsstruktur der PharmaSGP vor Ankündigung des Delisting-Erwerbsangebots der FUTRUE GmbH und der Ankündigung über die feste Absicht zur Durchführung eines Squeeze-outs am 10. Juni 2025.

Abbildung 12: Aktionärsstruktur der PharmaSGP vor Ankündigung des Delisting-Erwerbsangebots der FUTRUE GmbH und der festen Absicht zur Durchführung eines Squeeze-outs



Quelle: Unternehmensinformationen (Stand Mai 2025).

- 228 Wie aus den Abbildungen ersichtlich wird, wies die PharmaSGP im Betrachtungszeitraum von Juni 2020 bis Juli 2025 eine kontrollierende bzw. ökonomisch dominierende Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner, bestehend aus der FUTRUE GmbH und der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH (zusammen „**Mehrheitseigner**“), auf. Der Anteil der Mehrheitseigner an der PharmaSGP erhöhte sich von 70,83% zum Zeitpunkt der Erstnotierung der PharmaSGP-Aktien am 19. Juni 2020 sukzessive auf 89,90% unmittelbar vor der Ankündigung des Delisting-Erwerbsangebots sowie der festen Absicht zur Durchführung eines Squeeze-outs am 10. Juni 2025. Über den gesamten Betrachtungszeitraum von Juni 2020 bis Ende Juli 2025 lag der durchschnittliche Anteil der Mehrheitseigner an der PharmaSGP bei 77,74%. Entsprechend verringerte sich der Streubesitz im selben Zeitraum von 29,17 % zum Zeitpunkt der Erstnotierung auf 6,00% am 10. Juni 2025. Der durchschnittliche Streubesitzanteil im Betrachtungszeitraum betrug 16,16%.
- 229 Neben dem Streubesitz hielten im Betrachtungszeitraum von Juni 2020 bis Ende Juli 2025 zeitweise auch die Union Investment Privatfonds GmbH, die Swedbank Robur Fonder AB, die Grandeur Peak Global Advisory LLC sowie die Legal & General Group Plc (zusammen „**Minderheitseigner**“) Anteile an der PharmaSGP. Die Beteiligungsquote der jeweiligen Minderheitseigner überschritt ausweislich der von der Gesellschaft veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen zu keinem Zeitpunkt des Betrachtungszeitraums 5,39%.
- 230 In ökonomisch dominierten Situationen kann nicht ohne Weiteres angenommen werden, dass der Preisbildungsprozess unbeeinflusst von der dominierenden Stellung eines oder mehrerer Mehrheitsaktionäre erfolgt.⁵¹ Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass grundsätzlich ein abstraktes Risiko der Beeinflussung des Börsenkurses durch die reine Existenz eines Mehrheitsaktionärs gesehen werden kann; Hinweise auf eine tatsächliche Beeinflussung des Börsenkurses liegen uns im vorliegenden Fall nicht vor.

3.3.3.2 Untersuchung der Verkehrsfähigkeit und der Liquidität der Aktie

Verkehrsfähigkeit

- 231 Die Verkehrsfähigkeit der Aktie wird unabhängig von der Funktion des Börsenkurses untersucht. Hierzu wird nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft, ob eine Marktenge vorliegt. Damit lässt sich lediglich beurteilen, ob die Minderheitsaktionäre innerhalb des maßgeblichen Referenzzeitraums ihre Aktien zum Börsenkurs veräußern konnten.⁵²

⁵¹ Vgl. IDW ES 17, Rn. 29.

⁵² Vgl. OLG München, Beschluss vom 09.04.2021, Az. - 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Rn. 39 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017, Az. 12 W 1/17, Rn. 38 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015, Az. 12a W 5/15, Rn. 35 ff.; Land/Hallermayer: Grenzen der Bedeutung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung im Rahmen von Strukturmaßnahmen, in: AG 2015, S. 662.

- 232 Die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO dienen – auch gemäß IDW ES 17, Rn. 41, – als Ausschlusskriterien: Wird eine Marktenge festgestellt, muss der Börsenkurs nicht die Untergrenze der Abfindung bilden und kann auch nicht als Bewertungsmethode herangezogen werden.⁵³
- 233 Wir haben die Analyse der Verkehrsfähigkeit (und die anschließende Analyse der Liquidität) der Aktie der PharmaSGP Holding SE für unterschiedliche Zeiträume durchgeführt:
- (i) den maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor der Mitteilung über die feste Absicht der FUTRUE GmbH am 10. Juni 2025, im Anschluss an den Vollzug Delisting-Angebots einen Squeeze-out durchzuführen
- sowie – zu Vergleichszwecken –
- (ii) den von der Bewertungsgutachterin zusätzlich analysierte Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung des Verlangens zur Durchführung eines Squeeze-outs am 24. Juli 2025,
 - (iii) den Fünfjahreszeitraum vor der Mitteilung über die feste Absicht der FUTRUE GmbH am 10. Juni 2025, im Anschluss an den Vollzug Delisting-Angebots einen Squeeze-out durchzuführen, wobei dieser Zeitraum über fünf Ein-Jahresscheiben abgedeckt wurde
- und
- (iv) den Sechsmonatszeitraum vor der Mitteilung über die feste Absicht der FUTRUE GmbH am 10. Juni 2025, im Anschluss an den Vollzug Delisting-Angebots einen Squeeze-out durchzuführen, um in Anlehnung an IDW ES 17, Rn. 41, das Vorliegen der Marktenge nach den analogen Kriterien des §39 Abs. 3 S. 4 BörsG für den dieser Vorschrift zugrunde liegenden Zeitraum zu prüfen.⁵⁴
- 234 Die Ergebnisse unserer Analyse sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 5: Analyse der Verkehrsfähigkeit der PharmaSGP-Aktie⁵⁵

Kriterium	Einheit	3 Monate		Jahresscheiben (chronologisch absteigend)						6 Monate
		von:	24.04.25	10.06.24	10.06.23	10.06.22	10.06.21	19.06.20*	10.12.24	
Analysierter Zeitraum	von:	10.03.25	24.04.25	10.06.24	10.06.23	10.06.22	10.06.21	19.06.20*	10.12.24	
	bis:	09.06.25	23.07.25	09.06.25	09.06.24	09.06.23	09.06.22	09.06.21	09.06.25	
VERKEHRSFÄHIGKEIT DER AKTIE										
Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO										
Handelstage mit Handel	%	86%	88%	88%	77%	99%	96%	96%	88%	
Anzahl der Kurssprünge von +/- 5%	-	2	1	8	10	14	16	23	5	
davon nacheinander	-	-	-	-	-	2	5	9	-	
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO		keine Marktenge	keine Marktenge	keine Marktenge	keine Marktenge	keine Marktenge	keine Marktenge	keine Marktenge	keine Marktenge	

Anmerkung: (*) Aufgrund der Erstnotierung der PharmaSGP-Aktien am 19. Juni 2020.

- 235 Wie aus Tabelle 5 ersichtlich wird, wurden die Aktien der PharmaSGP Holding SE im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 10. März 2025 bis 9. Juni 2025 an 86% der Börsentage gehandelt. In den weiteren betrachteten Perioden wurde die Aktie der Pharma SGP Holding SE zwischen 77% und 99% der Börsentage gehandelt. Somit sind die Ausschlusskriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO sowohl im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 10. März 2025 bis 9. Juni 2025 als auch in den weiteren betrachteten Perioden nicht erfüllt⁵⁶ und die Aktie war verkehrsfähig. Wir erachten die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass im vorliegenden Bewertungsfall keine Marktenge nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vorliegt und der umsatzgewichtete Börsenkurs als Indikator für die Untergrenze der Abfindung angesehen werden kann.

⁵³ Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 f.

⁵⁴ Der Sechsmonatszeitraum wurde ausschließlich bei der Analyse der Verkehrsfähigkeit der Aktie herangezogen.

⁵⁵ Quelle: Bloomberg auf Basis von XETRA-Tagesschlusskursen, eigene Analysen.

⁵⁶ Bei Ein-Jahresscheiben haben wir die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO analog zu einem Dreimonatszeitraum angewendet.

Liquidität der Aktie

- 236 Die Liquidität im Börsenhandel bezieht sich auf die Handelbarkeit eines Wertpapiers und beschreibt, in welchem Maß ein Wertpapier jederzeit ver- und gekauft werden kann.⁵⁷ Im Kontext der Unternehmensbewertung wird die Liquidität i.d.R. anhand der folgenden quantitativen Kennzahlen gemessen:⁵⁸
- (i) die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
 - (ii) das Handelsvolumen,
 - (iii) der Handelsumsatz,
 - (iv) der Streubesitz (Free Float),
 - (v) das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz,
 - (vi) die Handelsquote sowie
 - (vii) die Geld-Brief-Spannen (Bid-Ask-Spreads).
- 237 Die Bewertungsgutachterin hat zur Analyse der Aktienliquidität der PharmaSGP Holding SE das durchschnittliche Handelsvolumen, den durchschnittlichen Handelsumsatz sowie die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor dem 10. Juni 2025 sowie dem Dreimonatszeitraum vor dem 24. Juli 2025 untersucht. Wir haben die Aktienliquidität der PharmaSGP Holding SE anhand eigener Untersuchungen überprüft.
- 238 Die wichtigsten Kennzahlen zur Analyse der Aktienliquidität der PharmaSGP Holding SE sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 6: Analyse der Liquidität der PharmaSGP Holding SE-Aktie⁵⁹

Kriterium	Einheit	CDAX*	MDAX*	3 Monate	Jahresscheiben (chronologisch absteigend)					
Analysierter Zeitraum	von:	10.03.25	10.03.25	10.03.25	24.04.25	10.06.24	10.06.23	10.06.22	10.06.21	19.06.20**
	bis:	09.06.25	09.06.25	09.06.25	23.07.25	09.06.25	09.06.24	09.06.23	09.06.22	09.06.21
AUSGEWÄHLTE KRITERIEN ZUR ANALYSE DER AKTIENLIQUIDITÄT										
Handelstage										
Mögliche Handelstage	Tage	63	63	63	64	253	254	257	257	247
Handelstage mit Handel in % der möglichen Handelstage	Tage %	63 100%	63 100%	54 86%	56 88%	223 88%	195 77%	254 99%	247 96%	238 96%
Tägliches Handelsvolumen										
Durchschnitt	Stück	429.917	856.721	920	4.505	919	596	1.152	1.645	4.121
Median	Stück	16.328	337.855	487	1.579	507	388	762	1.074	1.904
Täglicher Handelsumsatz										
Durchschnitt	TEUR	18.889	17.325	24	126	22	14	30	38	110
Median	TEUR	294	11.659	12	41	12	9	20	25	47
Streubesitz (Free Float)										
Ø-Streubesitz in % der ausst. Aktien	%	47,41%	59,89%	5,31%	5,91%	8,30%	14,78%	15,20%	16,00%	25,52%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote										
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,40%	0,63%	0,14%	0,64%	0,09%	0,03%	0,06%	0,09%	0,13%
Handelsquote	%	0,18%	0,39%	0,01%	0,04%	0,01%	0,00%	0,01%	0,01%	0,03%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)										
Durchschnitt	%	3,61%	0,34%	2,24%	1,62%	2,31%	2,37%	2,15%	2,35%	2,13%
Median	%	0,92%	0,31%	2,23%	1,47%	2,32%	2,49%	2,25%	2,30%	1,90%

Anmerkung: (*) Es wurden zunächst die Durchschnittswerte aller CDAX/MDAX-Unternehmen ermittelt, die danach - in Abhängigkeit von der Bezeichnung jeweilige Zeile - entweder zum Durchschnitt oder zum Median verdichtet wurden.

(**) Aufgrund der Erstnotierung der PharmaSGP-Aktien am 19. Juni 2020.

- 239 Für die genannten Kennzahlen existieren nicht immer anerkannte Schwellenwerte zur Einstufung der Aktie als liquide oder illiquide. Zur Einschätzung der wichtigsten Kennzahlen haben wir sie – in Einklang mit IDW ES 17, Rn. 41, – den Werten der MDAX-Unternehmen gegenübergestellt, die in der dunkelblauen Spalte der Tabelle 6 aufgeführt sind. Der Vergleich

⁵⁷ Vgl. Gruppe Deutsche Börse: Börsenlexikon: Liquidität, abrufbar unter <https://deutsche-boerse.com>, abgerufen am 08.08.2025.

⁵⁸ Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 439 ff. m.w.N.

⁵⁹ Quelle: Bloomberg auf Basis von XETRA-Tagesschlusskursen; S&P Capital IQ, Ad hoc-Mitteilungen der PharmaSGP Holding SE; Geschäfts-, Halbjahres-, und Quartalsberichte der PharmaSGP Holding SE für die Geschäftsjahre 2020 bis 2024; Informationen zum öffentlichen Delisting-Erwerbsangebot der FUTRUE GmbH an die Aktionäre der PharmaSGP Holding SE auf der Internetseite www.futtrue-offer.com/de.

der Liquiditätskennzahlen der Aktie der PharmaSGP Holding SE mit denen der MDAX-Unternehmen zeigt, dass die Aktie der Gesellschaft – gemessen an sämtlichen Liquiditätskennzahlen – deutlich illiquider als die Aktien der MDAX-Unternehmen ist.

240 Ferner haben wir die Liquiditätskennzahlen der Aktie der PharmaSGP Holding SE mit denen der CDAX-Unternehmen verglichen. Der Vergleich zeigt, dass die Aktie der Gesellschaft – gemessen an Handelsvolumen, -umsatz und -quote – deutlich illiquider als die Aktien der CDAX-Unternehmen ist. Zudem liegt der Median der Geld-Brief-Spanne der CDAX-Unternehmen im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor dem 10. Juni 2025 deutlich unter derjenigen der Gesellschaft.⁶⁰

241 Im nächsten Schritt haben wir die ausgewählten Liquiditätskennzahlen der Aktie der PharmaSGP Holding SE soweit möglich mit den Werten aus den Entscheidungen der jüngsten Rechtsprechung verglichen, in denen der BGH und/oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben: Beherrschungsvertrag zwischen der TLG Immobilien AG und der WCM AG („**TLG/WCM**“),⁶¹ Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei Kabel Deutschland Holding AG („**KDH**“),⁶² verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei ISRA Vision AG („**ISRA Vision**“)⁶³ sowie verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei AKASOL AG („**AKASOL**“).⁶⁴ Dieser Vergleich ist in Tabelle 7 dargestellt.⁶⁵

⁶⁰ Der Durchschnittswert der Geld-Brief-Spannen beim CDAX ist durch illiquide Unternehmen des Indexes signifikant nach oben verzerrt. Der Medianwert der Geld-Brief-Spanne ist gegenüber dieser Verzerrung robust, weshalb wir auf den Median für Zwecke des Vergleichs der Liquiditätskennzahlen abgestellt haben (vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 441 f.).

⁶¹ BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

⁶² BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

⁶³ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

⁶⁴ OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.05.2025, Az. 21 W 59/23.

⁶⁵ Wir weisen darauf hin, dass die Bezugsräume für die ermittelten Liquiditätskennzahlen in den Gerichtsentscheidungen nicht immer genannt werden. Die Liquiditätskennzahlen der TLG/WCM, KDH und ISRA Vision, die für die maßgeblichen Dreimonatszeiträume vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt wurden, können der folgenden Quelle entnommen werden: Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 436 f.

Tabelle 7: Vergleich der Liquiditätskennzahlen der PharmaSGP Holding SE mit Referenzwerten in der jüngsten Rechtsprechung zum Börsenkurs

Kriterium/ Kennzahl	TLG / WCM				AKASOL	PharmaSGP
	TLG	WCM	KDH	ISRA Vision		
Zeitraum	Bezugsperioden teilweise nicht genannt				3 Monate vor Bekanntgabe	3 Monate vor Bekanntgabe
Teil eines bedeutsamen Aktienindex ⁶⁶	✓ SDAX	✓ SDAX ⁶⁷	✓ MDAX	✗ ⁶⁸	✗	✗
Handelstage in % der Börsentage ⁶⁹	100%	100%	100%	100%	100%	86%
Streubesitz	über 70% (2 Jahre)	Ø 75% (2 Jahre)	85,9% - 90,6%	7,8%	23%	5,3%
Ø tägl. Handelsvolumen (Stück)	rd. 100.000	329.000	163.316 – 504.006	15.000	5.400	920
Ø tägl. Handelsumsatz (TEUR)	n/a	n/a	9.374 – 42.634	n/a	647	24
Ø Geld-Brief-Spanne	0,27%	0,37%	0,3% - 0,4%	0,74% (2 Jahre) / „deutlich unter 1%“ (3 Monate) ⁷⁰	0,45%	2,24%
Beurteilung der Liquidität durch das Gericht	Sehr hoch	Hoch	Hoch	„hinreichend“, „ausreichend“, „zwar zufriedenstellend(...), aber nicht optimal(...)“	„ausreichend“, „zwar zufriedenstellend(...), aber nicht optimal(...)“	n/a

242 Wie aus der Tabelle ersichtlich wird, weisen die Aktien der PharmaSGP Holding SE – gemessen an Handelsvolumen, Handelsumsatz und an Geld-Brief-Spannen – eine wesentlich geringere Liquidität als die Aktien von TLG/WCM und KDH auf, bei denen die Gerichte eine hohe bis sehr hohe Aktienliquidität festgestellt haben.

243 Ebenso weisen die Aktien der PharmaSGP Holding SE eine deutlich geringere Liquidität als die Aktien der ISRA Vision AG oder der Akasol AG auf, deren Aktienliquidität vom OLG Frankfurt als „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend (...), jedoch nicht als „optimal (...“ eingestuft wurde.⁷¹

244 In der Rechtsprechung wird die Bedeutung der relativen Geld-Brief-Spannen hervorgehoben. Die relative Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen. Bei engen Spannen ist die Liquidität der Aktie hoch und die Transaktionskosten sind niedrig. Bei großen Geld-Brief-Spannen sind die Transaktionskosten hoch und der Börsenkurs reagiert träge auf Kapitalmarktinformationen.

245 Vor dem Hintergrund der hohen Bedeutung, die die Gerichte der relativen Geld-Brief-Spannen beimessen, haben wir die Geld-Brief-Spannen der PharmaSGP Holding SE mit den weiteren Referenzwerten aus der Rechtsprechung verglichen. So ist laut Rechtsprechung des LG München I bei Geld-Brief-Spannen unter 1% die Liquidität der Aktie üblicherweise zu bejahen⁷² bzw. es kann bei einer Geld-Brief-Spanne von maximal 1,25% von einer liquiden Aktie ausgegangen werden.⁷³ Ferner wurde in den Entscheidungen verschiedener Gerichte (v.a. im Zusammenhang mit der Ermittlung der Aussagekraft des unternehmenseigenen Betafaktors)

⁶⁶ Die Angaben zum Aktienindex basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

⁶⁷ Notierung im SDAX bis zum 18.09.2017 und somit 11 Tage vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme.

⁶⁸ Am 08.05.2020 und somit nur wenige Tage nach Beginn des Dreimonatszeitraums vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden die Aktie der Isra Vision AG aus dem SDAX und aus dem TecDAX infolge der Verringerung des Streubesitzes nach der Übernahme genommen.

⁶⁹ Die Angaben zu den Handelstagen basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

⁷⁰ Nach unserer Analyse anhand von XETRA-Werten beträgt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der ISRA Vision im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme 0,46%.

⁷¹ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22; OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.05.2025, Az. 21 W 59/23, Beschlusstext, S. 15.

⁷² LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

⁷³ LG München I, Beschluss vom 30.05.2018, Az. 5 HK O 10044/16.

kein hinreichend liquider Handel bei den Geld-Brief-Spannen von 1,56%⁷⁴, 1,59%⁷⁵, 1,60%⁷⁶, 1,63%⁷⁷, 1,70%⁷⁸, 1,86%⁷⁹, 1,88%⁸⁰ gesehen.⁸¹ Zum Teil führten Gerichte auch aus, dass erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität von Aktien bei einer deutlich über 2,00%⁸² liegenden Geld-Brief-Spannen gesehen werden. Es sei anzumerken, dass die angegebenen Werte keine Schwellenwerte repräsentieren, sondern die Ausprägungen der Geld-Brief-Spannen in konkreten entschiedenen Fällen darstellen, zu deren Höhe die Gerichte Stellung genommen und keinen hinreichend liquiden Handel vorgefunden haben.

246 Wie aus Tabelle 6 hervorgeht, lag die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der PharmaSGP Holding SE sowohl im maßgeblichen Dreimonatszeitraum als auch in sämtlichen zusätzlich betrachteten Zeiträumen über dem Schwellenwert, ab dem das LG München I nicht mehr von einer liquiden Aktie ausgeht. Weiterhin lag die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne in sämtlichen Zeiträumen über den in Tz. 245 genannten Entscheidungen verschiedener Gerichte, bei denen kein hinreichend liquider Handel gesehen wurde.

247 Im Ergebnis führt die Untersuchung der Aktienliquidität der PharmaSGP Holding SE zu folgenden Schlussfolgerungen:

- (i) Sämtliche Liquiditätskennzahlen deuten auf eine geringere Liquidität der Aktien der PharmaSGP Holding SE im Vergleich zu den MDAX-Unternehmen sowie zu TLG/WCM und KDH hin, bei denen von einer hohen Aktienliquidität ausgegangen werden kann. Weiter deuten sämtliche Liquiditätskennzahlen der PharmaSGP-Aktien auf eine geringere Liquidität im Vergleich zu ISRA Vision und AKASOL hin. In den Fällen der ISRA Vision und AKASOL erachtete das OLG Frankfurt die Liquidität der Aktien der genannten Gesellschaften für „zufriedenstellend (...), aber nicht optimal (...)“.
- (ii) Die in Teilen der Rechtsprechung genannten Schwellenwerte für die Geld-Brief-Spannen bei hinreichend liquiden Aktien i.H.v. 1,25% oder niedriger werden in der maßgeblichen Dreimonatsreferenzperiode sowie in sämtlichen zusätzlich betrachteten Zeiträumen überschritten.

3.3.3.3 Analyse der Marktabdeckung

248 Im Rahmen der Analyse der Marktabdeckung wurde die Analysten-Coverage der Gesellschaft untersucht.

249 Die Aktie der PharmaSGP Holding SE wurde von qualifizierten Wertpapieranalysten bewertet. Sie befand sich in der Coverage von zwei Analysten: Berenberg und RBC Europe Limited. Wir haben die von den Analysten abgegebenen Prognosen zu den wichtigsten Kennzahlen der Gesellschaft miteinander verglichen. Hierzu wurden die letzten uns zur Verfügung stehenden Prognosen von Berenberg aus Oktober 2024 und RBC Europe Limited aus April 2025 und September 2024 herangezogen.⁸³ Die Ergebnisse dieser Analyse sind in Tabelle 8 dargestellt.

⁷⁴ OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2015, Az. 21 W 26/13.

⁷⁵ LG München I, Beschluss vom 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15.

⁷⁶ LG München I, Beschluss vom 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15.

⁷⁷ LG München I, Beschluss vom 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15.

⁷⁸ LG Stuttgart, Beschluss vom 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH.

⁷⁹ LG München I, Beschluss vom 25.04.2016, Az. 5 HK 9122/14

⁸⁰ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018, Az. 26 W 20/14; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2015, Az. 21 W 26/13.

⁸¹ Zur Beurteilung der Geld-Brief-Spannen in der Rechtsprechung vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 449 f.

⁸² OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28.11.2022, Az. I-26 W 4/21, Rn. 56.

⁸³ Da RBC Europe Limited Analystenprognosen lediglich für das erste Prognosejahr bereitstellt, haben wir für die Analyse sowohl die Prognose für 2024 (Bericht vom 12. September 2024) als auch die Prognose für das Geschäftsjahr 2025 (Bericht vom 15. April 2025) herangezogen.

Tabelle 8: Kennzahlen der Gesellschaft gemäß den Analystenprognosen⁸⁴

in EUR Mio.		Prognosen für 2024			Prognosen für 2025			Prognosen für 2026			
Zeile	Datum	Umsatz	EBITDA	EBIT	Umsatz	EBITDA	EBIT	Umsatz	EBITDA	EBIT	
(1)	Erzieltes Ergebnis / Business Plan	118,8	37,1	27,6	137,8	36,5	27,0	147,8	37,5	27,4	
(2)	RBC Europe Limited	15/04/2025	N/A	N/A	N/A	123,4	39,0	N/A	N/A	N/A	
	Abweichung von Zeile (1)		N/A	N/A	N/A	(10,5%)	6,8%	N/A	N/A	N/A	
(3)	Berenberg	01/10/2024	113,5	36,0	26,6	122,7	40,4	31,0	132,8	45,3	35,9
	Abweichung von Zeile (1)		(4,5%)	(3,0%)	(3,6%)	(11,0%)	10,7%	14,9%	(10,1%)	20,9%	31,0%
(4)	RBC Europe Limited	12/09/2024	111,9	36,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
	Abweichung von Zeile (1)		(5,8%)	(0,5%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

250 Die Tabelle verdeutlicht, dass die Analystenprognosen für das Jahr 2024 und 2025 eine relativ geringe Spannweite beim Umsatz und EBITDA aufweisen, was die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung erhöht.⁸⁵

251 Des Weiteren haben wir die Genauigkeit der letzten von den Analysten abgegebenen Prognosen analysiert. Hierzu haben wir die Prognosen vom November 2024 den tatsächlich erzielten Ergebnissen gegenübergestellt. Aus Tabelle 8 geht hervor, dass die abgegebenen Prognosen für die Ergebnisse im Geschäftsjahr 2024 beim EBITDA eine angemessene bis hohe Genauigkeit aufwiesen. Bei den Umsatzerlösen betrug die durchschnittliche Abweichung von den tatsächlich erzielten Umsatzerlösen (5,1)%.

252 Ferner haben wir die Analystenprognosen für die wichtigsten Kennzahlen mit den Kennzahlen gemäß der Unternehmensplanung der Gesellschaft verglichen.⁸⁶ Aus Tabelle 8 folgt, dass die Analystenschätzungen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 nicht den Erwartungen des Managements entsprechen. Die abgegebenen Prognosen für die Umsatzerlöse weisen im Jahr 2025 eine durchschnittliche Abweichung von (10,7)% auf. Für das Geschäftsjahr 2026 weicht die abgegebene Prognose der Umsatzerlöse von Berenberg um (10,1)% von der Unternehmensplanung der Gesellschaft ab. Beim EBITDA liegt die durchschnittliche Abweichung der Analystenprognosen im Geschäftsjahr 2025 bei 8,8%, wobei die Schätzung von Berenberg für das Geschäftsjahr 2026 um 20,9% von der Unternehmensplanung der Gesellschaft abweicht. Die Abweichungen erhöhen sich insbesondere beim EBIT, wobei die abgegebene Prognose von Berenberg eine Abweichung von 14,9% im Geschäftsjahr 2025 und 31,0% im Geschäftsjahr 2026 aufweist.

253 Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Analysten-Coverage der Gesellschaft im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung des Übernahmeangebots mit lediglich einem veröffentlichten Analystenbericht als unzureichend einzustufen ist. Weiterhin weichen die Analystenprognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 deutlich von den Erwartungen des Managements ab und weisen auf eine mangelnde Prognosegüte der Schätzungen hin.

3.3.3.4 Umfang der Berichterstattung

254 Eine zeitnahe und ausgiebige Informationsbereitstellung reduziert Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmensmanagement und den Marktteilnehmern und erhöht die Markteffizienz. Im Rahmen der Analyse der Informationsverfügbarkeit haben wir die Erfüllung der Informationspflichten durch die PharmaSGP Holding SE untersucht.

255 Die Aktien der PharmaSGP Holding SE waren bis zum Delisting am 11. August 2025 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Unternehmen im Prime Standard erfüllen hohe, deutlich über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinausgehende Transparenzanforderungen.

⁸⁴ Quelle: 83Reynolds-Clark (RBC Europe Limited): PharmaSGP Holding SE: Q4 2024 results ahead of expectations; FY2025 guidance in line, Bericht vom 15. April 2025; Orgonas (Berenberg): PharmaSGP Holding SE: Strong H1 growth unacknowledged in price, Bericht vom 01. Oktober 2024; Reynolds-Clark (RBC Europe Limited): PharmaSGP Holding SE: Q2 results: guidance reiterated; share buy-back announced, Bericht vom 12. September 2024.

⁸⁵ IDW ES 17, Rn. 42.

⁸⁶ Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 442.

256 Unter Berücksichtigung der von uns durchgeführten Analysen erachten wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin für sachgerecht, dass die gesetzlichen Veröffentlichungspflichten der Gesellschaft eingehalten wurden.⁸⁷

3.3.3.5 Stichtagsprinzip und Analyse der Aktualität des Aktienkurses

257 Bei der Anwendung des Börsenkurses als Bewertungsmethode soll sichergestellt werden, dass die Verhältnisse der Gesellschaft am Bewertungsstichtag im Börsenkurs widergespiegelt sind. Dieser Grundsatz ist im IDW ES 17, Rn. 44, unter dem Stichtagsprinzip verankert.

258 Gemäß der Rechtsprechung des BGH beruht die Anwendung des Börsenwerts als Bewertungsmethode auf der Annahme, „dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt“.⁸⁸

259 Gemäß der Rechtsprechung des OLG München steht eine nicht mehr hohe Aktualität der Börsenkurse „einer marktorientierten Betrachtung aber nicht per se entgegen, (...) [wenn] keinerlei Hinweise dafür bestehen, dass der Börsenkurs zum jeweiligen Referenzzeitraum nicht mehr als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens gewertet werden könnte“.⁸⁹

260 Das OLG Frankfurt betont in seiner Entscheidung vom 26. April 2021, Az. 21 W 139/19, dass für eine Heranziehung der Börsenkurse zur Bewertung im entschiedenen Fall u.a. eine hohe Aktualität der Kurse aufgrund des nur sehr geringen Zeitraums von weniger als zwei Monaten zwischen der Ankündigung des beabsichtigten Unternehmensvertrags und dem relevanten Bewertungsstichtag gesprochen hat.

261 Zur Beurteilung des Kriteriums „Stichtagsprinzip“ haben wir untersucht, ob die Ereignisse nach Ankündigung der Strukturmaßnahme gegen die Annahme sprechen, dass der Dreimonatsdurchschnittskurs zum 9. Juni 2025 die wirtschaftlichen Verhältnisse und den wahren Wert der Gesellschaft auch am Bewertungsstichtag angemessen abbildet.

262 Wie in Abschnitt 3.4.1 dargestellt wird, ist die bereinigte EBITDA-Marge der Gesellschaft im ersten Halbjahr 2025 auf 25,3% zurückgegangen (Rückgang von 3,6 Prozentpunkten bzw. um 12,5% im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr). Nach unserem Kenntnisstand wurde die Erwartungshaltung der rückläufigen Profitabilität erst nach Ankündigung der Strukturmaßnahme am 10. Juni 2025 kommuniziert.

263 Die Unternehmensplanung (siehe Abschnitt 3.4.4) sieht mittelfristig einen Rückgang der EBITDA-Marge bis in das Jahr 2027 auf ein Niveau von 24,4% vor. Nach unserem Kenntnisstand wurde diese mittelfristige Erwartung einer rückläufigen Profitabilität auf dieses Niveau erstmalig nach Ankündigung der Strukturmaßnahme kommuniziert.⁹⁰ Die operative Profitabilität der Gesellschaft (i.S. eines deutlich gestiegenen Anteils an Kollagen-Produkten am bisherigen Produktmix) hat sich folglich zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag deutlich verändert.

3.3.3.6 Analyse der Kursbeeinflussung

264 Im Rahmen der Beurteilung des Kriteriums „Kursbeeinflussung“ ist der Betrachtungszeitraum gemäß IDW ES 17, Rn. 45, auf offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung hin zu beurteilen.

265 Hierzu haben wir zunächst analysiert, ob Börsenkursmanipulationen oder Hinweise darauf vorlagen. Unsere Analyse erstreckte sich über den Zeitraum von einem Jahr vor der Ankündigung über die feste Absicht zur Durchführung der Strukturmaßnahme am 10. Juni 2025 und schloss somit die maßgebliche Dreimonatsreferenzperiode ein. Im analysierten

⁸⁷ Wir weisen darauf hin, dass die Prüfung der Einhaltung der Ad-hoc-Publizitätspflichten nach WpHG und MMVO nicht Gegenstand unseres Auftrages waren.

⁸⁸ BGH, Beschluss vom 12.01.2016, Az. II ZB 25/14, Rn. 23; BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21, Rn. 45; BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22, Rn. 25

⁸⁹ OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20, Rn. 95.

⁹⁰ PharmaSGP Holding SE, Pressemitteilung vom 11. September 2025.

Zeitraum lagen keinerlei behördlich oder gerichtlich festgestellten Verstöße der PharmaSGP Holding SE gegen die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung) vor und es wurden keinerlei Ermittlungen von Behörden oder Gerichten zu Börsenkursmanipulationen eingeleitet.

266 Im genannten Zeitraum vor dem 10. Juni 2025 haben wir acht Kurssprünge von über 5% festgestellt⁹¹, von denen zwei Kurssprünge in die maßgebliche Dreimonatsreferenzperiode fallen, nach unserem Verständnis jedoch nicht auf eine Marktmanipulation hindeuten.

- (i) **Der Kurssprung von 7,20% am 09. Mai 2025** ist auf Gerüchte über einen bevorstehenden Squeeze-out infolge der Stimmrechtsmitteilung über die Veräußerung der Beteiligung der Union Investments Privatfonds GmbH von 5,39% an der Gesellschaft zurückzuführen.⁹²
- (ii) **Der Kurssprung von 5,98% am 23. April 2025** ist auf die Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts der PharmaSGP für das Geschäftsjahr 2024 zurückzuführen.

267 Im nächsten Schritt haben wir untersucht, ob eine Abkopplung des Aktienkurses der PharmaSGP von der Branchenentwicklung vorlag. Hierzu haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der PharmaSGP der Entwicklung der Aktienkurse der Vergleichsunternehmen (siehe Abschnitt 3.2.4) gegenübergestellt. Die Analyse erstreckte sich über den Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis Ende Juli 2025. Abbildung 13 zeigt die Ergebnisse dieser Analyse.

Abbildung 13: Entwicklung des Börsenkurses der PharmaSGP Holding SE vs. Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen



Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

268 Die Abbildung veranschaulicht die Abkopplung des Aktienkurses der PharmaSGP von der Branchenentwicklung in mehreren Zeiträumen. Zur Analyse der Gründe der beobachteten Abkopplung haben wir die Kursentwicklung der PharmaSGP den Pressemitteilungen, Ad-hoc Mitteilungen und Stimmrechtsmitteilungen der Gesellschaft gegenübergestellt, und untersucht, ob diese Ereignisse die festgestellte Abkopplung erklären können. Wir sind zu den folgenden Ergebnissen gekommen:

- (i) **Kreis 1.** Den Rückgang des Aktienkurses im Zeitraum zwischen August bis November 2023 konnten wir auf Basis der von PharmaSGP kommunizierten Informationen nicht nachvollziehen. Der Kursrückgang steht nach unserem Verständnis in Widerspruch zu den von der Gesellschaft am 14. September 2023 kommunizierten „Spitzenperformance“ für das erste Halbjahr des Geschäftsjahres 2023 sowie der Ankündigung, dass die prognostizierten Ziele für das Geschäftsjahr 2023 voraussichtlich

⁹¹ Auf Basis von XETRA-Tagesschlusskursen von Bloomberg.

⁹² Die Gerüchte über den bevorstehenden Squeeze-out beziehen sich auf den Artikel der Zeitung APOTHEKE ADHOC vom 9. Mai 2025 mit dem Titel „PharmaSGP vor dem Squeeze-out“, abgerufen am 22. August 2025.

erreicht würden.⁹³ Der nachfolgende Kursanstieg zwischen Dezember 2023 und Januar 2024 steht zumindest teilweise im Zusammenhang mit den Stimmrechtsmitteilungen vom 11. Dezember 2023 und 4. Januar 2024, denen zufolge die Union Investment Privatfonds GmbH ihre Beteiligung an der Gesellschaft zunächst von 2,99% auf 4,89% und anschließend von 4,89% auf 5,39% erhöht hat.⁹⁴

- (iii) **Kreis 2.** Der Rückgang des Aktienkurses zwischen Juli und Anfang September 2024 steht nach unserem Verständnis teilweise im Zusammenhang mit der Mitteilung der Gesellschaft vom 27. Juni 2024, wonach die Hauptversammlung 2024 eine Vollausschüttung des Konzernergebnisses 2023 in Höhe von EUR 1,36 je Aktie beschlossen hat.⁹⁵ Die Dividendenauszahlung erfolgte am 1. Juli 2024.⁹⁶ Den weiteren Kursrückgang nach erfolgter Dividendenauszahlung können wir jedoch auf Basis der von PharmaSGP kommunizierten Informationen nicht nachvollziehen, da die Gesellschaft im Zeitraum bis Anfang September 2024 weder Pressemitteilungen noch Ad-hoc Mitteilungen veröffentlichte. Der nachfolgende Kursanstieg ab Mitte September 2024 ist auf die Mitteilung über das Halbjahresergebnis 2024 am 12. September 2024 sowie das Aktienrückkaufangebot am 1. Oktober 2024 zurückzuführen.⁹⁷

269 Die Entwicklung des Börsenkurses der PharmaSGP Holding SE weist in mehreren Perioden Abweichungen zur Entwicklung der Peer Group auf, die wir zumindest teilweise anhand der von der Gesellschaft veröffentlichten Informationen und damit aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklung nicht nachvollziehen konnten. Der nicht erklärbare Rückgang des Börsenkurses der PharmaSGP im Zeitraum von August bis November 2023 führte dabei zu einer nachhaltigen Abkopplung der Kursentwicklung der PharmaSGP von der Peer Group.

3.3.3.7 Zusammenfassung der Analyseergebnisse

270 Die wichtigsten Ergebnisse der durchgeführten Beurteilungshandlungen mit Angabe der Ampellicht-Ausprägungen gemäß IDW ES 17 sind in Tabelle 9 zusammengefasst.

Tabelle 9: Beurteilung der Kriterien nach IDW ES W17

Nr.	Beurteilungskriterien	Wichtigste Ergebnisse	Ausprägung
1	Anteilseignerstruktur	<ul style="list-style-type: none"> Kontrollierende bzw. ökonomisch dominierende Gruppe von Anteilseignern durch die FUTRUE GmbH und MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH seit Erstnotierung der Aktien 	
2	Liquidität der Aktien	<ul style="list-style-type: none"> Sämtliche Liquiditätskriterien deuten auf eine deutlich geringere Liquidität der Aktien im Vergleich zu den MDAX-Unternehmen hin Verschiedene in der Rechtsprechung genannte Schwellenwerte für die Geld-Brief-Spannen für hinreichend liquide Aktien i.H.v. 1,25% oder niedriger werden in sämtlichen Zeiträumen überschritten 	
3	Marktabdeckung	<ul style="list-style-type: none"> Keine aktuellen Analystenprognosen Die einzige Analystenprognose im Dreimonatszeitraum weicht signifikant von der Unternehmensplanung der Gesellschaft ab 	
4	Berichterstattung	<ul style="list-style-type: none"> Prime Standard 	
5	Stichtagsprinzip	<ul style="list-style-type: none"> Operative Profitabilität der Gesellschaft hat sich zwischen maßgeblichen Referenzzeitraum und Bewertungsstichtag deutlich verändert 	

⁹³ PharmaSGP Holding SE, Pressemitteilung vom 14. September 2023.

⁹⁴ EQS News, Mitteilungen vom 11. Dezember 2023, 4. Januar 2024.

⁹⁵ PharmaSGP Holding SE, Pressemitteilung vom 27. Juni 2024.

⁹⁶ PharmaSGP Holding SE, Dividendenbekanntmachung vom 26. Juni 2024.

⁹⁷ PharmaSGP Holding SE, Pressemitteilungen vom 12. September 2024, 1. Oktober 2024.

- 6 Kursbeeinflussung
 - Margenrückgang im Zusammenhang mit dem Ausbau der pureSGP-Markenwelt wurde erst nach Ankündigung der Strukturmaßnahme im Markt kommuniziert⁹⁸
 - Nicht nachvollziehbare deutliche Rückgänge des Börsenkurses in mehreren Zeiträumen vor dem maßgeblichen Referenzzeitraum
 - Nachhaltige Abkopplung des Börsenkurses von der Entwicklung der Peer Group ab August 2023



3.3.3.8 Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses

271 Aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen lassen sich nachstehende Schlussfolgerungen ableiten:

- (i) Im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 10. März 2025 bis 9. Juni 2025 lag keine Marktenge nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vor. Der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs der Gesellschaft i.H.v. EUR 25,64 kann somit als Untergrenze der Abfindung herangezogen werden.
- (ii) Da bei mehreren Beurteilungskriterien eine rote Ausprägung vorliegt, darf gemäß IDW ES 17, Rn. 37, der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. In diesem Fall ist maßgeblich auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abzustellen.
- (iii) Der vorliegende Bewertungsfall weist in Bezug auf die Beurteilung sämtlicher Liquiditätskriterien eine deutlich niedrigere Liquidität als die Aktien der MDAX-Unternehmen auf. Weiterhin weisen die Aktien der Gesellschaft eine deutlich geringere Liquidität im Vergleich zu Referenzwerten der jüngsten Rechtsprechung zum Börsenkurs auf, bei denen der BGH und/ oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben. Die Geld-Brief-Spanne der Gesellschaft liegt in sämtlichen Betrachtungszeiträumen unserer Analyse über den in Teilen der Rechtsprechung genannten Schwellenwert bei hinreichend liquiden Aktien i.H.v. 1,25% oder niedriger.
- (iv) Ferner liegt im maßgeblichen Dreimonatszeitraum lediglich eine Analystenprognose vor, die von der Unternehmensplanung der Gesellschaft abweicht.
- (v) Ebenso hat sich die operative Profitabilität der Gesellschaft durch den gestiegenen Anteil margenschwächerer Kollagen-Produkte im ersten Halbjahr 2025 sowie auf Basis der mittelfristigen Planung deutlich verändert. Nach unserem Kenntnisstand wurde die Erwartungshaltung der rückläufigen Profitabilität erst nach Ankündigung der Strukturmaßnahme am 10. Juni 2025 kommuniziert.

272 Im Ergebnis stellt der Börsenkurs im vorliegenden Bewertungsfall – gemessen anhand der Kriterien des IDW ES 17⁹⁹ – keine geeignete Grundlage für die Bemessung der Abfindung dar, insbesondere aufgrund der eingeschränkten Liquidität der Aktien, der geringen Marktabdeckung sowie der veränderten operativen Profitabilität der Gesellschaft.

⁹⁸ PharmaSGP Holding SE, Pressemitteilung vom 11. September 2025.

⁹⁹ Die von Laas/Riabinova abgeleiteten Kriterien aus der Rechtsprechung zum Börsenkurs führen zu einem vergleichbaren Urteil (vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 m.w.N.).

3.4 Unternehmensbewertung anhand des Ertragswertverfahrens

3.4.1 Bereinigungen der Ertragslage

- 273 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse des PharmaSGP-Konzerns eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und um die Planungsrechnung plausibilisieren zu können, ist die historische Ertragslage um nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse zu bereinigen.
- 274 Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen.¹⁰⁰ Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.
- 275 Die Bereinigungen dienen nur der Beurteilung der Planzahlen und haben keinen Ergebniseffekt im Rahmen der Ertragswertmethode.

Bereinigtes EBITDA

- 276 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen des EBITDA für den Vergangenheitszeitraum GJ22-24 sowie für das erste Halbjahr des GJ25 zusammen:

Tabelle 10: PharmaSGP-Konzern – Bereinigungen EBITDA

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist H1-25	Ist Ø 22-24
EBITDA, unbereinigt	26,9	34,0	37,1	16,5	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>31,4%</i>	<i>33,6%</i>	<i>31,2%</i>	<i>25,1%</i>	<i>32,1%</i>
I. Sonder- und Einmaleffekte					
Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten	1,3	0,1	0,2	0,1	
Aufwendungen im Zusammenhang mit der langfr. Vorstandsvergütung	0,1	0,1	0,0	0,1	
Aufwendungen im Zusammenhang mit der langfr. Vorstandsvergütung	1,1	(0,0)	(0,1)	-	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	0,1	0,0	0,2	0,0	
EBITDA Bereinigungen	1,3	0,1	0,2	0,1	
<i>Bereinigungen/Umkehrungen</i>	<i>(1,3)</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,1)</i>	
EBITDA, bereinigt	28,2	34,1	37,2	16,7	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>32,9%</i>	<i>33,7%</i>	<i>31,3%</i>	<i>25,3%</i>	<i>32,6%</i>
II. Bereinigung Produkt-EBITDA					
Kurzfristige negative Margeneinflüsse (Veränderungen im Produktmix)	-	-	0,6	0,8	
	-	-	0,6	0,8	
EBITDA, bereinigt (inkl. Bereinigung Produkt-EBITDA)*	28,2	34,1	37,8	17,4	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Anmerkung: (*) Wird lediglich für Zwecke der Multiplikatorenanalyse verwendet.

- 277 Die EBITDA-Bereinigungen ergeben sich aus den folgenden Sonder- bzw. Einmaleffekten:
- **Rechts- und Beratungskosten:** Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit potenziellen Akquisitionen (z.B. Due-Diligence Prüfungen) i.H.v. EUR 95,0 Tsd. im GJ22, EUR 89,0 Tsd. und EUR 47,0 Tsd. wurden als nicht nachhaltige Ergebniseffekte bereinigt. Im GJ22 umfassen die zu bereinigenden Rechts- und Beratungskosten ebenfalls Beratungsleistungen im Zusammenhang mit Finanzierungen. Im ersten Halbjahr des GJ25 wurden Rechts- und Beratungskosten i.H.v. EUR 11,9 Tsd. bereinigt, die sich i.W. auf Rechtskosten zur Vorbereitung des Delistings im August 2025 beziehen.
 - **Aufwendungen für langfristige Vorstandsvergütung:** Aufwendungen im Zusammenhang mit der langfristigen Vorstandsvergütung i.H.v. EUR 1,1 Mio. im GJ22, EUR -47,0 Tsd. im GJ23 und EUR -0,1 Mio. im GJ24 wurden als Sondereffekte bereinigt. Negative Bereinigungen resultieren aus der Reduktion von Rückstellungen im Zusammenhang mit Aktienoptionsprogrammen.
 - **Sonstige Aufwendungen/Erträge:** Sonstige Aufwendungen und Erträge i.H.v. insgesamt EUR 0,1 Mio. im GJ22, EUR 37,0 Tsd. im GJ23 und EUR 228,0 Tsd. im GJ24 wurden als Einmaleffekte bereinigt. Im GJ23 und GJ24 betreffen die sonstigen

¹⁰⁰ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73.

Aufwendungen i.W. einmalige, nicht-wiederkehrende Kosten im Zusammenhang mit dem Vorstandswechsel.

278 Im Ergebnis beträgt die von uns bereinigte EBITDA-Marge der GJ22-24 durchschnittlich 32,6% und liegt damit 0,5 Prozentpunkte oberhalb der unbereinigten EBITDA-Marge. Für das erste Halbjahr des GJ25 beträgt die bereinigte EBITDA Marge 25,3% und liegt damit leicht über der unbereinigten EBITDA-Marge von 25,1%.

279 Für die Zwecke des vergleichsorientierten Multiplikatorverfahrens (siehe Abschnitt 3.5.3) haben wir das bereinigte EBITDA zusätzlich um kurzfristige negative Margeneinflüsse, welche auf eine Veränderung im Produktmix der Gesellschaft zurückzuführen sind, bereinigt, um einer Verzerrung des für die Multiplikator-Methode herangezogenen EBITDA vorzubeugen.

Abschließende Würdigung

280 Wir haben die zuvor diskutierten EBITDA-Bereinigungen aus Sonder- bzw. Einmaleffekten auf die einzelnen GuV-Posten verteilt. Die nachfolgende Tabelle zeigt die von uns bereinigte Ertragslage im Vergangenheitszeitraum GJ22-24 sowie für das erste Halbjahr des GJ25:

Tabelle 11: PharmaSGP-Konzern – Bereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist H1-25	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	66,0	17,7%
Materialaufwand	(9,0)	(9,5)	(10,8)	(6,4)	9,6%
Rohertrag	76,8	91,6	108,0	59,6	18,6%
Personalaufwand	(5,8)	(7,4)	(8,1)	(4,6)	18,4%
Marketingaufwand	(37,4)	(43,4)	(53,3)	(32,4)	19,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(5,7)	(7,0)	(9,7)	(6,0)	30,6%
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,2	0,3	0,1	1,5%
EBITDA	28,2	34,1	37,2	16,7	14,8%
Abschreibungen	(9,3)	(9,4)	(9,4)	(4,8)	0,9%
EBIT	19,0	24,7	27,8	11,9	21,0%
Finanzergebnis	(1,9)	(2,7)	(1,6)	(1,0)	(7,7%)
Bereinigungen/Umkehrungen	(1,3)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(64,4%)
EBT	15,8	21,9	26,0	10,7	28,4%
Ertragsteuern	(3,8)	(5,5)	(6,5)	(2,6)	30,0%
Konzernperiodenergebnis	12,0	16,4	19,5	8,1	27,8%
<i>Rohertragsmarge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>89,5%</i>	<i>90,6%</i>	<i>90,9%</i>	<i>90,3%</i>	<i>90,3%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>32,9%</i>	<i>33,7%</i>	<i>31,3%</i>	<i>25,3%</i>	<i>32,6%</i>
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>22,1%</i>	<i>24,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>18,0%</i>	<i>23,3%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

281 Die durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage werden dem Vorsteuerergebnis (EBT) mit negativem Vorzeichen als „Bereinigungen/Umkehrungen“ hinzugerechnet, sodass das EBT, die Ertragsteuern und das Konzernperiodenergebnis von den durchgeführten Bereinigungen unberührt bleiben.

282 Insgesamt führen die von der Bewertungsgutachterin und von uns durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage um Sonder- und Einmaleffekte zum gleichen Ergebnis. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

3.4.2 Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung

283 Die Bewertung der PharmaSGP Holding SE geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer aus. Da die Genauigkeit einer Prognose immer weiter abnimmt, je weiter diese in die Zukunft gerichtet ist, wird in der Bewertungstheorie und -praxis grundsätzlich zwischen der Detailplanungsphase (bzw. „Detailplanungshorizont“) und der Phase der ewigen Rente („Ewige Rente“) unterschieden. Die Detailplanungsphase ergibt sich dabei aus der Konzernplanung der PharmaSGP Holding SE.

284 Die vorliegende Unternehmensplanung für den PharmaSGP-Konzern („**Unternehmensplanung**“) umfasst das Budgetjahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-27 (zusammen: „**Planungszeitraum**“). Die Planungsverantwortlichkeiten sind wie folgt definiert: Der CEO trägt die Verantwortung für die Umsatz-, Marketing- und Vertriebsplanung und für die

finanzielle Planung bis zum Produktdeckungsbeitrag. Die weitere Kosten- und Bilanzplanung liegt im Verantwortungsbereich des CFO, während die Organisation und Steuerung des gesamten Planungsprozesses dem CFO und dem Controlling zugeordnet sind.

285 Die Unternehmensplanung umfasst grundsätzlich einen Planungszeitraum von drei Jahren. Die Planungsarbeiten beginnen i.d.R. in der zweiten Jahreshälfte (d.h. im Juli bzw. August) und werden typischerweise im Dezember, spätestens im Januar, abgeschlossen. Die Planung umfasst das kommende Jahr (Budget), das nach dem Gegenstromverfahren („bottom-up“-/„top-down“-Ansatz) angefertigt wird. Auf Basis des Budgetjahres wird unter Anwendung eines „top-down“-Ansatzes die Planung der beiden Folgejahre mit reduziertem Detailgrad vorgenommen.

- Der „bottom-up“-Ansatz basiert auf einer detaillierten, umsatzorientierten Planung pro Land und Produkt unter Einbezug der Marketingstrategie und Medienkanäle.
- Die „top-down“-Methode leitet zentrale Umsatz-, Kosten- und Finanzierungsgrößen aus übergeordneten strategischen Annahmen ab.

286 Zu den Planungsinhalten gehören verschiedene zentrale Aspekte, die eine umfassende Grundlage für die Unternehmenssteuerung bilden. Als Grundgerüst steht die Umsatz- und Marketingplanung, sowie die Analyse der Produkt- und Vertriebskosten. Ergänzt wird dies durch die Berechnung des sog. Produkt-EBITDA (DB-III) und die Berücksichtigung unternehmensweiter Kosten, insbesondere Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Ausgaben. Weiterhin umfasst die Planung die Steuer-, Finanzierungs- und Bilanzplanung. Letztere umfasst unter anderem einen Fremdkapital-Tilgungsplan, Investitionsplanung, sowie die Planung des Working Capitals. Zusätzlich können weitere Sonderthemen berücksichtigt werden, um eine möglichst ganzheitliche und detaillierte Planung zu gewährleisten.

287 Der produkt- und markenbasierte Planungsprozess umfasst eine Umsatz- und Marketingplanung, sowie eine detaillierte Kostenplanung.

- Die Umsatz- und Marketingplanung basiert auf der Analyse der historischen Daten und der Wirksamkeit früherer Marketingmaßnahmen. Preissteigerungen werden separat kalkuliert, um eine präzise Planung zu gewährleisten.
- Die Kostenplanung erfolgt auf Grundlage der Umsatz- und Marketingplanung und berücksichtigt die spezifischen Anforderungen der einzelnen Produkte und Marken. Logistik- und Vertriebskosten werden in Abhängigkeit von den jeweiligen Marketingmaßnahmen und Vertriebskanälen individuell geplant.

288 Im Jahresverlauf werden i.d.R. Aktualisierungen vorgenommen, welche von der Gesellschaft als „Forecast“ bezeichnet werden. Der erste Forecast (FC1) wird meist zu Beginn des zweiten Quartals erstellt, sobald eine relevante Ist-Perspektive für den Jahresstart vorliegt. Der zweite Forecast (FC2) erfolgt zu Beginn des dritten Quartals, basierend auf den Ergebnissen des ersten Halbjahres.

289 Die dieser Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung wurde auf Basis vorläufiger Ergebnisse des ersten Halbjahres des GJ25 und der aktuellen Markenplanung vom Vorstand der PharmaSGP Holding SE aktualisiert. Am 12. August 2025 wurde die Planung des PharmaSGP-Konzerns vom Aufsichtsrat sowie dem Vorstand der PharmaSGP Holding SE verabschiedet.

Abschließende Würdigung

290 Wir haben uns im Rahmen unserer Prüfung davon überzeugt, dass die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel und frei von Widersprüchen sind und die für die Geschäftsentwicklung des PharmaSGP-Konzerns relevanten Sachverhalte sachgerecht berücksichtigt worden sind.

291 Die Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts der PharmaSGP Holding SE verwendet werden.

3.4.3 Planungstreue

292 Aus der Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit lassen sich gegebenenfalls Rückschlüsse über die zukünftige Planungsgenauigkeit ziehen. Zur Beurteilung der

historischen Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin einen Plan-Ist-Vergleich vorgenommen. Hierbei berücksichtigt die Bewertungsgutachterin die Planstände der einjährigen Detailplanung der letzten drei Geschäftsjahre (GJ22-GJ24). Zusätzlich dazu haben wir noch die GJ20-21 analysiert. Die Analyse stellt auf die Umsatzerlöse, das bereinigte EBITDA sowie die bereinigte EBITDA-Marge ab.

- 293 Nachfolgende Tabelle zeigt die relative Abweichung des tatsächlich eingetretenen von den geplanten Ergebnissen (im Falle von Umsatz und EBITDA) bzw. die absolute Abweichung (im Falle der EBITDA-Marge) vom ersten Prognosejahr („Prog. 1“) bis zum fünften Prognosejahr („Prog. 5“). Die durchschnittliche Abweichung wird in „ØProg. 1- 5“ zusammengefasst.

Tabelle 12: Budget-Planung – Planungstreue

EUR Mio.	Ist/Prognose					Differenz in %					Ø Prog.
	GJ20	GJ21	GJ22	GJ23	GJ24	GJ20	GJ21	GJ22	GJ23	GJ24	
Ist-Werte	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist						
Umsatz	63,2	65,3	85,8	101,1	118,8						
EBITDA	17,0	19,4	28,2	34,1	37,2						
EBITDA-Marge	26,9%	29,7%	32,9%	33,7%	31,3%						
Prognosewerte	Prog. 1	Prog. 2	Prog. 3	Prog. 4	Prog. 5	Prog. 1	Prog. 2	Prog. 3	Prog. 4	Prog. 5	
Umsatz	65,0	58,0	80,0	93,5	109,5	(2,8%)	12,6%	7,3%	8,1%	8,5%	6,7%
EBITDA	N/A	17,1	25,2	32,0	36,5	N/A	13,4%	11,9%	6,6%	1,9%	8,4%
EBITDA-Marge	N/A	29,5%	31,5%	34,2%	33,3%	N/A	0,2%	1,4%	(0,5%)	(2,0%)	(0,2%)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse

- 294 In der Gesamtschau über alle Perioden lagen die historisch erzielten Umsatzerlöse rd. 6,7% und das EBITDA rd. 8,4% über den prognostizierten Werten. Mit Ausnahme des GJ20 kam es in allen Perioden zu einer moderaten Überschreitung der ursprünglich prognostizierten Kennzahlen. Die prognostizierte EBITDA-Marge wurde mit moderaten Abweichungen in den GJ21-22 überschritten (0,2% bzw. 1,4%) bzw. in den GJ23-24 unterschritten (-0,5% bzw. -2,0%).
- 295 Insgesamt lässt sich konstatieren, dass die Gesellschaft die prognostizierten Ziele für Umsatzerlöse, EBITDA und EBITDA-Marge in fast allen betrachteten Jahren erreicht bzw. in moderatem Maße übertroffen hat.

3.4.4 Planungsrechnung

296 Die Tabellen bzw. Abbildungen in diesem Abschnitt zeigen den Planungszeitraum GJ25-27 (zusammen: „**Planungszeitraum**“ bzw. „**Detailplanungshorizont**“). Zu Vergleichszwecken zeigen wir auch den gesamten Vergangenheitszeitraum (GJ22-24). Der Vergangenheitszeitraum und Detailplanungshorizont werden im Folgenden auch als „**Gesamtzeitraum**“ bezeichnet.

297 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Detailplanungszeitraum (Spalte „Plan Ø 25-27“) sind wie folgt definiert:

- Der CAGR für den Detailplanungszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ25-27.
- Die durchschnittlichen Margen für den Detailplanungszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ25-27.

298 Nachfolgende Tabelle zeigt die Plan-GuV des PharmaSGP-Konzerns:

Tabelle 13: PharmaSGP-Konzern – Plan-GuV

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Ist Ø 22-24	Plan Ø 25-27
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	137,8	147,8	154,5	17,7%	9,1%
Materialaufwand	(9,0)	(9,5)	(10,8)	(13,9)	(15,1)	(15,9)	9,6%	13,7%
Rohertrag	76,8	91,6	108,0	123,9	132,7	138,6	18,6%	8,7%
Personalaufwand	(5,8)	(7,4)	(8,1)	(9,3)	(9,8)	(10,7)	18,4%	9,6%
Marketingaufwand	(37,4)	(43,4)	(53,3)	(64,0)	(70,3)	(74,3)	19,4%	11,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(5,7)	(7,0)	(9,7)	(13,7)	(15,2)	(16,0)	30,6%	18,1%
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	1,5%	(24,1%)
EBITDA	28,2	34,1	37,2	37,1	37,5	37,7	14,8%	0,5%
Abschreibungen	(9,3)	(9,4)	(9,4)	(9,5)	(10,0)	(10,3)	0,9%	2,9%
EBIT	19,0	24,7	27,8	27,5	27,4	27,5	21,0%	(0,4%)
Finanzergebnis	(1,9)	(2,7)	(1,6)	(2,1)	(2,7)	(2,8)	(7,7%)	20,9%
Bereinigungen/Umkehrungen	(1,3)	(0,1)	(0,2)	(0,6)	-	-	(64,4%)	(100%)
EBT	15,8	21,9	26,0	24,9	24,7	24,7	28,4%	(1,8%)
Ertragsteuern	(3,8)	(5,5)	(6,5)	(6,2)	(6,1)	(6,1)	30,0%	(2,3%)
Konzernperiodenergebnis	12,0	16,4	19,5	18,7	18,6	18,6	27,8%	(1,6%)
<i>Rohertragsmarge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>89,5%</i>	<i>90,6%</i>	<i>90,9%</i>	<i>89,9%</i>	<i>89,8%</i>	<i>89,7%</i>	<i>90,3%</i>	<i>89,8%</i>
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>32,9%</i>	<i>33,7%</i>	<i>31,3%</i>	<i>26,9%</i>	<i>25,4%</i>	<i>24,4%</i>	<i>32,6%</i>	<i>25,6%</i>
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	<i>22,1%</i>	<i>24,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>20,0%</i>	<i>18,6%</i>	<i>17,8%</i>	<i>23,3%</i>	<i>18,8%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

299 Insgesamt lässt sich die Entwicklung der Ertragslage in den GJ25-27 wie folgt zusammenfassen:¹⁰¹

- Die Umsatzerlöse sollen um durchschnittlich 9,1% p.a. im Planungszeitraum ansteigen. Das Umsatzwachstum soll dabei i.W. durch den Aufbau der im GJ24 eingeführten Marke pureSGP® getrieben werden. Die Umsatzerlöse der im Bestandsportfolio befindlichen Marken sollen mit einem geringeren CAGR von 3,1% ansteigen, weshalb sich der Umsatzanteil der Bestandsmarken¹⁰² im Planungszeitraum von 98,4% im GJ24 auf 82,9% im GJ27 reduzieren soll. Im GJ27 wird ein Umsatzanteil der Marke pureSGP® i.H.v. 17,1% erwartet (GJ24: 1,6%).
- Die Rohertragsmarge soll sich gegenüber dem Vergangenheitszeitraum (durchschnittlich 90,3%) geringfügig auf durchschnittlich 89,8% im Planungszeitraum verschlechtern. Der Rückgang der Rohertragsmarge im Planungszeitraum ist i.W. durch Veränderungen im Produktmix getrieben.
- Die EBITDA-Marge soll von 31,3% im GJ24 auf 24,4% im GJ27 zurückgehen, i.W. aufgrund einer Verschiebung des Produktmixes, höheren Vertriebskosten aufgrund des

¹⁰¹ Die in der Planung enthaltenen, nicht nachhaltigen Einmal- und Sondereffekte (i.W. Aufwendungen verbunden mit dem Delisting der PharmaSGP) werden unterhalb des EBITDA bzw. EBIT als Bereinigungen/Umkehrungen ausgewiesen.

¹⁰² Der Begriff Bestandsmarken bezieht sich auf sämtliche Marken der PharmaSGP exklusive pureSGP®.

Hochfahrens von Vertriebskanälen im E-Commerce-Bereich und der Intensivierung von im Vergleich zu Print- und TV-Anzeigen kostenintensiverem Online-Marketing.

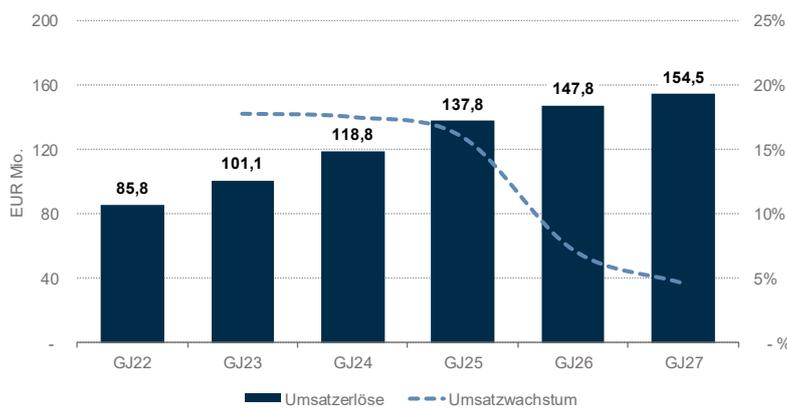
- Zum Ende des Planungszeitraums wird ein Konzernperiodenergebnis von EUR 18,6 Mio. erwartet.

300 Im Folgenden beschreiben wir den erwarteten Verlauf der Umsatzerlöse, des Rohertrags, des EBITDA, der Investitionen und Abschreibungen sowie des EBIT im Planungszeitraum GJ25-27.

3.4.4.1 Umsatzerlöse

301 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum und Planungszeitraum (Gesamtzeitraum) zusammen:

Abbildung 14: PharmaSGP-Konzern – Umsatzerlöse



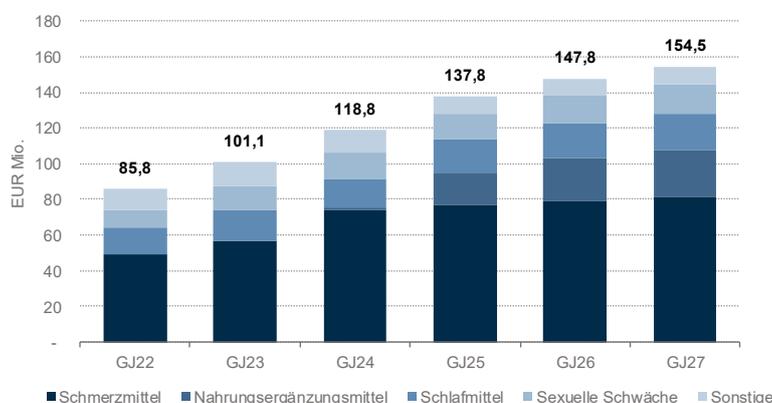
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

302 Die Umsatzerlöse sollen von EUR 118,8 Mio. im GJ24 auf EUR 154,5 Mio. im GJ27 ansteigen. Der deutliche Anstieg der Umsatzerlöse im GJ24 (+17,5%), i.W. bedingt durch die Expansion des Absatzmarktes in Italien, soll sich im GJ25 mit einer Wachstumsrate von 16,0% fortsetzen. Das Umsatzwachstum im GJ26 soll dabei maßgeblich durch den Ausbau der Marke pureSGP® getrieben werden. Für die GJ26-27 wird eine abnehmende Umsatzwachstumsrate von 7,2% bzw. 4,6% erwartet. Der CAGR im Planungszeitraum beläuft sich auf 9,1%.

Umsatztreiber

303 Nachfolgende Abbildung zeigt die Beiträge der einzelnen Produktgruppen zu den Umsatzerlösen im Gesamtzeitraum:

Abbildung 15: PharmaSGP-Konzern – Umsatzerlöse nach Produktgruppe



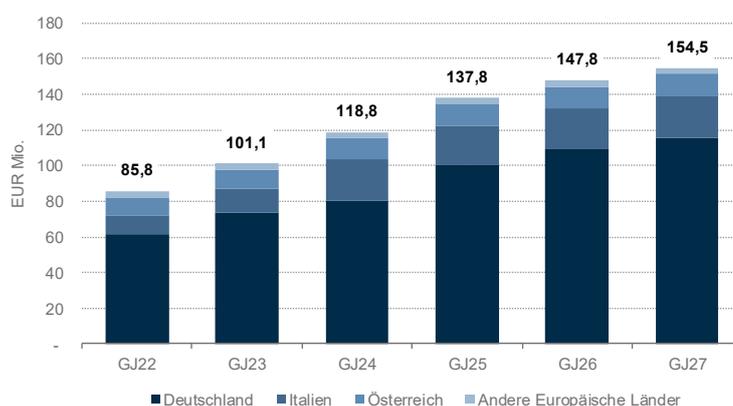
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 304 Die Planungsrechnung geht insgesamt von einem rückläufigen Anteil des Bestandsportfolios (i.S. sämtlicher Marken der PharmaSGP exklusive pureSGP®) an den Umsatzerlösen im Planungszeitraum aus (Rückgang von 98,4% im GJ24 auf 82,9% im GJ27). Der CAGR der Umsatzerlöse für Marken des Bestandsportfolios beträgt im Planungszeitraum 3,1%.
- 305 Die erwartete Abschwächung der Wachstumsraten des Bestandsportfolios resultiert i.W. aus dem anhaltenden Preisdruck im Bereich der generischen Wirkstoffe (insbesondere im Bereich der Schmerzmittel).
- 306 Wertschöpfungspotenziale aus neuen Marketingkanälen, insbesondere Online-Kampagnen, werden im Planungszeitraum für die Bestandsmarken in geringerem Umfang als im Vergangenheitszeitraum erwartet. Hinsichtlich klassischer Print- und TV-Werbung geht das Management von einer abnehmenden Effizienz bzw. Relevanz aus.
- 307 Wachstumstreiber des Bestandsportfolios sind insbesondere die Marken Baldriparan® (Schlaf- bzw. Beruhigungsmittel) und Restaxil® (Schmerzmittel für Nervenschmerzen), die neben der Marke Rubaxx® (Schmerzmittel für rheumatische Schmerzen) die größten Umsatzbeiträge im GJ24 erzielten. Das Umsatzwachstum der Marken Baldriparan® und Restaxil® soll durch einen weiteren Ausbau der Marketingaktivitäten für diese Produkte getrieben werden (siehe Abschnitt 3.4.4.3). Für die Marke Rubaxx® geht die Planungsrechnung von einem stagnierenden bzw. leicht rückläufigen Umsatzniveau aus.
- 308 Rückläufige Wachstumsraten des Bestandsportfolios sollen im Planungszeitraum durch den Ausbau der Marke pureSGP® kompensiert werden. Die Produkte von pureSGP® im Segment der Nahrungsergänzungsmittel (pureSGP® Kollagenpeptide und pureSGP® Magnesium Komplex) stellen dabei den wesentlichen Wachstumstreiber der Umsatzerlöse dar. Weiterhin sieht die Planungsrechnung die Erweiterung des Produktportfolios um zusätzliche Nahrungsergänzungsmittelpräparate unter der Marke pureSGP® vor. Infolge des Markenaufbaus soll der Anteil von pureSGP® an den Gesamtumsätzen von 1,6% im GJ24 auf 17,1% im GJ27 ansteigen.

Umsatzerlöse nach Region

- 309 Die nachfolgende Abbildung zeigt die Verteilung der Umsatzerlöse auf die Absatzmärkte im Gesamtzeitraum:

Abbildung 16: PharmaSGP-Konzern – Umsatzerlöse nach Region



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 310 Insgesamt sollen die anteiligen Umsätze von Italien, Österreich und der anderen europäischen Länder zugunsten von Deutschland zurückgehen. Die Umsatzentwicklung in den einzelnen Regionen ist wie folgt geplant:
- In Deutschland sollen die Umsatzerlöse von EUR 79,8 Mio. im GJ24 auf EUR 115,4 Mio. im GJ27 ansteigen (CAGR von 13,1%), maßgeblich getrieben durch den Ausbau der Marke pureSGP®. Der deutsche Absatzmarkt stellt somit den wichtigsten Wachstumstreiber der Gesellschaft im Planungszeitraum dar.

- In Italien sollen die Umsatzerlöse geringfügig von EUR 22,9 Mio. im GJ24 auf EUR 23,4 Mio. im GJ27 ansteigen (CAGR von 0,7%). Die im Planungszeitraum rückläufigen Wachstumsraten sind i.W. auf die Marke Mavosten® zurückzuführen, die im Vergangenheitszeitraum infolge unerwartet erfolgreicher Marketingkampagnen bereits ein hohes Umsatzwachstum verzeichnete, deren Umsatzniveau in der Planungsrechnung jedoch stagnieren soll. Bereits angestoßene Marketingkampagnen im ersten Halbjahr des GJ25 führten nicht mehr zu ähnlichen Umsatzsteigerungen wie in den vergangenen Jahren.
- In Österreich sollen die Umsatzerlöse geringfügig von EUR 12,3 Mio. im GJ24 auf EUR 12,4 Mio. im GJ27 ansteigen (CAGR von 0,3%). Die Planungsrechnung geht dabei von sinkenden Umsatzerlösen im Bereich der Schlaf- bzw. Beruhigungsmittel sowie der sexuellen Schwäche aus. Der Rückgang soll durch steigende Umsätze für pureSGP® sowie für Marken im Bereich der Schmerzmittel leicht überkompensiert werden.
- Die Umsatzerlöse der anderen europäischen Länder (Belgien, Frankreich, Schweiz, Spanien und Ungarn) sollen geringfügig mit einem CAGR von -0,3% zurückgehen. Die stagnierenden Umsatzerlöse in den anderen europäischen Ländern unterstreichen den Fokus der Gesellschaft auf den Hauptabsatzmarkt Deutschland im Planungszeitraum.

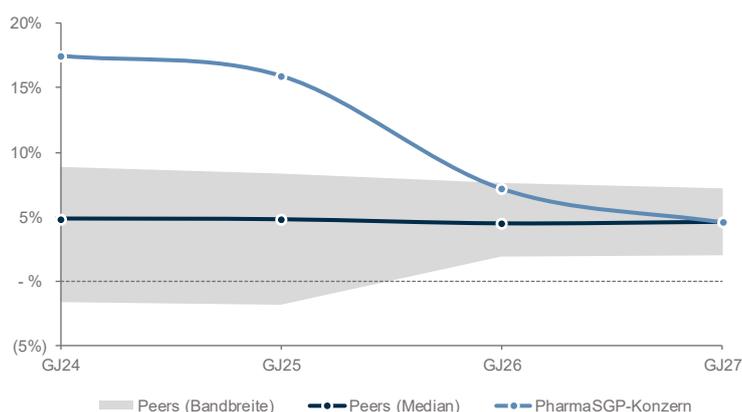
Marktvergleich

- 311 Das geplante Umsatzwachstum der Gesellschaft (CAGR von 9,1%) liegt im Planungszeitraum deutlich über dem prognostizierten Wachstum des OTC-Marktes in Europa (CAGR von 4,1%) und Deutschland (CAGR von 2,3%). Aus dem Marktvergleich ergeben sich keine Hinweise auf eine Unterschätzung der geplanten Umsatzerlöse.

Peer-Vergleich

- 312 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir das geplante Umsatzwachstum mit den Konsensschätzungen für die Peer-Unternehmen verglichen. Die der Analyse zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognose für die Vergleichsunternehmen wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen.
- 313 Nachfolgende Abbildung stellt die Wachstumsraten der Umsatzerlöse des PharmaSGP-Konzerns dem Wachstum der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-27 gegenüber.

Abbildung 17: Peer Vergleich – Umsatzwachstum



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

- 314 Die Analyse des prognostizierten Umsatzwachstums vergleichbarer Unternehmen zeigt, dass der PharmaSGP-Konzern – analog zur Umsatzentwicklung des GJ24 – auch für das GJ25 ein deutlich höheres Umsatzwachstum im Vergleich zu den Peer-Unternehmen erwartet. Im GJ26 erwartet die Gesellschaft einen Rückgang des Umsatzwachstums auf 7,2% und liegt somit an der oberen Bandbreite der Konsensschätzungen der Peer-Unternehmen. Das prognostizierte Umsatzwachstum der Gesellschaft soll sich im GJ27 auf die Höhe des Medians der Peer-Unternehmen von 4,6% angleichen.

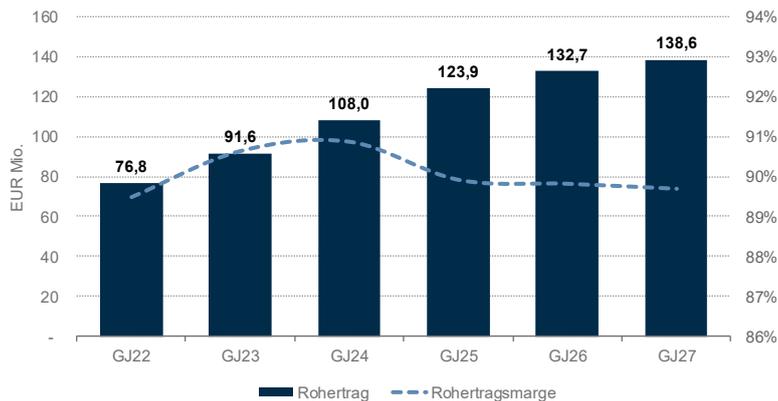
315 Die Unternehmensplanung geht von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 9,1% für den Planungszeitraum GJ25-27 aus. Für die Peer-Unternehmen (Median) wird für denselben Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 4,6% erwartet.

316 Insgesamt lässt sich aus dem Peer Group-Vergleich beobachten, dass das durchschnittliche Umsatzwachstum des PharmaSGP-Konzerns deutlich über dem Niveau der Peer-Unternehmen liegt.

3.4.4.2 Rohertrag

317 Nachfolgende Abbildung zeigt den Verlauf des Rohertrags im Gesamtzeitraum:

Abbildung 18: PharmaSGP-Konzern – Rohertrag



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

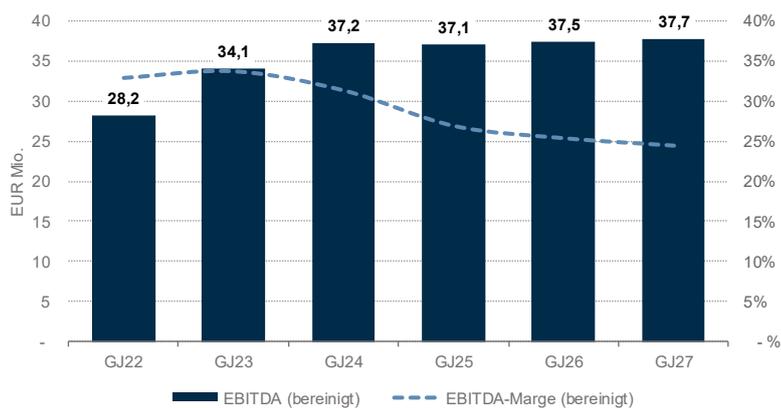
318 Insgesamt soll der Rohertrag von EUR 108,0 Mio. im GJ24 auf EUR 138,6 Mio. im GJ27 steigen. Die durchschnittliche Rohertragsmarge im Detailplanungshorizont liegt bei 89,8%, gegenüber 90,3% im Vergangenheitszeitraum.

319 Die Rohertragsmarge soll von 90,9% im GJ24 auf 89,9% im GJ25 zurückgehen. Für die GJ26-27 wird lediglich ein leichter Rückgang auf 89,8% bzw. 89,7% erwartet. Der Rückgang der Rohertragsmarge im Planungszeitraum ist i.W. durch Veränderungen im Produktmix getrieben. Die Produkte unter der Marke pureSGP® (insbesondere Kollagenpeptide) erfordern eine höhere Materialeinsatzquote im Vergleich zu den bestehenden Marken des Bestandsportfolios. Der zunehmende Anteil der Marke pureSGP® am Gesamtumsatz (siehe Abschnitt 3.4.4.1) spiegelt sich entsprechend in einem Rückgang der Rohertragsmarge wider.

3.4.4.3 EBITDA

320 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge im Gesamtzeitraum zusammen:

Abbildung 19: PharmaSGP-Konzern – EBITDA



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

321 Für das EBITDA erwartet das Management einen geringfügigen Anstieg von EUR 37,2 Mio. im GJ24 auf EUR 37,7 Mio. im GJ27. Die EBITDA-Marge soll sich von 31,3% im GJ24 auf 24,4% im GJ27 verschlechtern.

322 Der Rückgang der EBITDA-Marge soll im Planungszeitraum i.W. durch Verschiebungen des Produktmixes (höherer Umsatzanteil von margenschwächeren Produkten der Marke pureSGP®), höheren Vertriebskosten aufgrund des Hochfahrens von Vertriebskanälen im E-Commerce-Bereich und ein verstärktes, im Vergleich zu Print- und TV-Werbung kostenintensiveres Online-Marketing getrieben werden.

Personalaufwand

323 Das Management geht von einem Anstieg der Personalaufwands von EUR 8,1 Mio. im GJ24 auf EUR 10,7 Mio. im GJ27 aus. Die Personalaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) soll geringfügig von 6,8% im GJ24 auf 6,9% im GJ27 ansteigen.

324 Im Rahmen des Umsatzanstiegs ist die Einstellung von 15 zusätzlichen FTE im GJ25 und von jeweils 6 zusätzlichen FTE im GJ26-27 geplant. Die Neueinstellungen sind vorrangig in den Bereichen Online-Marketing, Vertrieb und Datenverarbeitung und -aufbereitung vorgesehen. Die Planungsrechnung geht von einem Anstieg der Gehälter von ca. 3,0% p.a. aus.

Marketingaufwand

325 Die Marketingaufwendungen sollen von EUR 53,3 Mio. im GJ24 auf EUR 74,3 Mio. im GJ27 ansteigen, was einer Erhöhung der Marketingaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) von 44,8% im GJ24 auf 48,1% im GJ27 entspricht.

326 Die Marketingaufwandsquote erhöhte sich infolge intensiverer Online-Marketingmaßnahmen bereits im Vergangenheitszeitraum (von 43,6% im GJ22 auf 44,8% im GJ24), wobei der Anstieg der Marketingaufwendungen im Planungszeitraum insbesondere durch den Ausbau des Online-Marketings der Marke pureSGP® getrieben werden soll. Weiterhin soll Online-Marketing verstärkt als Marketinginstrument für die Marken des Bestandsportfolios eingesetzt werden, da klassische Print- und TV-Werbung eine geringere Reichweite erzielen sollen. Der Werbekonsum der Zielkundengruppen verlagerte sich bereits im Vergangenheitszeitraum von klassischen Werbeinstrumenten wie Print- und TV-Werbung hin zu Online-Werbung. Nach Angaben des Managements ist die Ausweitung der Marketingaktivitäten, insbesondere im Online-Bereich, erforderlich, um die langfristige Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten und die Marktposition der Gesellschaft nachhaltig zu sichern.

327 Die Planungsrechnung unterstellt ferner eine im Vergleich zum Vergangenheitszeitraum abnehmende Effizienz der Marketingmaßnahmen. Vor dem Hintergrund eines zunehmenden Wettbewerbsdrucks sowie veränderter Mediennutzungsgewohnheiten der Zielkundengruppen geht das Management davon aus, dass im Planungszeitraum höhere Marketingaufwendungen im Verhältnis zu den erzielten Produktumsätzen erforderlich sein werden.

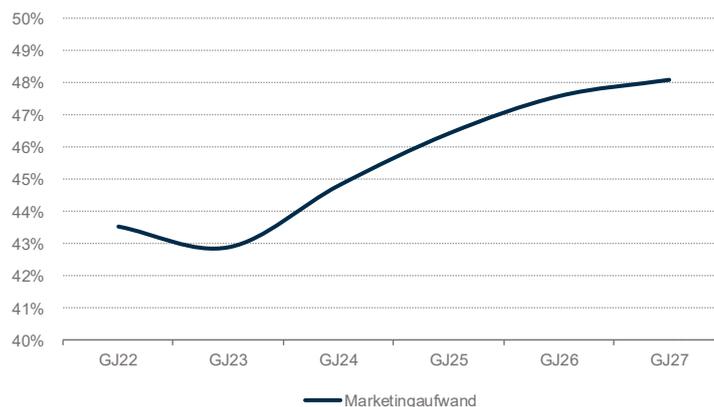
Sonstige betriebliche Aufwendungen/Erträge

- 328 Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollen von EUR 9,7 Mio. im GJ24 auf EUR 16,0 Mio. im GJ27 ansteigen. Hierbei wird eine Erhöhung der Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (in % der Umsatzerlöse) von 8,1% im GJ24 auf 10,3% im GJ27 prognostiziert.
- 329 Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen steht im Zusammenhang mit dem steigenden E-Commerce Absatz (B2C) der Gesellschaft und den damit verbundenen Vertriebs-, Logistik- und Lagerkosten.
- 330 Die Logistikkosten sollen sich durch den steigenden E-Commerce Absatz erhöhen, wobei die Logistikkostenquote (in % der Umsatzerlöse) von 2,1% im GJ24 auf 3,0% im GJ27 ansteigen soll.
- 331 Die sonstigen betrieblichen Erträge sollen von EUR 0,3 Mio. im GJ24 auf EUR 0,1 Mio. im GJ25 zurückgehen und bis zum GJ27 auf diesem Niveau verbleiben. Die geplanten sonstigen betrieblichen Erträge beinhalten wie im Vergangenheitszeitraum Versicherungs- und sonstige Entschädigungen sowie Erstattungen nach dem Aufwendungsausgleichsgesetz.

Operative Kostenquoten

- 332 Nachfolgende Abbildung fasst die operative Kostenquote der Marketingaufwendungen des PharmaSGP-Konzerns (Anteil der Marketingaufwendungen an den Umsatzerlösen) im Gesamtzeitraum zusammen:

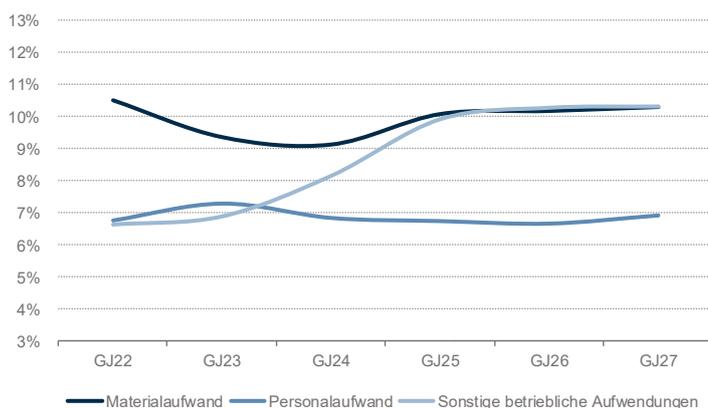
Abbildung 20: PharmaSGP-Konzern – Operative Kostenquoten (Marketing)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 333 Die Marketingaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) soll sich von 44,8% im GJ24 auf 48,1% im GJ27 erhöhen. Der Anstieg ist i.W. auf die geplante Intensivierung von Online-Marketingmaßnahmen und den, insbesondere für die Bestandsmarken, gestiegenen Wettbewerbsdruck zurückzuführen. Dieser betrifft vor allem den Bereich Schmerzmittel. Die Gesellschaft beabsichtigt, dem zunehmenden Wettbewerbsdruck im Planungszeitraum durch einen gezielten Ausbau der Marketingaktivitäten entgegenzuwirken.
- 334 Nachfolgende Abbildung fasst die operative Kostenquote der Material-, Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen des PharmaSGP-Konzerns im Gesamtzeitraum zusammen:

Abbildung 21: PharmaSGP-Konzern – Operative Kostenquoten (Material, Personal und sbA)



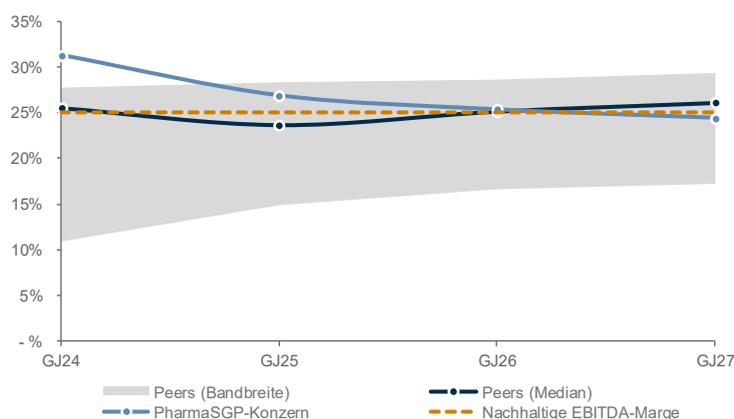
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 335 Die Materialaufwandsquote soll laut der Planungsrechnung von 9,1% im GJ24 auf 10,3% im GJ27 ansteigen. Analog zu den Ausführungen zur Rohertragsmarge soll der Anstieg der Materialaufwandsquote durch Veränderungen im Produktmix (i.S. eines höheren Anteils von Produkten unter der Marke pureSGP® mit einer höheren Materialeinsatzquote) getrieben werden.
- 336 Die Personalaufwandsquote (in % der Umsatzerlöse) soll geringfügig von 6,8% im GJ24 auf 6,9% im GJ27 ansteigen.
- 337 Die Kostenquote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen soll von 8,1% im GJ24 auf 10,3% im GJ27 ansteigen. Haupttreiber des Anstiegs ist der steigende E-Commerce Absatz (B2C) der Gesellschaft und die damit verbundenen Vertriebs-, Logistik- und Lagerkosten bzw. Verkaufsprovisionen bzw. Marktplatzgebühren für Online-Marktplätze (z.B. Amazon).

Peer-Vergleich

- 338 Zur besseren Einordnung der geplanten EBITDA-Marge des PharmaSGP-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Marge des PharmaSGP-Konzerns und die entsprechenden Konsensschätzungen für die Vergleichsunternehmen.

Abbildung 22: Peer-Vergleich – EBITDA



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

- 339 Im GJ24 erzielte die Gesellschaft eine EBITDA-Marge von 31,3% und lag somit deutlich oberhalb der Bandbreite der Peer-Unternehmen. Für das GJ25 wird ein Rückgang auf 26,9% prognostiziert, womit die EBITDA-Marge der Gesellschaft am oberen Ende der Konsensschätzungen der Peer-Unternehmen erwartet wird. Die prognostizierte EBITDA-Marge von 25,4% im GJ26 führt zu einer Annäherung an den Median der Peer-Unternehmen

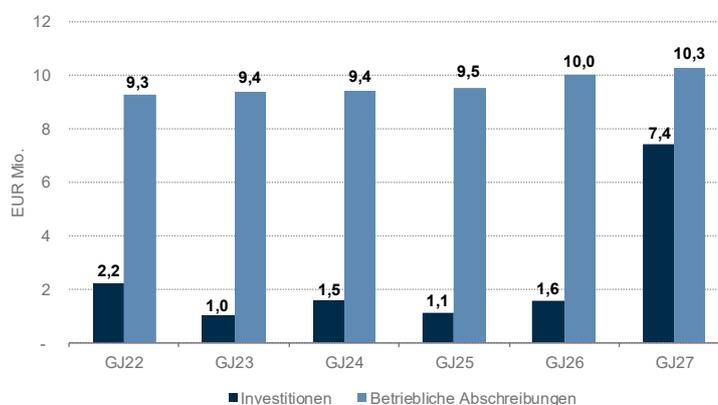
(25,2%). Im GJ27 wird die EBITDA-Marge der Gesellschaft mit 24,4% erstmalig unterhalb des Medians der Peer-Unternehmen prognostiziert.

- 340 Die Peer-Analyse deutet darauf hin, dass die erwartete EBITDA-Marge der Gesellschaft im GJ27 aufgrund des Hochlaufens der Marke pureSGP® ein nicht nachhaltiges Profitabilitätsniveau widerspiegelt. Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige EBITDA-Marge von 25,1% festgesetzt, die leicht über dem Niveau der durchschnittlichen Erwartung im Planungszeitraum für die Peer-Unternehmen von 25,0% liegt (siehe Abschnitt 3.4.5.1). Insgesamt ergaben sich aus der Peer-Analyse keine Anzeichen, dass sich die von der Bewertungsgutachterin festgesetzte nachhaltige EBITDA-Marge des PharmaSGP-Konzerns außerhalb einer plausiblen Bandbreite befindet.

3.4.4.4 Investitionen- und Abschreibungen

- 341 Nachfolgende Abbildung zeigt die Investitionen (einschließlich aktivierter Nutzungsrechte) und die Abschreibungen des PharmaSGP-Konzerns im Gesamtzeitraum GJ24-27:

Abbildung 23: PharmaSGP-Konzern – Investitionen und Abschreibungen

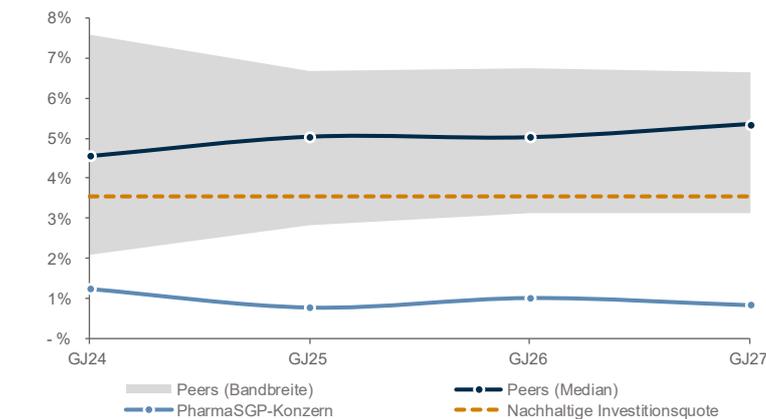


Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Investitionen

- 342 Die Investitionen des PharmaSGP-Konzerns gliedern sich in Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte sowie Investitionen in aktivierte Nutzungsrechte (i.W. Gebäudeleasing). Im GJ24 betragen die Investitionen der Gesellschaft EUR 1,5 Mio. Im Planungszeitraum prognostiziert das Management Investitionen i.H.v. EUR 1,1 Mio. im GJ25, EUR 1,6 Mio. im GJ26 und EUR 7,4 Mio. im GJ27. Darauf entfallen EUR 0,9 Mio. im GJ25, EUR 1,3 Mio. im GJ26 und EUR 1,0 Mio. im GJ27 auf Investition in immaterielle Vermögenswerte. Der Anstieg der Investitionen im GJ27 resultiert aus einem geplanten Umzug der Geschäftsräume und einem daraus resultierenden Anstieg der Nutzungsrechte von EUR 0,1 Mio. zum Dez26 auf EUR 6,1 Mio. zum Dez27.
- 343 Die Investitionsquote (in % der Umsatzerlöse; einschließlich aktivierter Nutzungsrechte) beträgt im GJ24 1,3%. Für den Planungszeitraum wird zunächst ein Rückgang auf 0,8% im GJ25 erwartet, bevor die Investitionsquote auf 1,1% im GJ26 und 4,8% im GJ27 ansteigen soll.
- 344 Zur besseren Einordnung der geplanten Investitionsquote des PharmaSGP-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Investitionsquote des PharmaSGP-Konzerns und die entsprechenden Konsensschätzungen für die Vergleichsunternehmen.

Abbildung 24: Peer-Vergleich – Investitionsquote¹⁰³



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.
Anmerkung: Investitionen exkl. aktivierter Nutzungsrechte.

- 345 Die Investitionsquote der Gesellschaft (in % der Umsatzerlöse, exklusive aktivierter Nutzungsrechte) soll im Planungszeitraum mit durchschnittlich 0,9% deutlich unter den Konsensschätzungen der Peer-Unternehmen liegen. Für die Peer-Unternehmen wird im Planungszeitraum eine durchschnittliche Investitionsquote i.H.v. 5,1% prognostiziert.
- 346 Während sich die Investitionsquote der Gesellschaft im Betrachtungszeitraum unterhalb der Bandbreite der Peer-Unternehmen befindet, hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige Investitionsquote i.H.v. 3,5% unterstellt. Diese liegt am unteren Ende der Bandbreite der Vergleichsunternehmen. Insgesamt ergaben sich aus der Peer-Analyse keine Anzeichen, dass sich die von der Bewertungsgutachterin festgesetzte nachhaltige Investitionsquote des PharmaSGP-Konzerns außerhalb einer plausiblen Bandbreite befindet.

Abschreibungen

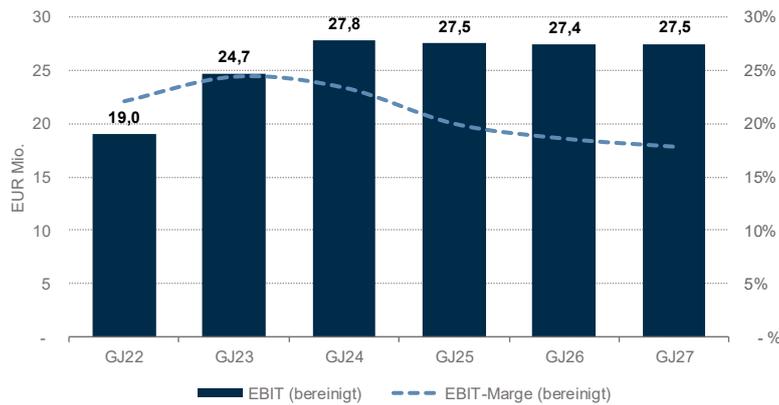
- 347 Die geplanten Abschreibungen auf Sachanlagen, immaterielle Vermögenswerte und aktivierte Nutzungsrechte betragen im Planungszeitraum EUR 9,5 Mio. im GJ25, EUR 10,0 Mio. im GJ26 und EUR 10,3 Mio. im GJ27. Ein wesentlicher Teil der Abschreibungen entfällt auf die planmäßige Abschreibung der im GJ21 erworbenen Markenrechte, Zulassungen und Lohnherstellerqualifizierungen für die Marken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol®. Der Anstieg der Abschreibungen im Planungszeitraum ist auf die geplanten Investitionen in die immateriellen Vermögenswerte zurückzuführen.
- 348 Die Abschreibungsquote (in % der Umsatzerlöse) soll vor dem Hintergrund des antizipierten Umsatzanstiegs von 7,9% im GJ24 auf 6,6% im GJ27 zurückgehen.

3.4.4.5 EBIT

- 349 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge im Gesamtzeitraum zusammen:

¹⁰³ Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt in ihrer Analyse der Investitionsquoten der Vergleichsunternehmen zusätzlich die hypothetische Aktivierung von F&E-Aufwendungen. Unsere Analyse stellt die Konsensschätzungen der Kapitalmarktanalysten im Bezug auf die Investitionsquoten dar, ohne etwaige zusätzliche Anpassungen vorzunehmen.

Abbildung 25: PharmaSGP-Konzern – EBIT



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

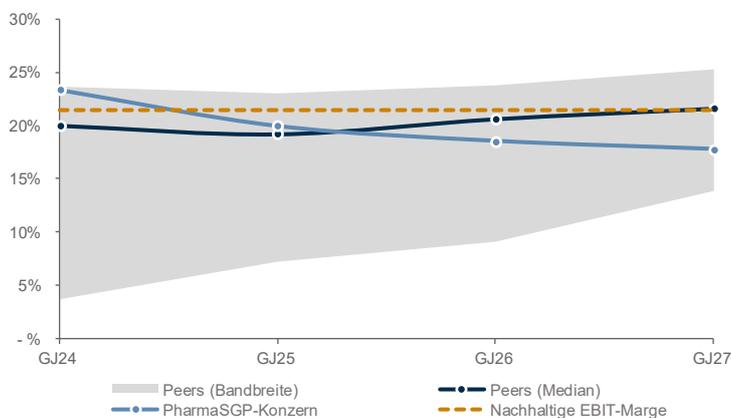
350 Für das EBIT erwartet das Management einen Rückgang von EUR 27,8 Mio. im GJ24 auf EUR 27,5 Mio. im GJ27. Die EBIT-Marge soll von 23,4% im GJ24 auf 17,8% im GJ27 zurückgehen.¹⁰⁴

351 Der Rückgang der EBIT-Marge fällt im Vergleich zur EBITDA-Marge geringer aus, da die Abschreibungsquote im Planungszeitraum rückläufig ist.

Peer-Vergleich

352 Zur besseren Einordnung der geplanten EBIT-Marge des PharmaSGP-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBIT-Marge des PharmaSGP-Konzerns und die entsprechenden Konsensschätzungen zu den Peer-Unternehmen.

Abbildung 26: Peer-Vergleich – EBIT



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

353 Im GJ24 erzielte die Gesellschaft eine EBIT-Marge von 23,4% und lag somit am oberen Ende der Bandbreite der Peer-Unternehmen. Für das GJ25 wird ein Rückgang auf 20,0% prognostiziert, wobei die EBIT-Marge über dem Median der Peer-Unternehmen von 19,2% liegen soll. Ab dem GJ26 wird eine EBIT-Marge der Gesellschaft unterhalb des Medians der Peer-Unternehmen erwartet. Die prognostizierte EBIT-Marge der Gesellschaft soll bei 18,6% im GJ26 und 17,8% im GJ27 liegen. Der Median der Konsensschätzung der Peer-Unternehmen beläuft sich auf 20,6% im GJ26 und 21,6% im GJ27.

354 Analog zur Peer-Analyse der EBITDA-Marge deutet die Analyse der EBIT-Marge darauf hin, dass die erwartete Profitabilität der Gesellschaft im GJ27 ein nicht nachhaltiges Niveau

¹⁰⁴ Für die Gründe des Rückgangs der EBIT-Marge verweisen wir auf unsere Ausführungen zur EBITDA-Marge (siehe Tz. 322).

widerspiegelt. Aus diesem Grund hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige EBIT-Marge von 21,4% festgesetzt, die über dem Niveau der durchschnittlichen Erwartung im Planungszeitraum für die Peer-Unternehmen von 20,5% liegt (siehe Abschnitt 3.4.5.1). Insgesamt deuten die Ergebnisse der Peer-Analyse auf keine erkennbaren Anzeichen hin, dass sich die von der Bewertungsgutachterin festgesetzte nachhaltige EBIT-Marge des PharmaSGP-Konzerns außerhalb einer plausiblen Bandbreite befindet.

3.4.4.6 Abschließende Würdigung

- 355 Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.
- 356 So ging der PharmaSGP-Konzern bei der Planung der Umsatzerlöse von Wachstumsraten aus, die in den Planperioden der GJ25-26 deutlich über den aktuellen Marktprognosen liegen. Ebenfalls liegt die erwartete, durchschnittliche Umsatzwachstumsrate der Gesellschaft deutlich über den Konsensschätzungen für die Peer-Unternehmen, i.W. begründet durch den Aufbau der Marke pureSGP®.
- 357 Die rückläufige Profitabilität im Planungszeitraum ist i.W. durch den höheren Umsatzanteil von margenschwächeren Produkten der Marke pureSGP® sowie höheren Vertriebs- und Marketingkosten getrieben. Das zum Ende des Planungszeitraums (GJ27) erreichte Profitabilitätsniveau der Gesellschaft spiegelt dabei ein nicht nachhaltiges Niveau wider, da sich das volle Ertragspotential der Marke pureSGP® erst in den Folgejahren realisieren soll. Das nachhaltige Profitabilitätsniveau wurde von der Bewertungsgutachterin oberhalb der durchschnittlichen mittelfristigen Erwartung (GJ25-27) der Peer-Unternehmen angesetzt. Unsere Analysen deuten auf keine erkennbaren Anzeichen hin, dass sich das von der Bewertungsgutachterin angesetzte nachhaltige Profitabilitätsniveau außerhalb einer plausiblen Bandbreite befindet.

3.4.5 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

3.4.5.1 Nachhaltiges Ergebnis

- 358 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts des PharmaSGP-Konzerns muss der Detailplanungshorizont um den Zeitraum der sog. „Ewigen Rente“ ergänzt werden. Die Ewige Rente („**Terminal Value**“ bzw. „**TV**“) spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Planjahr wider. Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem sog. „eingeschwungenen“ Zustand befindet.
- 359 Der eingeschwungene Zustand bildet ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse, EBITDA-Margen sowie Investitionen und Abschreibungen ab. Ebenso bewegen sich das Nettoumlaufvermögen, das Finanzergebnis und die Unternehmensteuern zum Eintritt in die Ewige Rente auf einem nachhaltigen Niveau. Aus diesen Bestandteilen lassen sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse ableiten.
- 360 Alle Ergebnis-Komponenten wachsen im Zeitraum der Ewigen Rente mit einer einheitlichen Wachstumsrate i.H.v. 1,0% p.a. („**nachhaltiges Wachstum**“ bzw. „**Wachstumsabschlag**“). Zur Ableitung des Wachstumsabschlags verweisen wir auf Abschnitt 3.4.10.
- 361 Zwischen dem Planjahr GJ27 und dem TV-Jahr GJ30 hat die Bewertungsgutachterin eine Übergangsphase („**Trans**“) eingefügt. Die Übergangsphase erstreckt sich über die GJ28-29 und dient dazu, den eingeschwungenen Zustand schrittweise zu erreichen.
- 362 Das Jahr der Ewigen Rente entspricht nicht der tatsächlichen Ergebniserwartung für das GJ30, sondern repräsentiert die künftige Ertragskraft des PharmaSGP-Konzerns über den gesamten Zeitraum der Ewigen Rente. Die Geschäftsentwicklung der GJ30ff. wird im TV-Jahr GJ30 verdichtet.
- 363 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des (bereinigten) EBITDA im Detailplanungshorizont und dem Zeitraum der Ewigen Rente.

Tabelle 14: PharmaSGP-Konzern – Nachhaltiges Ergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
Umsatzerlöse	118,8	137,8	147,8	154,5	158,9	160,4	162,0
Materialaufw and	(10,8)	(13,9)	(15,1)	(15,9)	(16,4)	(16,5)	(16,6)
Rohertrag	108,0	123,9	132,7	138,6	142,5	144,0	145,5
Personalaufw and	(8,0)	(9,3)	(9,8)	(10,7)	(11,0)	(11,1)	(11,1)
Marketingaufw and	(53,3)	(64,0)	(70,3)	(74,3)	(76,4)	(76,8)	(77,3)
Sonstige betriebliche Aufw endungen	(9,8)	(13,7)	(15,2)	(16,0)	(16,4)	(16,5)	(16,6)
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
EBITDA	37,2	37,1	37,5	37,7	38,9	39,7	40,7
Abschreibungen	(9,4)	(9,5)	(10,0)	(10,3)	(5,9)	(5,9)	(6,0)
EBIT	27,8	27,5	27,4	27,5	33,0	33,8	34,7
<i>Rohertragsmarge (in % der Umsatzerlöse)</i>	90,9%	89,9%	89,8%	89,7%	89,7%	89,7%	89,8%
<i>EBITDA-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	31,3%	26,9%	25,4%	24,4%	24,5%	24,8%	25,1%
<i>EBIT-Marge (in % der Umsatzerlöse)</i>	23,4%	20,0%	18,6%	17,8%	20,8%	21,1%	21,4%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Nachhaltiges Umsatzniveau und nachhaltige EBITDA-Marge

- 364 Insgesamt ergibt sich ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse i.H.v. EUR 162,0 Mio.
- 365 Die Bewertungsgutachterin hat eine nachhaltige EBITDA-Marge von 25,1% festgesetzt. Die für die Planjahre 2025-27 erwartete EBITDA-Marge spiegelt aufgrund des Hochlaufens des Geschäfts mit den unter der Marke pureSGP® vertriebenen Produkte ein nicht nachhaltiges Profitabilitätsniveau wider. Die nachhaltige EBITDA-Marge berücksichtigt einen eingeschwungenen Zustand für das Bestandsportfolio und das Neugeschäft und liegt mit 25,1% auf dem Niveau der durchschnittlichen mittelfristigen Erwartung (GJ25-27) für die Vergleichsunternehmen (25,0%).
- 366 Die von der Bewertungsgutachterin festgelegte nachhaltige EBIT-Marge von 21,4% liegt hierbei knapp 1%-Punkt über dem Niveau der durchschnittlichen mittelfristigen Erwartung (GJ25-27) für die Vergleichsunternehmen (20,5%).

367 Insgesamt halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin zur Bestimmung des nachhaltigen Ergebnisses – unter Berücksichtigung der jüngsten Geschäftsentwicklung des PharmaSGP-Konzerns und der prognostizierten Profitabilität der Peer-Unternehmen – für sachgerecht.

Nachhaltige Investitionen und Abschreibungen

368 Nachfolgende Tabelle zeigt die Investitionen und Abschreibungen des PharmaSGP-Konzerns in den GJ25-30ff.

Tabelle 15: PharmaSGP-Konzern – Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

EUR Mio.	Budget	Plan	Plan	Trans	Trans	TV
	GJ25	GJ26	GJ27	GJ28	GJ29	GJ30ff.
CapEx - Immaterielle Vermögenswerte	0,9	1,3	1,0	5,4	5,5	5,6
CapEx - Sachanlagen	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
CapEx - Nutzungsrechte	0,1	0,1	6,1	0,7	0,7	0,7
Abschreibungen	(9,5)	(10,0)	(10,3)	(5,9)	(5,9)	(6,0)
<i>in % der Umsatzerlöse</i>						
CapEx - Immaterielle Vermögenswerte	0,7%	0,9%	0,6%	3,4%	3,4%	3,4%
CapEx - Sachanlagen	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
CapEx - Nutzungsrechte	0,0%	0,0%	4,0%	0,4%	0,4%	0,4%
Abschreibungen	(6,9%)	(6,8%)	(6,6%)	(3,7%)	(3,7%)	(3,7%)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

369 Im Rahmen der Ertragswertermittlung wird ein Going Concern-Szenario mit einer unendlichen Laufzeit unterstellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die immateriellen Vermögenswerte, Sachanlagen und Leasingverträge (Nutzungsrechte) eine begrenzte Lebensdauer bzw. Laufzeit aufweisen und in regelmäßigen oder auch unregelmäßigen Abständen erneuert bzw. neu abgeschlossen werden müssen.

Investitionen

370 Hierbei nimmt die Bewertungsgutachterin ein nachhaltiges Investitionsniveau in Bezug auf die immateriellen Vermögenswerte i.H.v. 3,4% der Umsatzerlöse an. Diese Annahme liegt deutlich über dem für die Jahren der Detailplanungsphase antizipierten Investitionsniveau i.H.v. 0,6%-0,9% der Umsatzerlöse. Diese Annahme begründet sich in der Notwendigkeit langfristige in die Produkt- und Markenerneuerung sowie die damit verbundenen Lohnherstellerqualifizierungen zu investieren. Die Bewertungsgutachterin leitet die Höhe der benötigten nachhaltigen Investitionen über die historischen Anschaffungskosten des GSK-Portfolios und eine unterstellte ökonomische Nutzungsdauer von 20 Jahren her. In der Gesamtschau liegt die von der Bewertungsgutachterin abgeleitete langfristige Investitionsannahme in die immateriellen Vermögenswerte der Gesellschaft deutlich unter dem für die Vergleichsgruppe prognostizierten durchschnittlichen Niveau des Planungszeitraums 2025-27 (5,1%, siehe Abschnitt 3.4.4.4). Insofern halten wir das Vorgehen der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

371 Das für die Sachanlagen und Nutzungsrechte angenommene Investitionsniveau unterstellt ein Wachstum dieser Vermögenswerte über den Zeitraum der Detailplanung hinaus mit der nachhaltigen Wachstumsrate. Auch diese Annahme erachten wir als sachgerecht.

Abschreibungen

372 Die betrieblichen Abschreibungen im Übergangszeitraum ergeben sich aus der geplanten Fortentwicklung der immateriellen Vermögenswerte, der Sachanlagen sowie der Nutzungsrechte aus Leasing unter Berücksichtigung der zuvor genannten nachhaltigen Investitionsquoten.

373 In der Ewigen Rente liegen die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Investitionen (Gesamtinvestitionsquote i.H.v. 3,9%) über den Abschreibungen (Abschreibungsquote i.H.v. 3,7%), sodass ein Unternehmenswachstum gewährleistet ist. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

Nachhaltiges Nettoumlaufvermögen

374 Das Nettoumlaufvermögen („**Trade Working Capital**“, „**TWC**“) entspricht der Differenz aus dem operativen Umlaufvermögen und den operativen kurzfristigen Verbindlichkeiten. Folgende Bilanz-Positionen werden dem Trade Working Capital zugerechnet:

- Vorräte
- Forderungen aLuL
- Verbindlichkeiten aLuL

Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des TWC im Ist-Jahr GJ24, Planungszeitraum GJ25-27, der Übergangsphase GJ28-29 und dem TV-Jahr GJ30ff.

Tabelle 16: PharmaSGP-Konzern – Nettoumlaufvermögen

EUR Mio.	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
Vorräte	10,4	12,5	13,6	14,4	14,8	14,9	15,1
Forderungen aLuL	13,5	16,1	17,1	17,9	18,4	18,6	18,8
Verbindlichkeiten aLuL	(4,4)	(3,5)	(3,6)	(3,9)	(4,0)	(4,0)	(4,0)
Trade Working Capital	19,6	25,1	27,0	28,4	29,2	29,5	29,8
ΔTrade Working Capital		5,6	1,9	1,4	0,8	0,3	0,3
<i>TWC in % der Umsatzerlöse</i>	<i>16,5%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,4%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

375 Nach einem Anstieg der TWC-Quote von 16,5% im GJ24 auf 18,2% im GJ25 geht die Unternehmensplanung insgesamt von einem relativ gleichbleibenden Niveau des Nettoumlaufvermögens im Verhältnis zu den Umsatzerlösen aus. So soll die TWC-Quote bis zum letzten Planjahr 2027 auf 18,4% leicht ansteigen.

376 Für den Übergangszeitraum und den Zeitraum der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin eine konstante TWC-Quote auf dem Niveau des letzten Planjahres 2027 i.H.v. 18,4% unterstellt. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

Operative Kasse

377 Die liquiden Mittel des PharmaSGP-Konzerns setzen sich zum einen aus frei verwendbaren überschüssigen Mitteln, zum anderen aus operativ gebundenen Mitteln zusammen. Für die Wertableitung muss der Anteil der operativen Mittel bestimmt werden. Ein operativer Kassenbestand ist notwendig, um den laufenden Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Nach Angaben des Managements beläuft sich der operative Kassenbestand zum Ende des GJ24 auf rd. EUR 15,0 Mio.; dies entspricht rd. 12,6% der Umsatzerlöse des GJ24 und in etwa eineinhalb Monaten der operativen Aufwendungen. Der darüberhinausgehende Kassenbestand wurde im Rahmen einer angenommenen Sonderausschüttung als Sonderwert angesetzt (siehe hierzu auch Abschnitt 3.5.2). Ausgehend von der Höhe des operativen Kassenbestands Ende des Jahres 2024 hat die Bewertungsgutachterin einen operativen Mindestkassenbestand i.H.v. 12,6% der Umsatzerlöse bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt.

Nachhaltiges Finanzergebnis und finanzielle Verbindlichkeiten

378 Die finanziellen Verbindlichkeiten umfassen die Konsortialfinanzierung und Leasingverbindlichkeiten des PharmaSGP-Konzerns. Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung des Finanzergebnisses im Ist-Jahr GJ24, dem Planungszeitraum GJ25-27 und den Jahren danach zusammen.

Tabelle 17: PharmaSGP-Konzern – Finanzergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
Finanzielle Verbindlichkeiten	66,3	60,6	56,6	59,3	59,9	60,5	61,1
Konsortialfinanzierung	65,4	60,1	56,6	53,0	53,5	54,1	54,6
Leasingverbindlichkeiten	1,0	0,5	0,0	6,4	6,4	6,5	6,5
Netto-Finanzergebnis		(2,1)	(2,7)	(2,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Finanzielle Verbindlichkeiten

- 379 Die Unternehmensplanung geht von einer teilweisen Tilgung der bestehenden Konsortialfinanzierung aus. In Summe soll das Konsortialdarlehen von EUR 65,4 Mio. zum Ende des GJ24 auf EUR 53,0 Mio. zum Ende des GJ27 unter Berücksichtigung einer schrittweisen Tilgung zurückgehen. Für den Übergangszeitraum und die Phase der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin eine Entwicklung anhand des EBITDA unterstellt (konstantes Verhältnis der finanziellen Verbindlichkeiten zum Konzern-EBITDA).
- 380 Die Leasingverbindlichkeiten sollen zunächst auf EUR 46 Tsd. im GJ26 absinken und im GJ27 auf EUR 6,4 Mio. ansteigen. Hintergrund dieser Entwicklung ist das Auslaufen des alten Leasingvertrags für die bestehenden Büroflächen im GJ26 und den Abschluss eines neuen Büroleasingvertrags im GJ27. Für die Übergangsphase und die Phase der Ewigen Rente geht die Bewertungsgutachterin von einem konstanten Bestand der Leasingverbindlichkeiten aus.

Netto-Finanzergebnis

- 381 Das Netto-Finanzergebnis berücksichtigt die Zinserträge auf den Kassenbestand der Gesellschaft sowie die mit der Konsortialfinanzierung und den Leasingverbindlichkeiten verbundenen Zinsaufwendungen. In Summe wird im Planungszeitraum ein Anstieg des Nettofinanzaufwands von EUR 2,1 Mio. im GJ25 auf EUR 2,8 Mio. im GJ27 erwartet. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf die im Verhältnis zu den restlichen Planjahren hohen Zinserträge im GJ25 zurückzuführen: Die Höhe der für das GJ25 erwarteten Zinserträge setzt sich zusammen aus der Verzinsung des durchschnittlichen Kassenbestands der GJ24-25. Da der Kassenbestand im GJ24 noch die überschüssige Liquidität der Gesellschaft inkludiert, wird ein vergleichsweise hoher Zinsertrag erwirtschaftet.
- 382 Für den Übergangszeitraum und den Zeitraum der Ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin einen Nettofinanzaufwand von EUR 1,8 Mio. angenommen. Der im Vergleich zum GJ27 angenommene Rückgang des Nettofinanzaufwands um rd. EUR 1,0 Mio. ab dem Übergangsjahr GJ28 ist im Wesentlichen auf verbesserte Darlehensbedingungen zurückzuführen. Diese ergeben sich aus einem geringeren Niveau des langfristig erwarteten Verschuldungsgrads. Die Annahmen der Bewertungsgutachterin sind nicht zu beanstanden.

Nachhaltiges EBT, Ertragsteuern und Konzernperiodenergebnis

- 383 Ausgehend vom EBITDA ergibt sich nach Abzug der Abschreibungen und des Finanzergebnisses das EBT. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des Vorsteuerergebnisses zusammen.

Tabelle 18: PharmaSGP-Konzern – Vorsteuerergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
EBITDA	37,2	37,1	37,5	37,7	38,9	39,7	40,7
Abschreibungen	(9,4)	(9,5)	(10,0)	(10,3)	(5,9)	(5,9)	(6,0)
EBIT	27,8	27,5	27,4	27,5	33,0	33,8	34,7
Finanzergebnis	(1,60)	(2,1)	(2,7)	(2,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Bereinigungen/Umkehrungen	(0,2)	(0,6)	-	-	-	-	-
EBT	26,0	24,9	24,7	24,7	31,2	32,0	32,9

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 384 Die Bereinigungen/Umkehrungen im GJ24 wurden zuvor in Abschnitt 3.4.1 diskutiert. Die Bereinigungen/Umkehrungen im GJ25 i.H.v. EUR -0,6 Mio. bilden i.W. die für das Delisting der Gesellschaft erwarteten Aufwendungen ab.

385 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Unternehmenssteuern im Zeitraum 2024 bis 2027ff.

Tabelle 19: PharmaSGP-Konzern – Unternehmenssteuern

EUR Mio.	Ist GJ24	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
EBT	26,0	24,9	24,7	24,7	31,2	32,0	32,9
Ertragsteuern	(6,5)	(6,2)	(6,1)	(6,1)	(7,3)	(7,2)	(6,3)
Konzernperiodenergebnis	19,5	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5
<i>Effektiver Konzernsteuersatz</i>	<i>25,0%</i>	<i>24,8%</i>	<i>24,6%</i>	<i>24,6%</i>	<i>23,5%</i>	<i>22,5%</i>	<i>19,3%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

386 Alle Gesellschaften des PharmaSGP-Konzerns haben ihren Sitz in Deutschland. Für die PharmaSGP Holding SE und ihre Tochtergesellschaften besteht hierbei eine ertragsteuerliche Organschaft. Grundsätzlich ermittelt die Bewertungsgutachterin auf Basis des Vorsteuerergebnisses nach IFRS und unter Berücksichtigung steuerbilanzieller Unterschiede das zu versteuernde Einkommen der Gesellschaft. Aufgrund der Körperschaftsteuerreform sinkt der Konzernsteuersatz von 24,6% im GJ27, dem letzten Planjahr, auf 23,5% und 22,5% in den Jahren Übergangsphase (GJ28-29) und schließlich der Phase der Ewigen Rente ab dem GJ30 auf 19,3% ab. Wir haben die Steuerplanung der Gesellschaft sowie die Annahmen der Bewertungsgutachterin hinsichtlich der Unternehmensbesteuerung in der Übergangsphase und der Ewigen Rente nachvollzogen. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

3.4.5.2 Nettoeinnahmen

387 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse bzw. Nettoeinnahmen im Detailplanungszeitraum GJ25-27, der Übergangsphase GJ28-29 und der Ewigen Rente zusammen.

Tabelle 20: PharmaSGP-Konzern – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

EUR Mio.	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
Konzernperiodenergebnis	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5
Ausschüttung	9,4	9,3	9,3	11,9	12,4	13,3
(Wachstums-)Thesaurierung	5,2	-	-	1,0	0,2	0,2
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	4,2	10,3	11,8	11,0	12,2	13,0
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	3,4
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(3,1)	(3,3)	(3,5)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	(0,4)
Pers. Ertragsteuer WBaT	(0,5)	(1,4)	(1,6)	(1,4)	(1,6)	(1,7)
Nettoeinnahmen	10,5	15,8	17,1	18,3	19,7	20,6

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

388 Die Bewertungsgutachterin hat grundsätzlich eine Ausschüttungsquote i.H.v. 50% bezogen auf das Konzernperiodenergebnis unterstellt. Diese entspricht den in der Fachliteratur empfohlenen Bandbreiten und wird auch in der Rechtsprechung anerkannt.

389 Das nach der Ausschüttung bzw. (Wachstums-) Thesaurierung verbleibende Konzernperiodenergebnis wurde dem Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet. Beim Wertbeitrag aus Thesaurierung handelt es sich um eine fiktive Zurechnung der einbehaltenen Gewinne bzw. um eine wertneutrale Wiederanlage der Ergebnisse vor persönlichen Einkommensteuern.

390 Die Wachstumsthesaurierung in der Ewigen Rente bildet ab, dass das Wachstum ausgewählter Bilanzposten i.H.v. 1,0% finanziert werden muss.

391 Von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern allgemein anerkannt. Daher

sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren.¹⁰⁵

392 In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW ist die Bewertungsgutachterin grundsätzlich aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ausgegangen.¹⁰⁶ Gemäß dem seit 2009 in Deutschland geltenden Abgeltungsteuersystem sind die Ausschüttungen mit dem Steuersatz i.H.v. 26,38%¹⁰⁷ zu besteuern. Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde der hälftige Steuersatz veranschlagt. Ebenso wurden die Kursgewinne in der Ewigen Rente mit dem hälftigen Steuersatz besteuert.

393 Im Unterschied zum Vorgehen der Bewertungsgutachterin wurde die inflationsbedingte Kursgewinnbesteuerung in unseren Berechnungen im Zähler, d.h. in den zu kapitalisierenden Ergebnissen berücksichtigt. Die Bewertungsgutachterin bildet diese im Nenner in Form eines angepassten Wachstumsabschlags ab – beide Methoden führen zum gleichen Ergebnis. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

¹⁰⁵ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 43.

¹⁰⁶ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 31, 46.

¹⁰⁷ Abgeltungsteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag.

3.4.6 Kapitalkosten

- 394 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 395 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelden (die sog. Risikozuschlagsmethode).¹⁰⁸ Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 396 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 397 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 398 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern als Summe aus dem um persönliche Ertragsteuern gekürzten risikofreien Basiszinssatz und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die sich aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird:

$$r_{EK, nSt} = r_f * (1 - T) + \beta * MRP_{nSt}$$

- mit $r_{EK, nSt}$ – Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern,
 r_f – risikofreier Basiszinssatz,
 T – typisierter Steuersatz,
 β – unternehmensspezifischer Betafaktor,
 MRP_{nSt} – Marktrisikoprämie nach Steuern.

- 399 Durch die explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Tax-CAPM führt dessen Anwendung im Rahmen der Bewertung zu einer realitätsgerechten Abbildung steuerlicher Zusammenhänge. Das Tax-CAPM ist sowohl in der Wissenschaft als auch unter Bewertungspraktikern allgemein anerkannt und wird auch in der Rechtsprechung nicht beanstandet.
- 400 Im Folgenden wird die Ermittlung der Parameter Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor erläutert und Stellung zur Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin angesetzten Parameter der Kapitalkosten genommen.

¹⁰⁸ Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

3.4.7 Basiszinssatz

- 401 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung erfolgt anhand der Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sichereren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.
- 402 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 403 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 404 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte gerundet.
- 405 Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen Dreimonatszeitraum geglättet. Der errechnete gerundete barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz beträgt nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin 3,00% vor Steuern und 2,21% nach persönlichen Einkommensteuern.
- 406 Wir haben die Ableitung des barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen. Wir halten den von der Bewertungsgutachterin angesetzten risikolosen Basiszinssatz i.H.v. 3,00% vor persönlichen Ertragsteuern und 2,21% nach persönlichen Ertragsteuern für sachgerecht und angemessen.

3.4.8 Marktrisikoprämie

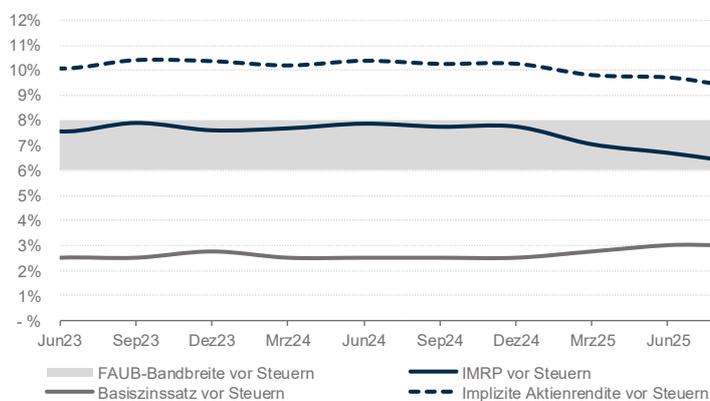
Die Empfehlung des FAUB

- 407 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.
- 408 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.
- 409 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00% bis 8,00% anzuheben (*Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).
- 410 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen* vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreite der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt.

Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern

- 411 Da Unternehmensbewertungen zukunftsorientiert erfolgen, erachten wir ex ante-Analysen für die Ableitung impliziter (erwarteter) Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien als aussagekräftiger im Vergleich zu ex post-Analysen. Diese Modelle ermöglichen eine stichtagsbezogene zukunftsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien).
- 412 Das von A&M entwickelte Modell zur Ableitung impliziter Marktrisikoprämien setzt die Marktkapitalisierung der betrachteten Unternehmen mit den Unternehmenswerten dieser Unternehmen gleich. Die Unternehmenswerte der betrachteten Unternehmen werden im Rahmen der Berechnungen basierend auf Konsensprognosen zukünftiger Dividenden für jedes Unternehmen abgeleitet. Die Summe der erwarteten Dividenden wird mit einem für alle Unternehmen einheitlichen Kapitalkostensatz diskontiert, der die Summe der Barwerte der erwarteten Cashflows mit der Gesamtmarktkapitalisierung gleichsetzt. Dieser Zinssatz wird iterativ ermittelt und reflektiert die erwartete Aktienrendite vor Einkommensteuern. Bei Abzug des risikolosen Zinssatzes ergibt sich die Marktrisikoprämie vor Einkommensteuern. Wird hingegen die erwartete Aktienrendite um Effekte aus Einkommensteuern und in einem zweiten Schritt um den risikolosen Zinssatz nach Einkommensteuern gekürzt, resultiert aus dieser Berechnung die implizite Marktrisikoprämie nach Einkommensteuern.¹⁰⁹
- 413 Die von uns ermittelte Marktrisikoprämie reagiert sensitiv auf die Verwendung der inflationsbedingten Wachstumsrate in der Ewigen Rente. Je niedriger die inflationsbedingte Wachstumsrate in der Ewigen Rente ist, desto niedriger ist auch die ermittelte Marktrisikoprämie. In Einklang mit der überwiegenden Anzahl der Bewertungen für am Markt durchgeführten Strukturmaßnahmen haben wir die inflationsbedingte Wachstumsrate der Ewigen Rente für unser Modell mit 1,00% angesetzt.
- 414 Unsere Ergebnisse für die Marktrisikoprämie vor Steuern für den Zeitraum vom Juni 2023 bis einschließlich Ende August 2025 sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst:

Abbildung 27: Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; WFI; A&M Analyse.

- 415 Wie der Abbildung zu entnehmen ist, bewegen sich die anhand des CDAX ermittelten impliziten Marktrisikoprämien seit Juni 2023 innerhalb der Bandbreite der aktuellen FAUB-Empfehlung zwischen 6,00% und 8,00%.

Implizite Marktrisikoprämien nach Steuern

- 416 Für die Ableitung der Kapitalkosten nach Einkommensteuern wird die erwartete Aktienrendite in eine Kursgewinnrendite (50%) und eine Dividendenrendite (50%) aufgeteilt.¹¹⁰ Der FAUB geht von einer Steuerbelastung der Dividenden i.H.v. 26,38% aus. Die Steuerbelastung auf Kursgewinne wird wiederum vereinfachend mit dem hälftigen Steuersatz für die Dividenden

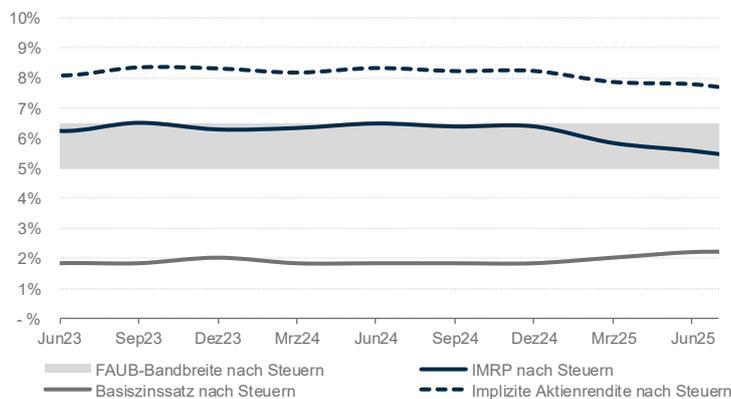
¹⁰⁹ Laas/Makarov: Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien in Zeiten von Krisen, in: WPg 2020, S. 982 ff.

¹¹⁰ Castedello et al., Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, in WPg 2018, S. 824.

angesetzt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Es ergibt sich eine Einkommensteuerbelastung der impliziten Vorsteuer-Rendite aus Aktien i.H.v. 19,78%.

- 417 Die Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämie nach Steuern anhand des CDAX ist der folgenden Abbildung zu entnehmen:

Abbildung 28: Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern (CDAX)



Quelle: S&P Capital IQ; IWF; A&M Analyse.

- 418 Die vom FAUB empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern liegt zwischen 5,00% und 6,50%. Die Abbildung zeigt, dass sich auch die impliziten Marktrisikoprämien nach Steuern im Zeitraum von Juni 2023 bis Ende August 2025 in der vom FAUB empfohlenen Bandbreite bewegen.

- 419 Üblicherweise wird bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen der Mittelpunkt der vom FAUB empfohlenen Bandbreite i.H.v. 5,75% verwendet. Angesichts der zuletzt gesunkenen impliziten Marktrisikoprämie und in Übereinstimmung mit unseren Analysen halten wir eine niedrigere Marktrisikoprämie i.H.v. 5,50% bei einem Basiszinssatz von 3,00% für sachgerecht. Bei einem Basiszinssatz in Höhe von 3,25% wäre hingegen eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,25% anzuwenden.

Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin

- 420 Im vorliegenden Fall hat die Bewertungsgutachterin die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,50% unter der Annahme eines Basiszinssatzes von 3,0% festgelegt. Wir halten diese Annahme für sachgerecht.

3.4.9 Betafaktor

- 421 Die Risikoprämie muss auf die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst werden. Im Rahmen des CAPM geschieht dies mithilfe des sog. Betafaktors. Der Betafaktor ist das Maß für die Sensitivität der Unternehmensrendite gegenüber den Veränderungen der Gesamtmarktrendite. Er beschreibt, inwiefern der Aktienkurs die Wertentwicklung eines Marktindex nachvollzieht, der das Marktportfolio repräsentiert. Der Betafaktor reflektiert das durch die Wertpapiermischung nicht eliminierbare, sog. systematische, Risiko einer Investition im Verhältnis zur Investition in das Marktportfolio. Er wird wie folgt ermittelt:

$$\beta_i = \frac{cov(r_M, r_i)}{Var(r_M)}$$

- mit β_i – der unternehmensspezifische Betafaktor,
 r_i – Aktienrendite,
 r_M – Marktrendite bzw. Rendite eines Aktienindexes,
 $Var(r_M)$ – Varianz der Marktrenditen bzw. Varianz der Renditen des Aktienindexes.

- 422 Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass die Rendite der betrachteten Aktie überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor von eins besagt, dass die Rendite der Aktie in gleichem Maße wie der Markt schwankt. Ein positiver Betafaktor kleiner eins drückt aus, dass die Rendite der Aktie zwar in die gleiche Richtung wie die Markttrendite schwankt, aber unterproportional auf deren Änderungen reagiert.
- 423 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.
- 424 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindex als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.
- 425 Im Folgenden gehen wir auf die Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors der PharmaSGP Holding SE und des Peer Group-Betafaktors ein.
- 426 Die empirisch gewonnenen Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen die sog. verschuldeten („levered“) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten („unlevered“) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet. Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.

Unternehmenseigener Betafaktor

- 427 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.
- 428 Wie im Abschnitt 3.3.3.2 dargelegt, weist die PharmaSGP-Aktie eine eingeschränkte Liquidität auf. Zusätzlich zu den in Abschnitt 3.3.3.2 betrachteten Zeiträumen haben wir die Aktie der PharmaSGP im Zwei- sowie im Fünfjahreszeitraum vor der Bekanntgabe der festen Absicht zur Durchführung einer Strukturmaßnahme am 10. Juni 2025 anhand der nachfolgend ausgewählten Liquiditätskennzahlen analysiert:
- (i) die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wurde,
 - (ii) das Handelsvolumen,
 - (iii) der Handelsumsatz,
 - (iv) der Streubesitz (Free Float),
 - (v) das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz,
 - (vi) die Handelsquote sowie
 - (vii) die Geld-Brief-Spannen (Bid-Ask-Spreads).
- 429 Die Ergebnisse dieser Analyse sind für den Zwei- und Fünfjahreszeitraum vor der Bekanntgabe am 10. Juni 2025 in Tabelle 21 zusammengefasst.

Tabelle 21: Ausgewählte Kriterien zur Analyse der Liquidität der PharmaSGP-Aktie¹¹¹

Kriterium	Einheit	2 Jahre	5 Jahre
Analysierter Zeitraum	von:	10.06.23	19.06.20*
	bis:	09.06.25	09.06.25
AUSGEWÄHLTE KRITERIEN ZUR ANALYSE DER AKTIENLIQUIDITÄT			
Handelstage			
Mögliche Handelstage	Tage	507	1.268
Handelstage mit Handel in % der möglichen Handelstage	Tage %	418 82%	1.157 91%
Tägliches Handelsvolumen			
Durchschnitt	Stück	769	1.729
Median	Stück	467	785
Täglicher Handelsumsatz			
Durchschnitt	TEUR	18	44
Median	TEUR	11	19
Streubesitz (Free Float)			
Ø-Streubesitz in % der ausstehenden Aktien	%	11,54%	15,91%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote			
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,06%	0,09%
Handelsquote	%	0,01%	0,01%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt	%	2,36%	2,27%
Median	%	2,41%	2,24%

Anmerkung: (*) Aufgrund der Erstnotierung der PharmaSGP-Aktien am 19. Juni 2020.

- 430 Wie aus Tabelle 21 ersichtlich wird, beträgt der durchschnittliche Handelsumsatz der Aktien der PharmaSGP im Zweijahreszeitraum EUR 18 Tsd. und im Fünfjahreszeitraum EUR 44 Tsd. Die Handelsquote (durchschnittliches Handelsvolumen zur Aktienanzahl) beträgt im Zwei- und Fünfjahreszeitraum jeweils 0,01%. Allein das geringe Handelsvolumen stellt einen Hinweis auf die eingeschränkte Liquidität der Aktien der PharmaSGP dar.
- 431 Einen weiteren deutlichen Hinweis auf die eingeschränkte Liquidität der Aktien der PharmaSGP liefern die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen, die im Zweijahreszeitraum bei 2,36% und im Fünfjahreszeitraum bei 2,27% liegen.¹¹² Es existiert zwar keine allgemein anerkannte, einheitliche Grenzwelle für die Geld-Brief-Spanne, deren Überschreitung eindeutig auf die Illiquidität des Wertpapiers hindeutet. In Teilen der Rechtsprechung werden aber bereits deutlich niedrigere Geld-Brief-Spannen als Zeichen mangelnder Liquidität gesehen.¹¹³
- 432 Im Ergebnis halten wir es für sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin von der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der PharmaSGP Holding SE abgesehen hat.

Ableitung des Betafaktors auf Basis der Vergleichsgruppe

- 433 Da im vorliegenden Fall der eigene Betafaktor der PharmaSGP Holding SE nicht zur Anwendung kommen konnte, wurde er anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der

¹¹¹ Quelle: Bloomberg auf Basis von XETRA-Tagesschlusskursen; S&P Capital IQ; Ad hoc-Mitteilungen der PharmaSGO Holding SE.

¹¹² Angaben in der Tabelle beziehen sich auf die Tage mit Handel. Werden in die Betrachtung die Geld-Brief-Spannen an den Tagen ohne Handel, aber mit festgestellten Kursen einbezogen, betragen die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen 2,34% im Zweijahreszeitraum und 2,26% im Fünfjahreszeitraum. Der Median beläuft sich auf 2,37% im Zweijahreszeitraum und 2,25% im Fünfjahreszeitraum.

¹¹³ 1,25% als Obergrenze - LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. Nach Bayern.Recht); bei 1,56% und 1,88% kein hinreichend liquider Handel – OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2015, Az. 21 W 26/13, Rn. 55 (zit. nach LaReDa); bei 1,59% und 1,60% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 08.02.2017, Az. 5 HK 7347/15, Rn. 134 (zit. nach openjur); bei über 1,63% mangelnde Liquidität – LG München I, Beschluss v. 02.12.2016, Az. 5 HK 5781/15, Rn. 152 (zit. nach openjur); bei 1,70% fehlende Liquidität – LG Stuttgart, Beschluss v. 05.11.2012, Az. 31 O 55/08 KfH, Rn. 120 (zit. nach Landesrechtsprechungsdatenbank Baden-Württemberg); bei 1,88% Illiquidität der Aktie – OLG Düsseldorf, Beschluss v. 22.03.2018, Az. 26 W 20/14, Rn. 103 (zit. nach juris); bei deutlich über 2,00% erhebliche Bedenken an der Liquidität - OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2017, Az. 21 W 75/15, Rn. 40 (zit. nach openjur).

Fachliteratur anerkannt.¹¹⁴ Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 3.2.4 erläutert. Die von uns zur Schätzung des Betafaktors herangezogene Peer Group stimmt mit der Vergleichsgruppe der Bewertungsgutachterin überein.

434 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte) analysiert. Als Referenzindizes wurde der jeweils breiteste lokale Aktienindex herangezogen.

435 Analog zum Vorgehen der Bewertungsgutachterin wurden im Rahmen unserer Analyse verschuldete Betafaktoren mit einem Wert für das Bestimmtheitsmaß (R^2) der Regression von unter 10% nicht berücksichtigt.

436 Die im Rahmen der Regression ermittelten verschuldeten Betafaktoren wurden unter Berücksichtigung der jeweiligen Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Regressionszeitraum in unverschuldete Betafaktoren überführt. Zur Überführung der verschuldeten in die unverschuldeten Betafaktoren haben wir die sog. Harris-Pringle-Anpassung herangezogen. Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Tabelle 22: Unverschuldete Betafaktoren der Vergleichsunternehmen

Peer-Unternehmen	Land	R ² Lokal		Beta Lokal		Ø
		5J	2J	5J	2J	
Dermapharm Holding SE	DE	29,6%	11,6%	0,82	0,40	0,61
Faes Farma, S.A.	ES	16,9%	7,3%	0,43	NA	0,43
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	ES	6,1%	4,8%	N/A	N/A	N/A
Boiron SA	FR	0,5%	3,5%	N/A	N/A	N/A
Prestige Consumer Healthcare Inc.	US	8,6%	3,1%	N/A	N/A	N/A
Perrigo Company plc	IE	5,1%	1,6%	N/A	N/A	N/A
Krka, d. d.	SI	25,9%	0,7%	0,84	NA	0,84
Haleon plc	UK	4,6%	7,6%	N/A	N/A	N/A
Sandoz Group AG	CH	9,3%	24,3%	N/A	0,77	0,77
Antibiotice S.A.	RO	12,5%	16,1%	0,79	1,11	0,95
Hikma Pharmaceuticals PLC	UK	13,4%	15,2%	0,69	0,68	0,69
Lavipharm S.A.	GR	26,7%	27,1%	0,86	0,73	0,80
Mittelwert		13,3%	10,2%	0,74	0,74	0,74
Median		10,9%	7,4%	0,80	0,73	0,77

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

437 Wie aus Tabelle 22 hervorgeht, betragen die durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen über beide Berechnungszeiträume 0,74, die Medianwerte liegen zwischen 0,73 und 0,80.

438 Im Durchschnitt über die 5- und die 2-Jahresbetrachtungen ergibt sich somit für den Mittelwert ein Wert von 0,74 und für den Median ein Wert von 0,77.

439 Die Bewertungsgutachterin hat ihrer Bewertung einen unverschuldeten Betafaktor von 0,75 zugrunde gelegt. Auf Basis unserer Analysen halten wir diesen für angemessen.

3.4.10 Wachstumsabschlag

440 Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert zum einen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage und zum anderen organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten (inflationsbedingtes Wachstum). Im Detailplanungszeitraum sind diese Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet.

441 Für die Phase der Ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente

¹¹⁴ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt (inflationsbedingtes Wachstum). Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

442 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben.

443 Die Bewertungsgutachterin hat den Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0% (vor Berücksichtigung der inflationsbedingten Kursgewinnbesteuerung) angesetzt. Vor dem Hintergrund der durchgeführten Analysen erachten wir den Wachstumsabschlag von 1,0% für angemessen.

3.4.11 Ermittlung der Kapitalkosten

444 Die nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der Kapitalkosten des PharmaSGP-Konzerns für den Detailplanungszeitraum GJ25-27 sowie für Übergangsphase GJ28-29 und Ewige Rente auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

Tabelle 23: PharmaSGP-Konzern – Kapitalisierungszinssatz

	Budget GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Trans GJ28	Trans GJ29	TV GJ30ff.
Basiszinssatz vor pers. ESt	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Pers. ESt-Satz (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz nach pers. ESt	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta-Faktor unverschuldet	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Beta-Faktor Fremdkapital	0,03	0,04	0,05	0,01	0,01	0,01
Verschuldungsgrad BOP (D/E)	21,6%	19,0%	17,4%	17,9%	17,8%	17,8%
Steuersatz	24,8%	24,6%	24,6%	23,5%	22,5%	19,3%
Beta-Faktor verschuldet	0,91	0,88	0,87	0,88	0,88	0,88
KapZins vor Wachstumsabschlag	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	7,05%
Wachstumsabschlag						(1,00%)
Kapitalisierungszinssatz	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	6,05%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Pers. ESt = Persönliche Ertragsteuer; SolZ = Solidaritätszuschlag; BOP = Periodenbeginn; KapZins = Kapitalisierungszinssatz.

3.5 Unternehmensbewertung

3.5.1 Ertragswertermittlung

445 Nachfolgende Tabelle fasst die Ertragswertberechnung aus den zuvor bestimmten Nettoeinnahmen und den Kapitalkosten des PharmaSGP-Konzerns zusammen.

Tabelle 24: PharmaSGP-Konzern – Ableitung des Ertragswerts

EUR Mio.	Budget	Plan	Plan	Trans	Trans	TV
	GJ25	GJ26	GJ27	GJ28	GJ29	GJ30ff.
Konzernperiodenergebnis	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5
Ausschüttung	9,4	9,3	9,3	11,9	12,4	13,3
(Wachstums-)Thesaurierung	5,2	-	-	1,0	0,2	0,2
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	4,2	10,3	11,8	11,0	12,2	13,0
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>	<i>50,0%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	3,4
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(2,5)	(2,5)	(2,5)	(3,1)	(3,3)	(3,5)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	(0,4)
Pers. Ertragsteuer WBaT	(0,5)	(1,4)	(1,6)	(1,4)	(1,6)	(1,7)
Nettoeinnahmen	10,5	15,8	17,1	18,3	19,7	20,6
Kapitalisierungszinssatz	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	6,05%
Diskontierungsfaktor	1,000	0,933	0,871	0,761	0,710	11,735
Ertragswert	307,5	319,1	325,8	336,6	340,7	
Ertragswert zum 31.12.24	307,5					

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

446 Nach unserer Analyse ergibt sich zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 ein Ertragswert von EUR 307,5 Mio. vor der Berücksichtigung von Sonderwerten.

3.5.2 Sonderwerte

447 Auf Basis des IDW S 1 sind Vermögensteile, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, getrennt zu bewerten. Weiterhin sind sämtliche Vermögenswerte anzusetzen deren Wertbeiträge nicht in der Planung angemessen reflektiert sind.

448 Nachfolgende Tabelle zeigt den Unternehmenswert der PharmaSGP Holding SE unter Berücksichtigung von Sonderwerten und den daraus resultierenden Wert je Aktie.

Tabelle 25: PharmaSGP Holding SE – Unternehmenswert

EUR Mio.	31.12.24	31.10.25
Ertragswert	307,5	325,8
(+) Sonderwert: Sonderausschüttung Überschusskasse	8,5	9,0
(+) Sonderwert: Steuervorteil GSK Abschreibungen	3,3	3,5
(-) Sonderwert: Vorzeitiger Ansatz Körperschaftsteuerreduktion	(0,5)	(0,5)
Sonderwerte gesamt	11,3	11,9
Unternehmenswert	318,7	337,7
Anzahl der Aktien im Umlauf (Mio.)		11,5
Wert je Aktie (EUR)		29,33

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

449 Nach Hinzurechnung der Sonderwerte und Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag 31. Oktober 2025 ergibt sich ein Unternehmenswert der PharmaSGP Holding SE von EUR 337,7 Mio. Unter Berücksichtigung der Anzahl der Aktien im Umlauf von 11.512.512 lässt sich ein Wert von EUR 29,33 je Aktie ableiten. Nachfolgend gehen wir auf die Bestimmung der Sonderwerte im Einzelnen ein.

Sonderausschüttung Überschusskasse

- 450 Die Bewertungsgutachterin hat die Aufsatzbilanz des GJ24 um den Teil des Kassenbestands bereinigt, welcher nicht operativ gebunden ist. Diese Überschusskasse wurde bewertungstechnisch im Rahmen einer Sonderausschüttung berücksichtigt. Insgesamt beträgt die Höhe der Überschusskasse am Ende des GJ24 EUR 11,5 Mio. Unter Berücksichtigung der auf die Sonderausschüttung anfallenden persönlichen Ertragsteuern ergibt sich zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 ein Wert i.H.v. EUR 8,5 Mio. Zum Bewertungsstichtag 31. Oktober 2025 ergibt sich nach Aufzinsung ein Sonderwert i.H.v. EUR 9,0 Mio.

Steuervorteil GSK Abschreibungen

- 451 Ein weiterer Sonderwert ergibt sich aus einer Differenz zwischen den tatsächlich geplanten Abschreibungen des GSK-Portfolios und dem in der Übergangsphase und Ewigen Rente angenommenen Abschreibungsniveau. So wird das GSK-Portfolio planmäßig bis zum GJ32 abgeschrieben, die Phase der Ewigen Rente beginnt bewertungstechnisch jedoch schon im GJ30. Dies führt, verglichen mit dem nachhaltigen Abschreibungsniveau, zu höheren tatsächlichen Abschreibungen in den GJ31-32. Die Differenz des Abschreibungsaufwands führt sodann zu einer im Ertragswert zunächst nicht berücksichtigten Steuerersparnis. Der Barwert dieser Steuerersparnis nach persönlichen Ertragsteuern beträgt zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 EUR 3,3 Mio. Zum Bewertungsstichtag 31. Oktober 2025 ergibt sich nach Aufzinsung ein Sonderwert i.H.v. EUR 3,5 Mio.

Vorzeitiger Ansatz Körperschaftsteuerreduktion

- 452 Einen ähnlichen Hintergrund hat auch der berücksichtigte Sonderwert für den vorzeitigen Ansatz der Körperschaftsteuerreduktion. Die Bewertungsgutachterin hat eine Reduktion des Körperschaftsteuersatzes auf 10% bereits für das Jahr der Ewigen Rente, GJ30, angenommen. Tatsächlich beträgt der für das GJ30 erwartete Körperschaftsteuersatz aber 12%. Die Bewertungsgutachterin hat den Barwert des sich daraus ergebenden negativen Unterschiedsbeitrags aus angenommener und tatsächlicher Steuerlast bewertungstechnisch als Sonderwert berücksichtigt. Dieser beträgt zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 und nach persönlichen Ertragsteuern EUR -0,5 Mio. Zum Bewertungsstichtag 31. Oktober 2025 ergibt sich nach Aufzinsung ein Sonderwert i.H.v. EUR -0,5 Mio.

3.5.3 Plausibilisierungen

3.5.3.1 Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren

- 453 Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren können gemäß IDW S 1 vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt.
- 454 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Plausibilisierung haben wir 11 börsennotierte Vergleichsunternehmen einbezogen, die ebenfalls OTC-Pharmaprodukte vertreiben und somit ein ähnliches Geschäftsmodell zum PharmaSGP-Konzern aufweisen (siehe Abschnitt 3.2.4).
- 455 Der von uns abgeleitete Gesamtunternehmenswert der Vergleichsunternehmen wird aus der Summe der Marktkapitalisierung nach Anpassungen¹¹⁵ und den Finanzverbindlichkeiten berechnet. Die von uns herangezogenen EBITDA-Werte der Vergleichsunternehmen beruhen auf Informationen von S&P Capital IQ für die GJ24-27. Dabei handelt es sich bereits um einen bereinigten Wert, der nicht wiederkehrende und außergewöhnliche Effekte ausschließt. Den

¹¹⁵ Die Marktkapitalisierung beruht auf den Durchschnittskursen der letzten 20 Handelstage ausgehend vom Bewertungsstichtag. Die Durchschnittsbildung soll kurzfristige Verzerrungen zum Bewertungsstichtag eliminieren. Die Anpassungen der Marktkapitalisierung beziehen sich auf i) den Einbezug der (nicht in der Marktkapitalisierung aber im EBITDA) enthaltenen Minderheitenanteile, ii) den Ausschluss der nicht vollkonsolidierten Beteiligungen (diese stellen keine EBITDA-Größe dar), sowie iii) Normalisierungen in Bezug auf steuerliche Verlustvorträge und nicht betriebsnotwendiges Vermögen (bzw. Schulden).

so gewonnenen Multiplikator haben wir auf das bereinigte EBITDA des PharmaSGP-Konzerns für die GJ24-27 angewendet.

456 Nachfolgende Tabelle stellt den EV/EBITDA-Börsenmultiplikatoren der Vergleichsunternehmen für die GJ24-27 dar:

Tabelle 26: PharmaSGP-Konzern – Börsenmultiplikatoren

Peer Unternehmen	Währung	EV (Mio.)	EBITDA				EV/EBITDA			
			GJ24	GJ25	GJ26	GJ27	GJ24	GJ25	GJ26	GJ27
Dermapharm Holding SE	EUR	2.791	316	327	344	361	8,8x	8,5x	8,1x	7,7x
Faes Farma, S.A.	EUR	1.400	129	120	145	160	10,9x	11,6x	9,7x	8,7x
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	EUR	289	36	39	45	49	8,0x	7,4x	6,5x	5,9x
Boiron SA	EUR	439	53	77	90	N/A	8,2x	5,7x	4,9x	N/A
Prestige Consumer Healthcare	USD	4.313	374	366	377	380	11,5x	11,8x	11,4x	11,3x
Perrigo Company plc	USD	6.947	705	773	808	841	9,9x	9,0x	8,6x	8,3x
Krka, d. d.	EUR	6.303	520	544	570	593	12,1x	11,6x	11,1x	10,6x
Haleon plc	GBP	41.133	2.805	2.763	2.948	3.142	14,7x	14,9x	14,0x	13,1x
Sandoz Group AG	USD	31.336	2.080	2.337	2.678	2.998	15,1x	13,4x	11,7x	10,5x
Antibiotice S.A.	RON	1.926	152	174	206	241	12,6x	11,1x	9,4x	8,0x
Hikma Pharmaceuticals PLC	USD	6.851	824	870,77	943	1.032	8,3x	7,9x	7,3x	6,6x
Mittelwert							10,9x	10,3x	9,3x	9,1x
Median							10,9x	11,1x	9,4x	8,5x
Multiplikatorenbandbreite						Obergrenze	11,5x	11,5x	10,0x	9,5x
						Untergrenze	10,5x	10,5x	9,0x	8,5x
% Median						Obergrenze	105,9%	104,0%	106,9%	111,7%
						Untergrenze	96,7%	94,9%	96,2%	100,0%
PharmaSGP EBITDA (EUR Mio.)*							37,8	38,3	37,5	37,7
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)						Obergrenze	434,3	439,9	374,6	358,5
						Untergrenze	396,5	401,7	337,1	320,7
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)							364,0	–		401,8
(+) Sonderwert: Sonderausschüttung Überschusskasse (EUR Mio.)							9,0			9,0
(+) Sonderwert: Steuervorteil GSK Abschreibungen (EUR Mio.)							3,5			3,5
(-) Sonderwert: Vorzeitiger Ansatz Körperschaftssteuerreduktion (EUR Mio.)							(0,5)			(0,5)
(-) Finanzverbindlichkeiten Jun25 (EUR Mio.)							(62,3)			(62,3)
Wertbandbreite Unternehmenswert, gerundet (EUR Mio.)							310,0	–		350,0
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)							26,93	–		30,40

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Abkürzungen: MktKap = Marktkapitalisierung; Anp = Anpassungen; FinVerb = Finanzverbindlichkeiten; EV = Gesamtunternehmenswert

Anmerkungen: (*) Normalisierung kurzfristiger negativer Margeneinflüsse aufgrund von Veränderungen im Produktmix.

Lavipharm S.A. verfügt über keine Analystenschätzungen, daher wurde das Unternehmen in dieser Analyse nicht berücksichtigt.

457 Aus den EV/EBITDA-Multiplikatoren für GJ24-27 der Vergleichsunternehmen ergibt sich ein Mittelwert von jeweils 10,9x, 10,3x, 9,3x und 9,1x. Über den gleichen Zeitraum ergibt sich ein Medianwert von der EV/EBITDA-Multiplikatoren von jeweils 10,9x, 11,1x, 9,4x und 8,5x. Ausgehend von den Mittel- und Medianwerten haben wir eine Multiplikatoren-Bandbreite festgelegt. Die Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert resultiert aus der Multiplikation der festgelegten Multiplikatoren-Bandbreite mit dem EBITDA des PharmaSGP-Konzerns für GJ24-27 (nach Bereinigungen).

458 Basierend auf den Wertbandbreiten für den Gesamtunternehmenswert der einzelnen Jahre wird eine durchschnittliche Wertbandbreite für den Gesamtzeitraum ermittelt. Nach Abzug der Finanzverbindlichkeiten, der Einbeziehung von Sonderwerten (siehe Abschnitt 3.5.2) und Rundung ergibt sich die durchschnittliche Wertbandbreite des Eigenkapitals i.H.v. EUR 310-350 Mio. auf Grundlage des EV/EBITDA-Multiplikators. Auf Basis dieser Bandbreite ergibt sich eine Bandbreite des Werts pro Aktie von EUR 26,93 bis EUR 30,40.

459 Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass der ermittelte Unternehmenswert je Aktie der Bewertungsgutachterin i.H.v. EUR 29,33 innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt.

3.5.3.2 Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

460 Bei der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren haben wir aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind. Der Analysezeitraum umfasst die letzten fünf Jahre vor dem Bewertungsstichtag.

461 Insgesamt haben wir 9 vergleichbare Transaktionen identifiziert und daraus EV/EBITDA-Multiplikatoren abgeleitet. Eine Kurzbeschreibung der Vergleichstransaktionen ist dem Anhang A&M-002 zu entnehmen. Die Wertableitung über Transaktionsmultiplikatoren ist in der folgenden Tabelle dargestellt:

Tabelle 27: PharmaSGP-Konzern – Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Datum Ank.	Zielunternehmen	Erwerber	Land	Transaktionsdetails			
				Übern. Anteile	Impl. EV (€ Mio.)	EBITDA (€ Mio.)	EV/ EBITDA
10/01/25	Alliance Pharma plc	Verschiedene Käufer	UK	72%	498	44	11,4x
24/11/23	Taisho Pharmaceutical Holdings Co., Ltd.	Otemon Co., Ltd.	JP	73%	2.923	282	10,4x
23/12/22	Nuvo Pharmaceuticals Inc.	Searchlight Pharma Inc.	CA	100%	58	13	4,3x
01/12/22	HL Healthcare Limited	Venture Life Group plc	UK	100%	15	2	7,6x
15/07/21	Olpha AS	AB City JSC	LV	69%	239	25	9,6x
23/06/21	Haleon plc	Spin Off	UK	>50%	46.379	2.516	18,4x
11/03/21	Cooper Consumer Health SAS	Verschiedene Käufer	FR	>50%	2.000	150	13,3x
27/01/21	ADVANZ PHARMA Corp. Limited	Nordic Capital	UK	100%	1.688	190	8,9x
24/08/20	Takeda Consumer Healthcare Company	Verschiedene Käufer	JP	100%	1.936	160	12,1x
Mittelwert							10,7x
Median							10,4x
Multiplikatorenbandbreite						Obergrenze	11,0x
						Untergrenze	10,0x
% Median						Obergrenze	106,0%
						Untergrenze	96,4%
PharmaSGP LTM Jun25 EBITDA (EUR Mio.)*							36,3
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)						Obergrenze	399,2
						Untergrenze	362,9
(+) Sonderwert: Sonderausschüttung Überschusskasse (EUR Mio.)							9,0
(+) Sonderwert: Steuervorteil GSK Abschreibungen (EUR Mio.)							3,5
(-) Sonderwert: Vorzeitiger Ansatz Körperschaftssteuerreduktion (EUR Mio.)							(0,5)
(-) Finanzverbindlichkeiten Jun25 (EUR Mio.)							(62,3)
Wertbandbreite Unternehmenswert, gerundet (EUR Mio.)						Obergrenze	350,0
						Untergrenze	310,0
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)						Obergrenze	30,40
						Untergrenze	26,93

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Abkürzungen: Ank. = Ankündigung; Übern. Anteile = Übernommene Anteile; Impl. EV = Impliziter Gesamtunternehmenswert.

Anmerkungen: (*) Normalisierung kurzfristiger negativer Margeneinflüsse aufgrund von Veränderungen im Produktmix.

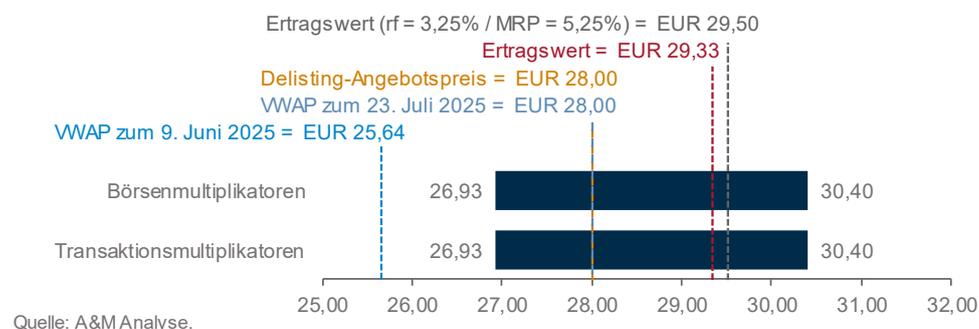
462 Aus den EV/EBITDA-Multiplikatoren der Vergleichstransaktionen ergibt sich ein Median von 10,4x und ein Mittelwert von 10,7x. Um eine Wertbandbreite für den Unternehmenswert festzulegen, haben wir eine Multiplikatoren-Bandbreite ausgehend vom Median der neun Vergleichstransaktionen festgelegt (10,0x-11,0x). Unter Berücksichtigung von Finanzverbindlichkeiten, Sonderwerten und Rundung ergibt sich eine Wertbandbreite für das Eigenkapital zwischen EUR 310-350 Mio. Daraus lässt sich eine Bandbreite des Werts je Aktie i.H.v. EUR 26,93-30,40 ableiten.

463 Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert je Aktie i.H.v. EUR 29,33 liegt somit innerhalb der Wertbandbreite basierend auf den EV/EBITDA-Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen.

3.6 Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

- 464 Die Ermittlung der Barabfindung ist der dem Übertragungsbericht beigefügten gutachtlichen Stellungnahme der Bewertungsgutachterin ausführlich dargelegt.
- 465 So wurde von der Bewertungsgutachterin für die PharmaSGP Holding SE ein Unternehmenswert nach persönlichen Ertragsteuern zum 31. Oktober 2025 i.H.v. EUR 337,7 Mio. ermittelt. Auf Basis der 11.512.512 im Umlauf befindlichen Stückaktien der Gesellschaft ergibt sich ein anteiliger Unternehmenswert von EUR 29,33 pro Aktie.
- 466 Die Hauptaktionärin der PharmaSGP Holding SE hat auf Basis der Ertragswertermittlung die Höhe der Barabfindung auf EUR 29,33 je Aktie festgelegt.
- 467 Nachfolgende Abbildung fasst die Ergebnisse unserer Prüfung zusammen und stellt die von der Hauptaktionärin der PharmaSGP Holding SE festgelegte Barabfindung (bzw. den von der Bewertungsgutachterin ermittelten Unternehmenswert) dem Börsenkurs (Drei-Monats-Durchschnittskurse zum 9. Juni 2025 sowie zum 23. Juli 2025), dem Angebotspreis des Delisting-Erwerbsangebots und den Wertbandbreiten auf Basis der vergleichenden Multiplikator-Bewertung gegenüber.

Abbildung 29: Wert je Aktie – Ergebnisübersicht



- 468 Wir stellen fest, dass die festgelegte Barabfindung i.H.v. EUR 29,33 deutlich über dem Börsenkurs und dem Angebotspreis des Delisting-Erwerbsangebots liegt und durch die für die Plausibilitätsprüfung berücksichtigten Wertbandbreiten bestätigt wird.
- 469 Vor dem Hintergrund möglicherweise bis zum Tag der Hauptversammlung der PharmaSGP Holding SE am 31. Oktober 2025 steigender Renditen für risikolose Bundesanleihen kann eine Anpassung des Unternehmenswertes notwendig werden. Im Übertragungsbericht ist die Auswirkung des Anstiegs des Basiszinssatzes um 0,25% auf 3,25% (vor persönlicher Einkommensteuer) bzw. auf 2,39% (nach persönlicher Einkommensteuer) bei einem gleichzeitigen Absinken der Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommensteuer um 0,25% von 5,50% auf 5,25% dargestellt. Unter sonst unveränderten Bedingungen würde der Wert je Aktie der PharmaSGP Holding SE von EUR 29,33 auf EUR 29,50 ansteigen.
- 470 Die nachfolgende Tabelle stellt die beiden Szenarien dar. Das „Basisszenario“ berücksichtigt einen risikofreien Zins vor persönlichen Einkommensteuern i.H.v. 3,00% und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern i.H.v. 5,50%. Das „Alternativszenario“ unterstellt einen risikofreien Zins vor persönlichen Einkommensteuern i.H.v. 3,25% und eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern i.H.v. 5,25%.

Tabelle 28: PharmaSGP-Konzern – Szenariotabelle

	Szenarien	
	Basis	Altern.
Basiszinssatz vor persönlichen Einkommensteuern	3,00%	3,25%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern	5,50%	5,25%
Wert je PharmaSGP-Aktie	29,33	29,50

Quelle: A&M Analyse.

- 471 Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Die Erhöhung des Basiszinssatzes um 0,25%-Punkte bei einer gleichzeitigen Reduktion der Marktrisikoprämie und 0,25%-Punkte führt zu der im Übertragungsbericht dargestellten Änderung.
- 472 Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass diese Sensitivätsberechnung nur zu Informationszwecken der außenstehenden Aktionäre dient. Wir werden im Vorfeld der Hauptversammlung eine Stichtagserklärung abgeben. Sofern es zu Änderungen von Bewertungsparametern kommt, wird die Bewertungsgutachterin eine Neuberechnung der Abfindung vornehmen. Im Rahmen dieser Neuberechnung werden die veränderten Bewertungsparameter in Ihrer Gesamtheit berücksichtigt. Sollten sich bis zum Tag der Hauptversammlung die Bewertungsparameter Basiszinssatz und Marktrisikoprämie um die im Übertragungsbericht dargestellten Größenordnung verändert haben und die übrigen Parameter konstant geblieben sein, wäre eine angepasste Abfindung i.H.v. EUR 29,50 je Aktie angemessen.

3.7 Besondere Schwierigkeiten bei der Prüfung der Bewertung

473 Im Rahmen der Prüfung der von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Bewertung haben wir folgende besondere Schwierigkeiten im Sinne der §§ 293e Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. 327c Abs. 2 Satz 4 AktG bei der Bewertung des PharmaSGP-Konzerns festgestellt:

- Der finanzielle Erfolg der Neueinführung der unter der Marke pureSGP[®] vertriebenen Produkte im Jahr 2024 ist zum Bewertungsstichtag noch ungewiss. Eine aus Sicht der Gesellschaft vielversprechende bisherige Umsatzentwicklung dieser Produkte steht hohen Marketingkosten bei der Neueinführung und der laufenden Produktbewerbung sowie einer hohen Materialeinsatzquote gegenüber;
- Das Geschäftsmodell der PharmaSGP befindet sich aufgrund eines sich verändernden Werbekonsums der Zielkundengruppen in einem teilweisen Umbruch. Während die Gesellschaft zuvor ihre Endkunden vor allem durch Print- und TV-Werbung erfolgreich erreichen konnte, werden diese Medien auch bei älteren Zielkundengruppen immer weniger stark konsumiert. Dies führt dazu, dass sich der PharmaSGP-Konzern verstärkt auf das Onlinemarketing konzentrieren muss und auch entsprechende Online-Vertriebskanäle bedient werden müssen. Der Erfolg der Umstellung des Werbe- und Vertriebsmodells ist derzeit noch nicht vollständig abschätzbar;
- Die Produkte des Bestandsportfolios der Gesellschaft, insbesondere im Bereich Schmerzmittel, sehen sich zunehmendem Preis- und Wettbewerbsdruck ausgesetzt. In der jüngeren Vergangenheit konnte diesem teilweise durch einen gezielten Ausbau der Marketingaktivitäten entgegengewirkt werden, was jedoch negative Auswirkungen auf die Produktmarge zur Folge hatte. Es ist offen, ob es der Gesellschaft auch in Zukunft gelingt ihre im Verhältnis zu Konkurrenzprodukten hochpreisigen Produkte am Markt erfolgreich platzieren zu können;
- Das spezialisierte Produktportfolio des PharmaSGP-Konzerns, welches verschiedene Produktnischen bedient und, trotz der Internationalisierungsstrategie, immer noch vorwiegend den deutschen Markt bedient, erschwert die Identifikation vergleichbarer Unternehmen. Die Peer Group-Unternehmen sind im Hinblick auf die geographische Verbreitung und das Produktangebot i.d.R. deutlich diversifizierter.

474 Aufgrund der aufgezeigten Unsicherheiten haben wir die jeweiligen Annahmen intensiv plausibilisiert. Wir sind zu der Schlussfolgerung gelangt, dass keine Anzeichen dafür bestehen, dass Annahmen außerhalb einer vertretbaren Bandbreite gesetzt worden sind.

Keine divergierenden Auffassungen

475 Wir waren in einem stetigen Austausch mit der Bewertungsgutachterin und haben demnach auch kontinuierlich Vorschläge zur Korrektur der Bewertung gemacht. Diese wurden seitens der Bewertungsgutachterin angenommen.

4 ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG

476 Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der FUTRUE GmbH, Gräfelfing, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing geprüft.

477 Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing i.H.v. EUR 29,33 je Aktie zum Bewertungsstichtag 31. Oktober 2025 bei einem Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 3,00% und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,50% angemessen. Bei einem Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 3,25% und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,25% ergibt sich eine angemessene Barabfindung i.H.v. EUR 29,50 je Aktie.“

Frankfurt, 18. September 2025

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dr. Tim Laas – Wirtschaftsprüfer
Managing Director

Michael Englert
Associate Director



ANHANGSVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
A&M-001	Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen
A&M-002	Beschreibung der Vergleichstransaktionen

Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing

auf die

FUTRUE GmbH, Gräfelfing

Az.: 5 HK O 9601/25

18. September 2025

Anhang A&M-001:
Unternehmensprofile der Vergleichsunternehmen



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Peer 1: Dermapharm Holding SE

Unternehmensprofil: Dermapharm Holding SE																																																																																																																																														
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen																																																																																																																																											
Die Dermapharm Holding SE entwickelt und vertreibt patentfreie Marken-Arzneimittel vorwiegend im europäischen Raum. Das Unternehmen gliedert sich in drei Geschäftsbereiche: Marken-Arzneimittel, Gesundheitsprodukte und das Parallelimportgeschäft. Zum Produktportfolio gehören Marken-Generika, rezeptfreie Arzneimittel (OTC-Produkte), Gesundheitsprodukte ohne Verschreibungspflicht, pflanzliche Extrakte sowie parallelimportierte Originalpräparate. Die Dermapharm Holding SE ist eine Tochtergesellschaft der Themis Beteiligungs-AG. Das Unternehmen wurde 1991 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Grünwald, Deutschland.			Hauptsitz: Deutschland Branchen: Pharma Geographien: Deutschland (61%), Frankreich (12%), Spanien (10%), Österreich/Schweiz (8%) (Umsätze in GJ24) Segmente: Markenarzneimittel (50%), sonstige Gesundheitsprodukte (33%), Parallelimportgeschäft (21%)																																																																																																																																											
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)			Finanzübersicht																																																																																																																																											
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 1.789,0 (+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 910,9 (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 78,9 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 140,3 Finanzverbindlichkeiten 1.130,1 Gesamtunternehmenswert (WACC) 2.919,1 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) (2,8) (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) (57,6) (-) Steuerliche Verlustvorträge (68,1) (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen (128,5) Gesamtunternehmenswert (angepasst) 2.790,6 Marktkapitalisierung (angepasst) 1.720,8 FinVerb/Marktkapitalisierung 63%			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">EUR Mio., GJE 31 Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Mär25A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>1.135,4</td> <td>1.180,8</td> <td>1.176,3</td> <td>1.177,9</td> <td>1.224,5</td> <td>1.270,6</td> <td>1,9%</td> <td>3,9%</td> </tr> <tr> <td>% Wachstum</td> <td>10,8%</td> <td>4,0%</td> <td>N/A</td> <td>(0,2%)</td> <td>4,0%</td> <td>3,8%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>707,5</td> <td>754,0</td> <td>759,8</td> <td>766,8</td> <td>800,2</td> <td>833,2</td> <td>4,1%</td> <td>4,2%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>62,3%</td> <td>63,9%</td> <td>64,6%</td> <td>65,1%</td> <td>65,4%</td> <td>65,6%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>310,2</td> <td>315,6</td> <td>321,5</td> <td>326,8</td> <td>343,8</td> <td>360,6</td> <td>2,6%</td> <td>5,0%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>27,3%</td> <td>26,7%</td> <td>27,3%</td> <td>27,7%</td> <td>28,1%</td> <td>28,4%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>182,9</td> <td>216,9</td> <td>224,8</td> <td>233,3</td> <td>249,4</td> <td>265,6</td> <td>13,0%</td> <td>6,7%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>16,1%</td> <td>18,4%</td> <td>19,1%</td> <td>19,8%</td> <td>20,4%</td> <td>20,9%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>79,4</td> <td>118,1</td> <td>111,5</td> <td>121,9</td> <td>136,6</td> <td>149,5</td> <td>23,9%</td> <td>10,7%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>7,0%</td> <td>10,0%</td> <td>9,5%</td> <td>10,4%</td> <td>11,2%</td> <td>11,8%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Operativer Cashflow</td> <td>219,4</td> <td>201,4</td> <td>215,5</td> <td>215,5</td> <td>215,9</td> <td>229,4</td> <td>(0,9%)</td> <td>3,2%</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(41,5)</td> <td>(38,2)</td> <td>(40,2)</td> <td>(43,7)</td> <td>(44,7)</td> <td>(46,2)</td> <td>2,5%</td> <td>2,9%</td> </tr> <tr> <td>OCF - Capex</td> <td>177,9</td> <td>163,1</td> <td>175,3</td> <td>171,9</td> <td>171,2</td> <td>183,2</td> <td>(1,7%)</td> <td>3,3%</td> </tr> </tbody> </table>						EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		GJ23A	GJ24A	Mär25A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	Umsatzerlöse	1.135,4	1.180,8	1.176,3	1.177,9	1.224,5	1.270,6	1,9%	3,9%	% Wachstum	10,8%	4,0%	N/A	(0,2%)	4,0%	3,8%			Rohertrag	707,5	754,0	759,8	766,8	800,2	833,2	4,1%	4,2%	% Marge	62,3%	63,9%	64,6%	65,1%	65,4%	65,6%			EBITDA, angepasst	310,2	315,6	321,5	326,8	343,8	360,6	2,6%	5,0%	% Marge	27,3%	26,7%	27,3%	27,7%	28,1%	28,4%			EBIT, angepasst	182,9	216,9	224,8	233,3	249,4	265,6	13,0%	6,7%	% Marge	16,1%	18,4%	19,1%	19,8%	20,4%	20,9%			Jahresüberschuss, ang.	79,4	118,1	111,5	121,9	136,6	149,5	23,9%	10,7%	% Marge	7,0%	10,0%	9,5%	10,4%	11,2%	11,8%			Operativer Cashflow	219,4	201,4	215,5	215,5	215,9	229,4	(0,9%)	3,2%	Capex	(41,5)	(38,2)	(40,2)	(43,7)	(44,7)	(46,2)	2,5%	2,9%	OCF - Capex	177,9	163,1	175,3	171,9	171,2	183,2	(1,7%)	3,3%
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																							
	GJ23A	GJ24A	Mär25A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																						
Umsatzerlöse	1.135,4	1.180,8	1.176,3	1.177,9	1.224,5	1.270,6	1,9%	3,9%																																																																																																																																						
% Wachstum	10,8%	4,0%	N/A	(0,2%)	4,0%	3,8%																																																																																																																																								
Rohertrag	707,5	754,0	759,8	766,8	800,2	833,2	4,1%	4,2%																																																																																																																																						
% Marge	62,3%	63,9%	64,6%	65,1%	65,4%	65,6%																																																																																																																																								
EBITDA, angepasst	310,2	315,6	321,5	326,8	343,8	360,6	2,6%	5,0%																																																																																																																																						
% Marge	27,3%	26,7%	27,3%	27,7%	28,1%	28,4%																																																																																																																																								
EBIT, angepasst	182,9	216,9	224,8	233,3	249,4	265,6	13,0%	6,7%																																																																																																																																						
% Marge	16,1%	18,4%	19,1%	19,8%	20,4%	20,9%																																																																																																																																								
Jahresüberschuss, ang.	79,4	118,1	111,5	121,9	136,6	149,5	23,9%	10,7%																																																																																																																																						
% Marge	7,0%	10,0%	9,5%	10,4%	11,2%	11,8%																																																																																																																																								
Operativer Cashflow	219,4	201,4	215,5	215,5	215,9	229,4	(0,9%)	3,2%																																																																																																																																						
Capex	(41,5)	(38,2)	(40,2)	(43,7)	(44,7)	(46,2)	2,5%	2,9%																																																																																																																																						
OCF - Capex	177,9	163,1	175,3	171,9	171,2	183,2	(1,7%)	3,3%																																																																																																																																						
Börsenmultiplikatoren			<table border="1"> <tbody> <tr> <td>EV/Umsatz</td> <td>2,4x</td> <td>2,4x</td> <td>2,4x</td> <td>2,3x</td> <td>2,2x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>8,8x</td> <td>8,7x</td> <td>8,5x</td> <td>8,1x</td> <td>7,7x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>12,9x</td> <td>12,4x</td> <td>12,0x</td> <td>11,2x</td> <td>10,5x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P/E</td> <td>14,6x</td> <td>15,4x</td> <td>14,1x</td> <td>12,6x</td> <td>11,5x</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						EV/Umsatz	2,4x	2,4x	2,4x	2,3x	2,2x			EV/EBITDA	8,8x	8,7x	8,5x	8,1x	7,7x			EV/EBIT	12,9x	12,4x	12,0x	11,2x	10,5x			P/E	14,6x	15,4x	14,1x	12,6x	11,5x																																																																																																								
EV/Umsatz	2,4x	2,4x	2,4x	2,3x	2,2x																																																																																																																																									
EV/EBITDA	8,8x	8,7x	8,5x	8,1x	7,7x																																																																																																																																									
EV/EBIT	12,9x	12,4x	12,0x	11,2x	10,5x																																																																																																																																									
P/E	14,6x	15,4x	14,1x	12,6x	11,5x																																																																																																																																									

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 2: Faes Farma, S.A.

Unternehmensprofil: Faes Farma, S.A.																																																																																																																																														
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen																																																																																																																																											
Faes Farma, S.A. ist ein weltweit tätiges Unternehmen, das sich auf die Forschung, Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von pharmazeutischen Produkten, Gesundheitsprodukten und Tiergesundheit spezialisiert hat. Die Geschäftstätigkeit gliedert sich in zwei Bereiche: Pharma und Gesundheitswesen mit verschreibungspflichtigen und OTC-Medikamenten, sowie Farm Faes mit Fokus auf Tiergesundheit und -ernährung. Das Unternehmen wurde 1993 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Leioa, Spanien.			Hauptsitz: Spanien Branchen: Pharma Geographien: International (53%), Spanien (44%), Sonstige (3%) (Umsätze in GJ24) Segmente: Spezialpharmazeutika und Gesundheitswesen (89%), Ernährung und Tiergesundheit (10%), sonstige Segmente (1%)																																																																																																																																											
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)			Finanzübersicht																																																																																																																																											
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 1.314,8 (+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 2,3 (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 76,0 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 5,5 Finanzverbindlichkeiten 83,8 Gesamtunternehmenswert (WACC) 1.398,6 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) 1,1 (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) - (-) Steuerliche Verlustvorträge - (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen 1,1 Gesamtunternehmenswert (angepasst) 1.399,7 Marktkapitalisierung (angepasst) 1.314,8 FinVerb/Marktkapitalisierung 6%			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">EUR Mio., GJE 31 Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Dez24A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>451,2</td> <td>493,6</td> <td>527,4</td> <td>538,5</td> <td>585,5</td> <td>633,5</td> <td>9,3%</td> <td>8,5%</td> </tr> <tr> <td>% Wachstum</td> <td>2,8%</td> <td>9,4%</td> <td>N/A</td> <td>9,1%</td> <td>8,7%</td> <td>8,2%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>319,0</td> <td>342,9</td> <td>358,8</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>70,7%</td> <td>69,5%</td> <td>68,0%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>122,2</td> <td>128,9</td> <td>121,5</td> <td>120,2</td> <td>144,7</td> <td>160,2</td> <td>(0,8%)</td> <td>15,5%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>27,1%</td> <td>26,1%</td> <td>23,0%</td> <td>22,3%</td> <td>24,7%</td> <td>25,3%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>102,8</td> <td>107,1</td> <td>100,2</td> <td>96,8</td> <td>122,5</td> <td>137,0</td> <td>(3,0%)</td> <td>19,0%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>22,8%</td> <td>21,7%</td> <td>19,0%</td> <td>18,0%</td> <td>20,9%</td> <td>21,6%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>91,9</td> <td>111,4</td> <td>105,3</td> <td>86,0</td> <td>107,5</td> <td>122,0</td> <td>(3,3%)</td> <td>19,1%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>20,4%</td> <td>22,6%</td> <td>20,0%</td> <td>16,0%</td> <td>18,4%</td> <td>19,3%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Operativer Cashflow</td> <td>101,0</td> <td>115,5</td> <td>101,1</td> <td>90,3</td> <td>111,0</td> <td>119,8</td> <td>(5,4%)</td> <td>15,2%</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(102,2)</td> <td>(39,6)</td> <td>(28,5)</td> <td>(35,0)</td> <td>(32,5)</td> <td>(33,9)</td> <td>(41,5%)</td> <td>(1,6%)</td> </tr> <tr> <td>OCF - Capex</td> <td>(1,2)</td> <td>75,9</td> <td>72,6</td> <td>55,3</td> <td>78,5</td> <td>85,9</td> <td>N/M</td> <td>24,6%</td> </tr> </tbody> </table>						EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	Umsatzerlöse	451,2	493,6	527,4	538,5	585,5	633,5	9,3%	8,5%	% Wachstum	2,8%	9,4%	N/A	9,1%	8,7%	8,2%			Rohertrag	319,0	342,9	358,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	70,7%	69,5%	68,0%	N/A	N/A	N/A			EBITDA, angepasst	122,2	128,9	121,5	120,2	144,7	160,2	(0,8%)	15,5%	% Marge	27,1%	26,1%	23,0%	22,3%	24,7%	25,3%			EBIT, angepasst	102,8	107,1	100,2	96,8	122,5	137,0	(3,0%)	19,0%	% Marge	22,8%	21,7%	19,0%	18,0%	20,9%	21,6%			Jahresüberschuss, ang.	91,9	111,4	105,3	86,0	107,5	122,0	(3,3%)	19,1%	% Marge	20,4%	22,6%	20,0%	16,0%	18,4%	19,3%			Operativer Cashflow	101,0	115,5	101,1	90,3	111,0	119,8	(5,4%)	15,2%	Capex	(102,2)	(39,6)	(28,5)	(35,0)	(32,5)	(33,9)	(41,5%)	(1,6%)	OCF - Capex	(1,2)	75,9	72,6	55,3	78,5	85,9	N/M	24,6%
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																							
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																						
Umsatzerlöse	451,2	493,6	527,4	538,5	585,5	633,5	9,3%	8,5%																																																																																																																																						
% Wachstum	2,8%	9,4%	N/A	9,1%	8,7%	8,2%																																																																																																																																								
Rohertrag	319,0	342,9	358,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
% Marge	70,7%	69,5%	68,0%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																								
EBITDA, angepasst	122,2	128,9	121,5	120,2	144,7	160,2	(0,8%)	15,5%																																																																																																																																						
% Marge	27,1%	26,1%	23,0%	22,3%	24,7%	25,3%																																																																																																																																								
EBIT, angepasst	102,8	107,1	100,2	96,8	122,5	137,0	(3,0%)	19,0%																																																																																																																																						
% Marge	22,8%	21,7%	19,0%	18,0%	20,9%	21,6%																																																																																																																																								
Jahresüberschuss, ang.	91,9	111,4	105,3	86,0	107,5	122,0	(3,3%)	19,1%																																																																																																																																						
% Marge	20,4%	22,6%	20,0%	16,0%	18,4%	19,3%																																																																																																																																								
Operativer Cashflow	101,0	115,5	101,1	90,3	111,0	119,8	(5,4%)	15,2%																																																																																																																																						
Capex	(102,2)	(39,6)	(28,5)	(35,0)	(32,5)	(33,9)	(41,5%)	(1,6%)																																																																																																																																						
OCF - Capex	(1,2)	75,9	72,6	55,3	78,5	85,9	N/M	24,6%																																																																																																																																						
Börsenmultiplikatoren			<table border="1"> <tbody> <tr> <td>EV/Umsatz</td> <td>2,8x</td> <td>2,7x</td> <td>2,6x</td> <td>2,4x</td> <td>2,2x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>10,9x</td> <td>11,5x</td> <td>11,6x</td> <td>9,7x</td> <td>8,7x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>13,1x</td> <td>14,0x</td> <td>14,5x</td> <td>11,4x</td> <td>10,2x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P/E</td> <td>11,8x</td> <td>12,5x</td> <td>15,3x</td> <td>12,2x</td> <td>10,8x</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>						EV/Umsatz	2,8x	2,7x	2,6x	2,4x	2,2x			EV/EBITDA	10,9x	11,5x	11,6x	9,7x	8,7x			EV/EBIT	13,1x	14,0x	14,5x	11,4x	10,2x			P/E	11,8x	12,5x	15,3x	12,2x	10,8x																																																																																																								
EV/Umsatz	2,8x	2,7x	2,6x	2,4x	2,2x																																																																																																																																									
EV/EBITDA	10,9x	11,5x	11,6x	9,7x	8,7x																																																																																																																																									
EV/EBIT	13,1x	14,0x	14,5x	11,4x	10,2x																																																																																																																																									
P/E	11,8x	12,5x	15,3x	12,2x	10,8x																																																																																																																																									

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 3: Laboratorio Reig Jofre, S.A.

Unternehmensprofil: Laboratorio Reig Jofre, S.A.																																																																																																																																														
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen																																																																																																																																											
Laboratorio Reig Jofre, S.A. ist ein pharmazeutisches Unternehmen, das sich auf die Forschung, Entwicklung, Produktion und den Vertrieb von Arzneimitteln, Spezialpharmazeutika sowie Diätprodukten, Körperpflegeartikeln und Kosmetika konzentriert. Das Unternehmen bietet unter anderem Ernährungs- und Parapharmazieprodukte, Antibiotika sowie Speziallösungen für Haut, Haare, Nägel, Gelenkgesundheit, Schmerztherapie und Frauengesundheit an. Unter der Marke Forté Pharma werden zudem Nahrungsergänzungsmittel vertrieben. Das Unternehmen wurde 1929 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Barcelona, Spanien.			Hauptsitz: Spanien Branche: Pharma Geographien: ¹ Spanien (41 %), übriges Europa (47 %), Asien (7 %), Amerika (2 %) (Umsätze in GJ24) Segmente: ¹ Verkauf von pharmazeutischen Produkten (78 %), Nahrungsergänzungsmittel (17 %), sonstige Dienstleistungen (5 %)																																																																																																																																											
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)			Finanzübersicht																																																																																																																																											
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 235,4			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">EUR Mio., GJE 31 Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Dez24A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>316,1</td> <td>338,9</td> <td>338,9</td> <td>366,7</td> <td>394,0</td> <td>421,5</td> <td>7,7%</td> <td>7,2%</td> </tr> <tr> <td>% Wachstum</td> <td>16,6%</td> <td>7,2%</td> <td>7,2%</td> <td>8,2%</td> <td>7,4%</td> <td>7,0%</td> <td>N/A</td> <td>7,3%</td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>N/A</td> <td>198,7</td> <td>198,7</td> <td>215,3</td> <td>231,7</td> <td>247,8</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>N/A</td> <td>58,6%</td> <td>58,6%</td> <td>58,7%</td> <td>58,8%</td> <td>58,8%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>33,7</td> <td>36,0</td> <td>36,0</td> <td>39,1</td> <td>44,6</td> <td>48,9</td> <td>7,8%</td> <td>11,8%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>10,6%</td> <td>10,6%</td> <td>10,6%</td> <td>10,7%</td> <td>11,3%</td> <td>11,6%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>10,5</td> <td>12,6</td> <td>12,6</td> <td>14,7</td> <td>18,3</td> <td>21,1</td> <td>18,3%</td> <td>19,8%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>3,3%</td> <td>3,7%</td> <td>3,7%</td> <td>4,0%</td> <td>4,6%</td> <td>5,0%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>10,9</td> <td>10,4</td> <td>10,4</td> <td>12,4</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>6,4%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>3,5%</td> <td>3,1%</td> <td>3,1%</td> <td>3,4%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Operativer Cashflow</td> <td>19,1</td> <td>31,3</td> <td>31,3</td> <td>34,3</td> <td>40,0</td> <td>44,3</td> <td>34,0%</td> <td>13,6%</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(12,5)</td> <td>(20,3)</td> <td>(20,3)</td> <td>(23,7)</td> <td>(28,7)</td> <td>(30,0)</td> <td>37,9%</td> <td>12,5%</td> </tr> <tr> <td>OCF – Capex</td> <td>6,7</td> <td>11,1</td> <td>11,1</td> <td>10,6</td> <td>11,3</td> <td>14,3</td> <td>26,2%</td> <td>16,1%</td> </tr> </tbody> </table>						EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	Umsatzerlöse	316,1	338,9	338,9	366,7	394,0	421,5	7,7%	7,2%	% Wachstum	16,6%	7,2%	7,2%	8,2%	7,4%	7,0%	N/A	7,3%	Rohertrag	N/A	198,7	198,7	215,3	231,7	247,8	N/A	N/A	% Marge	N/A	58,6%	58,6%	58,7%	58,8%	58,8%	N/A	N/A	EBITDA, angepasst	33,7	36,0	36,0	39,1	44,6	48,9	7,8%	11,8%	% Marge	10,6%	10,6%	10,6%	10,7%	11,3%	11,6%	N/A	N/A	EBIT, angepasst	10,5	12,6	12,6	14,7	18,3	21,1	18,3%	19,8%	% Marge	3,3%	3,7%	3,7%	4,0%	4,6%	5,0%	N/A	N/A	Jahresüberschuss, ang.	10,9	10,4	10,4	12,4	N/A	N/A	6,4%	N/A	% Marge	3,5%	3,1%	3,1%	3,4%	N/A	N/A	N/A	N/A	Operativer Cashflow	19,1	31,3	31,3	34,3	40,0	44,3	34,0%	13,6%	Capex	(12,5)	(20,3)	(20,3)	(23,7)	(28,7)	(30,0)	37,9%	12,5%	OCF – Capex	6,7	11,1	11,1	10,6	11,3	14,3	26,2%	16,1%
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																							
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																						
Umsatzerlöse	316,1	338,9	338,9	366,7	394,0	421,5	7,7%	7,2%																																																																																																																																						
% Wachstum	16,6%	7,2%	7,2%	8,2%	7,4%	7,0%	N/A	7,3%																																																																																																																																						
Rohertrag	N/A	198,7	198,7	215,3	231,7	247,8	N/A	N/A																																																																																																																																						
% Marge	N/A	58,6%	58,6%	58,7%	58,8%	58,8%	N/A	N/A																																																																																																																																						
EBITDA, angepasst	33,7	36,0	36,0	39,1	44,6	48,9	7,8%	11,8%																																																																																																																																						
% Marge	10,6%	10,6%	10,6%	10,7%	11,3%	11,6%	N/A	N/A																																																																																																																																						
EBIT, angepasst	10,5	12,6	12,6	14,7	18,3	21,1	18,3%	19,8%																																																																																																																																						
% Marge	3,3%	3,7%	3,7%	4,0%	4,6%	5,0%	N/A	N/A																																																																																																																																						
Jahresüberschuss, ang.	10,9	10,4	10,4	12,4	N/A	N/A	6,4%	N/A																																																																																																																																						
% Marge	3,5%	3,1%	3,1%	3,4%	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
Operativer Cashflow	19,1	31,3	31,3	34,3	40,0	44,3	34,0%	13,6%																																																																																																																																						
Capex	(12,5)	(20,3)	(20,3)	(23,7)	(28,7)	(30,0)	37,9%	12,5%																																																																																																																																						
OCF – Capex	6,7	11,1	11,1	10,6	11,3	14,3	26,2%	16,1%																																																																																																																																						
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 235,4			Börsenmultiplikatoren																																																																																																																																											
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 29,9 (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 16,2 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 13,8 Finanzverbindlichkeiten 59,8 Gesamtunternehmenswert (WACC) 295,2 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) (0,0) (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) (6,2) (-) Steuerliche Verlustvorträge - (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen (6,2) Gesamtunternehmenswert (angepasst) 289,0 Marktkapitalisierung (angepasst) 235,4 FinVerb/Marktkapitalisierung 25%			<table border="1"> <tbody> <tr> <td>EV/Umsatz</td> <td>0,9x</td> <td>0,9x</td> <td>0,8x</td> <td>0,7x</td> <td>0,7x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>8,0x</td> <td>8,0x</td> <td>7,4x</td> <td>6,5x</td> <td>5,9x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>22,9x</td> <td>22,9x</td> <td>19,7x</td> <td>15,8x</td> <td>13,7x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>P/E</td> <td>22,7x</td> <td>22,7x</td> <td>19,0x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>						EV/Umsatz	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	N/A	N/A	N/A	EV/EBITDA	8,0x	8,0x	7,4x	6,5x	5,9x	N/A	N/A	N/A	EV/EBIT	22,9x	22,9x	19,7x	15,8x	13,7x	N/A	N/A	N/A	P/E	22,7x	22,7x	19,0x	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																		
EV/Umsatz	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
EV/EBITDA	8,0x	8,0x	7,4x	6,5x	5,9x	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
EV/EBIT	22,9x	22,9x	19,7x	15,8x	13,7x	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
P/E	22,7x	22,7x	19,0x	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 4: Boiron SA

Unternehmensprofil: Boiron SA																																																																																																																																														
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen																																																																																																																																											
Boiron SA ist ein global tätiges Unternehmen, das homöopathische Arzneimittel und Gesundheitsprodukte wie Medizinprodukte, Nahrungsergänzungsmittel und Kosmetika herstellt und vertreibt. Zum Produktportfolio der Gesellschaft zählen Oscilloccocinum gegen Grippe-symptome, Stodal gegen Husten, Arnigel zur Behandlung von leichten Verletzungen, Camilia bei Zahnungsbeschwerden bei Babys, Sédatif PC gegen Angst und Schlafstörungen, Coryzalia bei Erkältungen, Homéopic für Augenreizungen, Homéoplasmine gegen Hautreizungen, Varésol bei Windpocken und Amicare Arthritis zur Schmerzlinderung. Das Unternehmen wurde 1932 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Messimy, Frankreich.			Hauptsitz: Frankreich Branche: Pharma Geographien: ¹ Frankreich (70 %), Nordamerika (26 %), restliches Europa (25 %), Sonstige (5 %) (Umsätze in GJ24) Segmente: ¹ Herstellung und Vermarktung von homöopathischen Arzneimitteln und anderen Gesundheitslösungen (100 %)																																																																																																																																											
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)			Finanzübersicht																																																																																																																																											
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 374,6			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">EUR Mio., GJE 31 Dec</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Dez24A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>493,2</td> <td>487,6</td> <td>487,6</td> <td>504,6</td> <td>522,3</td> <td>N/A</td> <td>1,1%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Wachstum</td> <td>(7,7%)</td> <td>(1,2%)</td> <td>(1,2%)</td> <td>3,5%</td> <td>3,5%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>358,1</td> <td>358,8</td> <td>358,8</td> <td>371,9</td> <td>386,5</td> <td>N/A</td> <td>1,9%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>72,6%</td> <td>73,6%</td> <td>73,6%</td> <td>73,7%</td> <td>74,0%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>63,7</td> <td>63,4</td> <td>63,4</td> <td>77,0</td> <td>90,2</td> <td>N/A</td> <td>9,9%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>12,9%</td> <td>10,9%</td> <td>10,9%</td> <td>15,3%</td> <td>17,3%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>42,3</td> <td>15,7</td> <td>15,7</td> <td>38,1</td> <td>49,9</td> <td>N/A</td> <td>(5,1%)</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>8,6%</td> <td>3,2%</td> <td>3,2%</td> <td>7,6%</td> <td>9,6%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>35,8</td> <td>11,3</td> <td>11,3</td> <td>27,3</td> <td>36,1</td> <td>N/A</td> <td>(12,7%)</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>7,3%</td> <td>2,3%</td> <td>2,3%</td> <td>5,4%</td> <td>6,9%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Operativer Cashflow</td> <td>45,5</td> <td>55,4</td> <td>55,4</td> <td>66,2</td> <td>76,3</td> <td>N/A</td> <td>20,6%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(9,9)</td> <td>(18,4)</td> <td>(18,4)</td> <td>(22,7)</td> <td>(23,5)</td> <td>N/A</td> <td>51,7%</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>OCF – Capex</td> <td>35,6</td> <td>37,0</td> <td>37,0</td> <td>43,5</td> <td>52,8</td> <td>N/A</td> <td>10,5%</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>						EUR Mio., GJE 31 Dec	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	Umsatzerlöse	493,2	487,6	487,6	504,6	522,3	N/A	1,1%	N/A	% Wachstum	(7,7%)	(1,2%)	(1,2%)	3,5%	3,5%	N/A	N/A	N/A	Rohertrag	358,1	358,8	358,8	371,9	386,5	N/A	1,9%	N/A	% Marge	72,6%	73,6%	73,6%	73,7%	74,0%	N/A	N/A	N/A	EBITDA, angepasst	63,7	63,4	63,4	77,0	90,2	N/A	9,9%	N/A	% Marge	12,9%	10,9%	10,9%	15,3%	17,3%	N/A	N/A	N/A	EBIT, angepasst	42,3	15,7	15,7	38,1	49,9	N/A	(5,1%)	N/A	% Marge	8,6%	3,2%	3,2%	7,6%	9,6%	N/A	N/A	N/A	Jahresüberschuss, ang.	35,8	11,3	11,3	27,3	36,1	N/A	(12,7%)	N/A	% Marge	7,3%	2,3%	2,3%	5,4%	6,9%	N/A	N/A	N/A	Operativer Cashflow	45,5	55,4	55,4	66,2	76,3	N/A	20,6%	N/A	Capex	(9,9)	(18,4)	(18,4)	(22,7)	(23,5)	N/A	51,7%	N/A	OCF – Capex	35,6	37,0	37,0	43,5	52,8	N/A	10,5%	N/A
EUR Mio., GJE 31 Dec	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																							
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																						
Umsatzerlöse	493,2	487,6	487,6	504,6	522,3	N/A	1,1%	N/A																																																																																																																																						
% Wachstum	(7,7%)	(1,2%)	(1,2%)	3,5%	3,5%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
Rohertrag	358,1	358,8	358,8	371,9	386,5	N/A	1,9%	N/A																																																																																																																																						
% Marge	72,6%	73,6%	73,6%	73,7%	74,0%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
EBITDA, angepasst	63,7	63,4	63,4	77,0	90,2	N/A	9,9%	N/A																																																																																																																																						
% Marge	12,9%	10,9%	10,9%	15,3%	17,3%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
EBIT, angepasst	42,3	15,7	15,7	38,1	49,9	N/A	(5,1%)	N/A																																																																																																																																						
% Marge	8,6%	3,2%	3,2%	7,6%	9,6%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
Jahresüberschuss, ang.	35,8	11,3	11,3	27,3	36,1	N/A	(12,7%)	N/A																																																																																																																																						
% Marge	7,3%	2,3%	2,3%	5,4%	6,9%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
Operativer Cashflow	45,5	55,4	55,4	66,2	76,3	N/A	20,6%	N/A																																																																																																																																						
Capex	(9,9)	(18,4)	(18,4)	(22,7)	(23,5)	N/A	51,7%	N/A																																																																																																																																						
OCF – Capex	35,6	37,0	37,0	43,5	52,8	N/A	10,5%	N/A																																																																																																																																						
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 374,6			Börsenmultiplikatoren																																																																																																																																											
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 3,5 (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 0,3 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 61,5 Finanzverbindlichkeiten 65,3 Gesamtunternehmenswert (WACC) 440,0 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) 0,0 (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) - (-) Steuerliche Verlustvorträge (0,9) (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen (0,9) Gesamtunternehmenswert (angepasst) 439,1 Marktkapitalisierung (angepasst) 373,7 FinVerb/Marktkapitalisierung 17%			<table border="1"> <tbody> <tr> <td>EV/Umsatz</td> <td>0,9x</td> <td>0,9x</td> <td>0,9x</td> <td>0,8x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>8,2x</td> <td>8,2x</td> <td>5,7x</td> <td>4,9x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>27,9x</td> <td>27,9x</td> <td>11,5x</td> <td>8,8x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>P/E</td> <td>33,0x</td> <td>33,0x</td> <td>13,7x</td> <td>10,4x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>						EV/Umsatz	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	N/A	N/A	N/A	N/A	EV/EBITDA	8,2x	8,2x	5,7x	4,9x	N/A	N/A	N/A	N/A	EV/EBIT	27,9x	27,9x	11,5x	8,8x	N/A	N/A	N/A	N/A	P/E	33,0x	33,0x	13,7x	10,4x	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																		
EV/Umsatz	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
EV/EBITDA	8,2x	8,2x	5,7x	4,9x	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
EV/EBIT	27,9x	27,9x	11,5x	8,8x	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						
P/E	33,0x	33,0x	13,7x	10,4x	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																						

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 5: Prestige Consumer Healthcare Inc.

Unternehmensprofil: Prestige Consumer Healthcare Inc.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
Prestige Consumer Healthcare Inc. und seine Tochtergesellschaften entwickeln, produzieren und vertreiben rezeptfreie Gesundheits- und Pflegeprodukte (OTC). Zum Produktportfolio gehören Schmerzpulver der Marken BC und Goodys, Hautschutz- und Windelausschlagprodukte für Babys unter der Marke Boudreaux's Butt Paste, Lutschtabletten gegen Halsschmerzen von Chloraseptic, Augenpflegeprodukte gegen Rötungen und Juckreiz unter Clear Eyes, Mittel zur Behandlung von Warzen von Compound W sowie Ohrenschmalzferner der Marke Debrox. Das Unternehmen wurde 1996 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Tarrytown, New York.					Hauptsitz: USA Branchen: Pharma Geographien: USA (79%), Rest der Welt (21%) (Umsätze in GJ24) Segmente: Nordamerikanisches OTC-Geschäft (85 %), Internationales OTC-Geschäft (16%)				
Finanzübersicht									
USD Mio., GJE 31 Mär	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ24A	GJ25A	Mär25A	GJ26E	GJ27F	GJ28F	GJ24-26	GJ26-28	
Umsatzerlöse	1.125,4	1.137,8	1.120,2	1.106,5	1.128,9	1.148,5	(0,8%)	1,9%	
% Wachstum	(0,2%)	1,1%	N/A	(2,7%)	2,0%	1,7%	(0,0%)	2,4%	
Rohertrag	624,4	634,4	628,8	624,1	639,9	654,6			
% Marge	55,5%	55,8%	56,1%	56,4%	56,7%	57,0%			
EBITDA, angepasst	373,9	374,5	373,7	366,3	377,2	380,0	(1,0%)	1,8%	
% Marge	33,2%	32,9%	33,4%	33,1%	33,4%	33,1%			
EBIT, angepasst	342,4	336,8	336,5	335,5	347,4	349,0	(1,0%)	2,0%	
% Marge	30,4%	29,6%	30,0%	30,3%	30,8%	30,4%			
Jahresüberschuss, ang.	211,3	226,3	224,7	225,3	236,2	236,0	3,3%	2,3%	
% Marge	18,8%	19,9%	20,1%	20,4%	20,9%	20,5%			
Operativer Cashflow	248,9	251,5	275,8	283,4	297,8	288,4	6,7%	0,9%	
Capex	(9,6)	(8,2)	(7,9)	(13,8)	(16,4)	(18,7)	20,1%	16,7%	
OCF – Capex	239,4	243,3	267,8	269,7	281,4	269,7	6,1%	0,0%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatz		3,8x	3,9x	3,9x	3,8x	3,8x			
EV/EBITDA		11,5x	11,5x	11,8x	11,4x	11,3x			
EV/EBIT		12,8x	12,8x	12,9x	12,4x	12,4x			
P/E		14,3x	14,4x	14,4x	13,7x	13,7x			

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 6: Perrigo Company plc

Unternehmensprofil: Perrigo Company plc									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
Perrigo Company plc bietet weltweit rezeptfreie Gesundheits- und Alltagsprodukte an. Das Sortiment umfasst unter anderem Schmerz- und Schlafmittel, Produkte für die Atemwegsgesundheit und Verdauungsgesundheit. Zudem bietet Perrigo Produkte für einen gesunden Lebensstil an, wie Hautpflege- und Frauengesundheitsprodukte, Nahrungsergänzungsmittel und Vitamine. Darüber hinaus werden Mittel gegen Durchfall und Sodbrennen sowie Mundpflegeprodukte angeboten. Das Unternehmen wurde 1887 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Dublin, Irland.					Hauptsitz: Irland Branchen: Pharma Geographien: USA (61 %), Europa (37 %), Sonstige Länder (3 %) (Umsätze in GJ24) Segmente: Consumer Self-Care Americas (CscA) (62%), Consumer Self-Care International (Csci) (38%)				
Finanzübersicht									
USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Mär25A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	4.655,6	4.373,4	4.326,1	4.384,9	4.408,5	4.499,0	(3,0%)	1,3%	
% Wachstum	4,6%	(6,1%)	N/A	0,3%	0,5%	2,1%			
Rohertrag	1.806,4	1.696,9	1.699,7	1.698,4	1.729,6	1.789,1	(3,0%)	2,6%	
% Marge	38,8%	38,8%	39,3%	38,7%	39,2%	39,8%			
EBITDA, angepasst	663,9	704,9	825,5	773,3	807,8	840,6	7,9%	4,3%	
% Marge	14,3%	16,1%	19,1%	17,6%	18,3%	18,7%			
EBIT, angepasst	574,3	608,5	726,2	671,6	689,6	722,7	8,1%	3,7%	
% Marge	12,3%	13,9%	16,8%	15,3%	15,6%	16,1%			
Jahresüberschuss, ang.	352,0	354,0	445,6	412,7	438,1	473,3	8,3%	7,1%	
% Marge	7,6%	8,1%	10,3%	9,4%	9,9%	10,5%			
Operativer Cashflow	405,5	362,9	366,2	407,0	506,5	525,0	0,2%	13,6%	
Capex	(101,7)	(118,3)	(111,0)	(139,0)	(160,2)	(157,7)	16,9%	6,5%	
OCF – Capex	303,8	244,6	255,2	268,0	346,3	367,3	(6,1%)	17,1%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatz		1,6x	1,6x	1,6x	1,6x	1,5x			
EV/EBITDA		9,9x	8,4x	9,0x	8,6x	8,3x			
EV/EBIT		11,4x	9,6x	10,3x	10,1x	9,6x			
P/E		8,3x	6,6x	7,2x	6,7x	6,2x			

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 7: Krka, d. d.

Unternehmensprofil: Krka, d. d.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>Krka, d. d., ist ein Generika-Hersteller, der rezeptfreie Produkte, verschreibungspflichtige Arzneimittel und Tierarzneimittel herstellt, vermarktet und weltweit vertreibt. Im Bereich der rezeptfreien Produkte werden Schmerzmittel, Vitamine, Mineralstoffe und Lösungen für Mund- und Rachenbeschwerden angeboten. Darüber hinaus gehören außerdem Arzneimittel gegen Husten und Erkältung, Nasenpflege, sowie weitere Gesundheitsprodukte dazu. Das Unternehmen wurde 1954 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Novo Mesto, Slowenien.</p>					<p>Hauptsitz: Slowenien Branche: Pharma Geographien:¹ Europäische Union (77 %), Osteuropa (68 %), Südosteuropa (9 %) (Umsätze in GJ24) Segmente:¹ Produkte für die menschliche Gesundheit (92 %), Produkte für die Tiergesundheit (6 %), Kur- und Tourismusdienstleistungen (3 %)</p>				
Finanzübersicht									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Mär25A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	1.806,4	1.909,5	1.972,7	2.028,7	2.122,4	2.219,8	6,0%	4,6%	
% Wachstum	5,2%	5,7%	N/A	6,2%	4,6%	4,6%			
Rohertrag	1.026,0	1.094,2	1.134,7	1.154,3	1.203,4	1.254,2	6,1%	4,2%	
% Marge	56,8%	57,3%	57,5%	56,9%	56,7%	56,5%			
EBITDA, angepasst	504,2	520,1	539,5	543,6	569,9	592,6	3,8%	4,4%	
% Marge	27,9%	27,2%	27,3%	26,8%	26,9%	26,7%			
EBIT, angepasst	399,6	427,6	446,9	444,3	462,3	480,0	5,4%	3,9%	
% Marge	22,1%	22,4%	22,7%	21,9%	21,8%	21,6%			
Jahresüberschuss, ang.	313,9	357,0	380,9	375,6	394,7	412,7	9,4%	4,8%	
% Marge	17,4%	18,7%	19,3%	18,5%	18,6%	18,6%			
Operativer Cashflow	227,3	360,9	412,0	401,2	462,5	482,5	32,9%	9,7%	
Capex	(139,2)	(115,3)	(103,2)	(147,6)	(141,8)	(140,1)	3,0%	(2,6%)	
OCF – Capex	88,0	245,6	308,8	253,6	320,8	342,3	69,7%	16,2%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatz		3,3x	3,2x	3,1x	3,0x	2,8x			
EV/EBITDA		12,1x	11,7x	11,6x	11,1x	10,6x			
EV/EBIT		14,7x	14,1x	14,2x	13,6x	13,1x			
P/E		17,2x	16,1x	16,4x	15,6x	14,9x			

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 8: Haleon plc

Unternehmensprofil: Haleon plc									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>Die Haleon plc ist ein weltweit führendes Unternehmen im Bereich der Consumer-Health Produkte. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Forschung, Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Gesundheitsprodukten. Das Sortiment beinhaltet ein vielfältiges Sortiment an rezeptfreien Produkten, zu denen unter anderem Mundpflegeprodukte, Schmerz- und Entzündungspräparate, Mittel gegen Erkältung, Nasentropfen, Allergieprodukte sowie Nahrungsergänzungsmittel gehören. Das Unternehmen wurde 1715 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Weybridge, Großbritannien.</p>					<p>Hauptsitz: Vereinigtes Königreich Branche: Pharma Geographien:¹ Rest der Welt (56 %), USA und Puerto Rico (32 %), China (9 %) (Umsätze in GJ24)</p>				
Finanzübersicht									
GBP Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	11.302,0	11.233,0	11.019,0	11.036,4	11.513,1	12.033,9	(1,2%)	4,4%	
% Wachstum	4,1%	(0,6%)	N/A	(1,8%)	4,3%	4,5%			
Rohertrag	6.995,9	7.099,3	7.000,3	7.090,9	7.467,7	7.894,3	0,7%	5,5%	
% Marge	61,9%	63,2%	63,5%	64,3%	64,9%	65,6%			
EBITDA, angepasst	2.831,0	2.805,0	2.748,0	2.762,7	2.947,7	3.141,6	(1,2%)	6,6%	
% Marge	25,0%	25,0%	24,9%	25,0%	25,6%	26,1%			
EBIT, angepasst	2.549,0	2.500,0	2.420,0	2.458,0	2.630,8	2.810,4	(1,8%)	6,9%	
% Marge	22,6%	22,3%	22,0%	22,3%	22,9%	23,4%			
Jahresüberschuss, ang.	1.607,0	1.638,0	1.718,0	1.650,4	1.780,0	1.932,5	1,3%	8,2%	
% Marge	14,2%	14,6%	15,6%	15,0%	15,5%	16,1%			
Operativer Cashflow	2.100,0	2.301,0	2.486,0	2.260,8	2.429,8	2.694,5	3,8%	9,2%	
Capex	(234,0)	(250,0)	(260,0)	(330,2)	(383,0)	(428,2)	18,8%	13,9%	
OCF – Capex	1.866,0	2.051,0	2.226,0	1.930,6	2.046,8	2.266,3	1,7%	8,3%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatz		3,7x	3,7x	3,7x	3,6x	3,4x			
EV/EBITDA		14,7x	15,0x	14,9x	14,0x	13,1x			
EV/EBIT		16,5x	17,0x	16,7x	15,6x	14,6x			
P/E		19,7x	18,8x	18,6x	18,2x	16,7x			

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 9: Sandoz Group AG

Unternehmensprofil: Sandoz Group AG																																																																																																																																															
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen																																																																																																																																												
Die Sandoz Group AG ist ein global tätiges Unternehmen, das sich auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Generika und Biosimilars spezialisiert hat. Zum Produktportfolio der Gesellschaft zählen auch rezeptfreie Medikamente, die unter anderem unter den Marken Hexal und 1 A Pharma vertrieben werden. Die Schwerpunkte liegt dabei auf Wirkstoffen zur Behandlung von Schmerzen, Erkältungen, Allergien sowie auf Mineralstoffen. Das Unternehmen wurde 1886 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Basel, Schweiz.			Hauptsitz: Schweiz Branche: Pharma Geographien:¹ Sonstige (65%), USA (18%), Deutschland (13%), Schweiz (4%) (Umsätze in GJ24) Segmente:¹ Arzneimittel (100%)																																																																																																																																												
Gesamtunternehmenswert (USD Mio., LTM)			Finanzübersicht																																																																																																																																												
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 26.295,3 (+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 5.201,0 (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 125,0 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter 367,0 Finanzverbindlichkeiten 5.693,0 Gesamtunternehmenswert (WACC) 31.988,3 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) 3,0 (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) - (-) Steuerliche Verlustvorträge (655,2) (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen (652,2) Gesamtunternehmenswert (angepasst) 31.336,0 Marktkapitalisierung (angepasst) 25.640,0 FinVerb/Marktkapitalisierung 22%			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">USD Mio., GJE 31 Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Dez24A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>9.647,0</td> <td>10.357,0</td> <td>10.560,0</td> <td>10.988,6</td> <td>11.803,6</td> <td>12.410,2</td> <td>6,7%</td> <td>6,3%</td> </tr> <tr> <td>% Wachstum</td> <td>N/A</td> <td>7,4%</td> <td>N/A</td> <td>6,1%</td> <td>7,4%</td> <td>5,1%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>4.564,0</td> <td>4.926,0</td> <td>4.957,0</td> <td>5.373,4</td> <td>5.948,8</td> <td>6.337,4</td> <td>8,5%</td> <td>8,6%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>47,3%</td> <td>47,6%</td> <td>46,9%</td> <td>48,9%</td> <td>50,4%</td> <td>51,1%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>1.743,0</td> <td>2.080,0</td> <td>2.369,0</td> <td>2.336,7</td> <td>2.678,0</td> <td>2.997,6</td> <td>15,8%</td> <td>13,3%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>18,1%</td> <td>20,1%</td> <td>22,4%</td> <td>21,3%</td> <td>22,7%</td> <td>24,2%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>1.488,0</td> <td>1.821,0</td> <td>2.091,0</td> <td>2.050,7</td> <td>2.390,8</td> <td>2.688,2</td> <td>17,4%</td> <td>14,5%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>15,4%</td> <td>17,6%</td> <td>19,8%</td> <td>18,7%</td> <td>20,3%</td> <td>21,7%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>953,0</td> <td>1.176,0</td> <td>1.103,0</td> <td>1.410,1</td> <td>1.672,8</td> <td>1.910,7</td> <td>21,6%</td> <td>16,4%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>9,9%</td> <td>11,4%</td> <td>10,4%</td> <td>12,8%</td> <td>14,2%</td> <td>15,4%</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Operativer Cashflow</td> <td>362,0</td> <td>656,0</td> <td>950,0</td> <td>1.124,9</td> <td>1.557,8</td> <td>1.937,8</td> <td>76,3%</td> <td>31,2%</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(586,0)</td> <td>(554,0)</td> <td>(592,0)</td> <td>(612,6)</td> <td>(659,4)</td> <td>(683,6)</td> <td>2,2%</td> <td>5,6%</td> </tr> <tr> <td>OCF – Capex</td> <td>(224,0)</td> <td>102,0</td> <td>358,0</td> <td>512,3</td> <td>898,3</td> <td>1.254,1</td> <td>N/M</td> <td>56,5%</td> </tr> </tbody> </table>							USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	Umsatzerlöse	9.647,0	10.357,0	10.560,0	10.988,6	11.803,6	12.410,2	6,7%	6,3%	% Wachstum	N/A	7,4%	N/A	6,1%	7,4%	5,1%			Rohertrag	4.564,0	4.926,0	4.957,0	5.373,4	5.948,8	6.337,4	8,5%	8,6%	% Marge	47,3%	47,6%	46,9%	48,9%	50,4%	51,1%			EBITDA, angepasst	1.743,0	2.080,0	2.369,0	2.336,7	2.678,0	2.997,6	15,8%	13,3%	% Marge	18,1%	20,1%	22,4%	21,3%	22,7%	24,2%			EBIT, angepasst	1.488,0	1.821,0	2.091,0	2.050,7	2.390,8	2.688,2	17,4%	14,5%	% Marge	15,4%	17,6%	19,8%	18,7%	20,3%	21,7%			Jahresüberschuss, ang.	953,0	1.176,0	1.103,0	1.410,1	1.672,8	1.910,7	21,6%	16,4%	% Marge	9,9%	11,4%	10,4%	12,8%	14,2%	15,4%			Operativer Cashflow	362,0	656,0	950,0	1.124,9	1.557,8	1.937,8	76,3%	31,2%	Capex	(586,0)	(554,0)	(592,0)	(612,6)	(659,4)	(683,6)	2,2%	5,6%	OCF – Capex	(224,0)	102,0	358,0	512,3	898,3	1.254,1	N/M	56,5%
USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																								
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																							
Umsatzerlöse	9.647,0	10.357,0	10.560,0	10.988,6	11.803,6	12.410,2	6,7%	6,3%																																																																																																																																							
% Wachstum	N/A	7,4%	N/A	6,1%	7,4%	5,1%																																																																																																																																									
Rohertrag	4.564,0	4.926,0	4.957,0	5.373,4	5.948,8	6.337,4	8,5%	8,6%																																																																																																																																							
% Marge	47,3%	47,6%	46,9%	48,9%	50,4%	51,1%																																																																																																																																									
EBITDA, angepasst	1.743,0	2.080,0	2.369,0	2.336,7	2.678,0	2.997,6	15,8%	13,3%																																																																																																																																							
% Marge	18,1%	20,1%	22,4%	21,3%	22,7%	24,2%																																																																																																																																									
EBIT, angepasst	1.488,0	1.821,0	2.091,0	2.050,7	2.390,8	2.688,2	17,4%	14,5%																																																																																																																																							
% Marge	15,4%	17,6%	19,8%	18,7%	20,3%	21,7%																																																																																																																																									
Jahresüberschuss, ang.	953,0	1.176,0	1.103,0	1.410,1	1.672,8	1.910,7	21,6%	16,4%																																																																																																																																							
% Marge	9,9%	11,4%	10,4%	12,8%	14,2%	15,4%																																																																																																																																									
Operativer Cashflow	362,0	656,0	950,0	1.124,9	1.557,8	1.937,8	76,3%	31,2%																																																																																																																																							
Capex	(586,0)	(554,0)	(592,0)	(612,6)	(659,4)	(683,6)	2,2%	5,6%																																																																																																																																							
OCF – Capex	(224,0)	102,0	358,0	512,3	898,3	1.254,1	N/M	56,5%																																																																																																																																							
Börsenmultiplikatoren			<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Dez24A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EV/Umsatz</td> <td>3,0x</td> <td>3,0x</td> <td>2,9x</td> <td>2,7x</td> <td>2,7x</td> <td>2,5x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>15,1x</td> <td>13,2x</td> <td>13,4x</td> <td>11,7x</td> <td>11,7x</td> <td>10,5x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>17,2x</td> <td>15,0x</td> <td>15,3x</td> <td>13,1x</td> <td>13,1x</td> <td>11,7x</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P/E</td> <td>21,8x</td> <td>23,2x</td> <td>18,2x</td> <td>15,3x</td> <td>13,4x</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>								GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	EV/Umsatz	3,0x	3,0x	2,9x	2,7x	2,7x	2,5x			EV/EBITDA	15,1x	13,2x	13,4x	11,7x	11,7x	10,5x			EV/EBIT	17,2x	15,0x	15,3x	13,1x	13,1x	11,7x			P/E	21,8x	23,2x	18,2x	15,3x	13,4x																																																																																												
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																							
EV/Umsatz	3,0x	3,0x	2,9x	2,7x	2,7x	2,5x																																																																																																																																									
EV/EBITDA	15,1x	13,2x	13,4x	11,7x	11,7x	10,5x																																																																																																																																									
EV/EBIT	17,2x	15,0x	15,3x	13,1x	13,1x	11,7x																																																																																																																																									
P/E	21,8x	23,2x	18,2x	15,3x	13,4x																																																																																																																																										

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 10: Antibiotice S.A.

Unternehmensprofil: Antibiotice S.A.																																																																																																																																															
Geschäftsbeschreibung			Schlüsselinformationen																																																																																																																																												
Antibiotice S.A. stellt Arzneimittel her und vertreibt diese. Das Sortiment umfasst unter anderem generische verschreibungspflichtige Medikamente und rezeptfreie Generika wie Medizinprodukte, Nahrungsergänzungsmittel und Kosmetika. Das OTC-Sortiment deckt verschiedene Produktbereiche ab, darunter Schmerzmittel, Vitamine, Atemwegserkrankungen, Verdauung sowie Hautpflege. Darüber hinaus werden pharmazeutische Wirkstoffe und Tierarzneimittel vertrieben. Das Unternehmen wurde 1955 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Iasi, Rumänien.			Hauptsitz: Rumänien Branche: Pharma Geographien:¹ Rumänien (61%), Ausland (39%) (Umsätze in GJ24) Segmente:¹ Arzneimittel (100%)																																																																																																																																												
Gesamtunternehmenswert (RON Mio., LTM)			Finanzübersicht																																																																																																																																												
Marktkapitalisierung (20-Tages durchschn.) 1.671,3 (+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig 145,5 (+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig 108,9 (+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter - Finanzverbindlichkeiten 254,5 Gesamtunternehmenswert (WACC) 1.925,8 (+) Minderheitenanteile (Marktwert) - (-) Verbundene Unternehmen (Marktwert) - (-) Steuerliche Verlustvorträge - (-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto) - Anpassungen - Gesamtunternehmenswert (angepasst) 1.925,8 Marktkapitalisierung (angepasst) 1.671,3 FinVerb/Marktkapitalisierung 15%			<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">RON Mio., GJE 31 Dez</th> <th colspan="2">Historisch</th> <th>LTM</th> <th colspan="3">Prognose</th> <th colspan="2">CAGR</th> </tr> <tr> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Mär25A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatzerlöse</td> <td>615,3</td> <td>688,7</td> <td>669,8</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Wachstum</td> <td>23,7%</td> <td>11,9%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Rohertrag</td> <td>385,2</td> <td>434,3</td> <td>418,9</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>62,6%</td> <td>63,1%</td> <td>62,5%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBITDA, angepasst</td> <td>125,4</td> <td>152,2</td> <td>152,2</td> <td>174,1</td> <td>205,8</td> <td>241,3</td> <td>17,9%</td> <td>17,7%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>20,4%</td> <td>22,1%</td> <td>22,7%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EBIT, angepasst</td> <td>97,4</td> <td>107,2</td> <td>102,7</td> <td>133,2</td> <td>160,0</td> <td>192,0</td> <td>16,9%</td> <td>20,1%</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>15,8%</td> <td>15,6%</td> <td>15,3%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Jahresüberschuss, ang.</td> <td>81,1</td> <td>102,2</td> <td>87,1</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>% Marge</td> <td>13,2%</td> <td>14,8%</td> <td>13,0%</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Operativer Cashflow</td> <td>122,5</td> <td>95,1</td> <td>7,5</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> <tr> <td>Capex</td> <td>(83,0)</td> <td>(98,8)</td> <td>(103,0)</td> <td>(53,0)</td> <td>(50,9)</td> <td>(52,1)</td> <td>(20,1%)</td> <td>(0,9%)</td> </tr> <tr> <td>OCF – Capex</td> <td>39,4</td> <td>(3,6)</td> <td>(95,4)</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> </tr> </tbody> </table>							RON Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		GJ23A	GJ24A	Mär25A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	Umsatzerlöse	615,3	688,7	669,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Wachstum	23,7%	11,9%	N/A	N/A	N/A	N/A			Rohertrag	385,2	434,3	418,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	62,6%	63,1%	62,5%	N/A	N/A	N/A			EBITDA, angepasst	125,4	152,2	152,2	174,1	205,8	241,3	17,9%	17,7%	% Marge	20,4%	22,1%	22,7%	N/A	N/A	N/A			EBIT, angepasst	97,4	107,2	102,7	133,2	160,0	192,0	16,9%	20,1%	% Marge	15,8%	15,6%	15,3%	N/A	N/A	N/A			Jahresüberschuss, ang.	81,1	102,2	87,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	% Marge	13,2%	14,8%	13,0%	N/A	N/A	N/A			Operativer Cashflow	122,5	95,1	7,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Capex	(83,0)	(98,8)	(103,0)	(53,0)	(50,9)	(52,1)	(20,1%)	(0,9%)	OCF – Capex	39,4	(3,6)	(95,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
RON Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR																																																																																																																																								
	GJ23A	GJ24A	Mär25A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																							
Umsatzerlöse	615,3	688,7	669,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																							
% Wachstum	23,7%	11,9%	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																									
Rohertrag	385,2	434,3	418,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																							
% Marge	62,6%	63,1%	62,5%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																									
EBITDA, angepasst	125,4	152,2	152,2	174,1	205,8	241,3	17,9%	17,7%																																																																																																																																							
% Marge	20,4%	22,1%	22,7%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																									
EBIT, angepasst	97,4	107,2	102,7	133,2	160,0	192,0	16,9%	20,1%																																																																																																																																							
% Marge	15,8%	15,6%	15,3%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																									
Jahresüberschuss, ang.	81,1	102,2	87,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																							
% Marge	13,2%	14,8%	13,0%	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																									
Operativer Cashflow	122,5	95,1	7,5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																							
Capex	(83,0)	(98,8)	(103,0)	(53,0)	(50,9)	(52,1)	(20,1%)	(0,9%)																																																																																																																																							
OCF – Capex	39,4	(3,6)	(95,4)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																							
Börsenmultiplikatoren			<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>GJ23A</th> <th>GJ24A</th> <th>Dez24A</th> <th>GJ25E</th> <th>GJ26F</th> <th>GJ27F</th> <th>GJ23-25</th> <th>GJ25-27</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EV/Umsatz</td> <td>2,8x</td> <td>2,9x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>12,6x</td> <td>12,7x</td> <td>11,1x</td> <td>9,4x</td> <td>8,0x</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>EV/EBIT</td> <td>18,0x</td> <td>18,7x</td> <td>14,5x</td> <td>12,0x</td> <td>10,0x</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>P/E</td> <td>16,4x</td> <td>19,2x</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td>N/A</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>								GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	EV/Umsatz	2,8x	2,9x	N/A	N/A	N/A	N/A			EV/EBITDA	12,6x	12,7x	11,1x	9,4x	8,0x				EV/EBIT	18,0x	18,7x	14,5x	12,0x	10,0x				P/E	16,4x	19,2x	N/A	N/A	N/A																																																																																												
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27																																																																																																																																							
EV/Umsatz	2,8x	2,9x	N/A	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																									
EV/EBITDA	12,6x	12,7x	11,1x	9,4x	8,0x																																																																																																																																										
EV/EBIT	18,0x	18,7x	14,5x	12,0x	10,0x																																																																																																																																										
P/E	16,4x	19,2x	N/A	N/A	N/A																																																																																																																																										

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 11: Hikma Pharmaceuticals PLC

Unternehmensprofil: Hikma Pharmaceuticals PLC									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>Hikma Pharmaceuticals PLC ist ein globales Unternehmen, das generische, markengeschützte und lizenzierte Arzneimittel entwickelt, herstellt und vertreibt. Die Geschäftstätigkeit umfasst drei Bereiche: Injektionspräparate für Krankenhäuser, Generika mit unter anderem oralen, respiratorischen Produkten für den Einzelhandel sowie markengeschützte Generika und lizenzierte Produkte für Einzelhandel und Krankenhäuser. Hikma deckt therapeutische Bereiche wie Atemwegserkrankungen, Schmerzbehandlung und Onkologie ab. Das Unternehmen wurde 1978 gegründet und hat seinen Hauptsitz in London, Großbritannien.</p>					<p>Hauptsitz: Vereinigtes Königreich Branche: Pharma Geographien: USA (60%), Naher Osten und Nordafrika (15%), Saudi-Arabien (10%) (Umsätze in GJ24) Segmente: Injektionspräparate (42%), Generika (33%), Markenprodukte (25%), Sonstige (1%)</p>				
Finanzübersicht									
USD Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	2.875,0	3.127,0	3.216,0	3.320,7	3.490,7	3.709,8	7,5%	5,7%	
% Wachstum	14,2%	8,8%	N/A	6,2%	5,1%	6,3%			
Rohertrag	1.405,9	1.435,3	1.404,3	1.527,5	1.631,0	1.747,3	4,2%	7,0%	
% Marge	48,9%	45,9%	43,7%	46,0%	46,7%	47,1%			
EBITDA, angepasst	811,0	824,0	801,0	870,8	942,7	1.032,4	3,6%	8,9%	
% Marge	28,2%	26,4%	24,9%	26,2%	27,0%	27,8%			
EBIT, angepasst	707,0	719,0	691,0	732,1	803,2	891,2	1,8%	10,3%	
% Marge	24,6%	23,0%	21,5%	22,0%	23,0%	24,0%			
Jahresüberschuss, ang.	492,0	495,0	507,0	490,4	560,5	621,3	(0,2%)	12,6%	
% Marge	17,1%	15,8%	15,8%	14,8%	16,1%	16,7%			
Operativer Cashflow	608,0	564,0	527,0	588,1	756,8	803,6	(1,6%)	16,9%	
Capex	(204,0)	(235,0)	(234,0)	(219,7)	(229,4)	(241,8)	3,8%	4,9%	
OCF – Capex	404,0	329,0	293,0	368,4	527,4	561,7	(4,5%)	23,5%	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatz		2,2x	2,1x	2,1x	2,0x	1,8x			
EV/EBITDA		8,3x	8,6x	7,9x	7,3x	6,6x			
EV/EBIT		9,5x	9,9x	9,4x	8,5x	7,7x			
P/E		10,7x	10,4x	10,8x	9,4x	8,5x			

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Peer 12: Lavipharm S.A.

Unternehmensprofil: Lavipharm S.A.									
Geschäftsbeschreibung					Schlüsselinformationen				
<p>Lavipharm S.A. ist ein griechisches Unternehmen, das pharmazeutische Produkte, Kosmetika und Gesundheitsprodukte entwickelt, herstellt, importiert und vertreibt. Es beliefert Ärzte und Apotheker sowohl in Griechenland als auch in der Europäischen Union. Zusätzlich bietet Lavipharm verschreibungspflichtige Arzneimittel, rezeptfreie Produkte (OTC) und LIFELAB CBD-Produkte an. Das Produktportfolio umfasst unter anderem Schmerzbehandlung, Kardiologie, sowie Arzneimittel zur Linderung von Nervenschmerzen und Selbstmedikation. Das Unternehmen wurde 1911 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paiania, Griechenland.</p>					<p>Hauptsitz: Griechenland Branche: Pharma Geographien: Griechenland (54%), Europäische Union (36%), Sonstige Länder (11%) (Umsätze in GJ24) Segmente: Arzneimittel (100%)</p>				
Finanzübersicht									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	47,8	52,9	52,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Wachstum	22,5%	10,7%	4,0%	N/A	N/A	N/A			
Rohertrag	22,2	25,1	25,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	46,3%	47,4%	47,4%	N/A	N/A	N/A			
EBITDA, angepasst	8,3	9,1	9,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	17,3%	17,1%	17,1%	N/A	N/A	N/A			
EBIT, angepasst	4,7	5,2	5,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	9,9%	9,9%	9,9%	N/A	N/A	N/A			
Jahresüberschuss, ang.	1,9	9,0	9,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
% Marge	3,9%	17,0%	17,0%	N/A	N/A	N/A			
Operativer Cashflow	0,3	4,6	4,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
Capex	(4,0)	(9,6)	(9,6)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
OCF – Capex	(3,7)	(5,0)	(5,0)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatz		3,2x	3,2x	N/A	N/A	N/A			
EV/EBITDA		18,5x	18,5x	N/A	N/A	N/A			
EV/EBIT		32,1x	32,1x	N/A	N/A	N/A			
P/E		14,8x	14,8x	N/A	N/A	N/A			

Quelle: S&P Capital IQ; Eigene Darstellung.

Anmerkungen: (1) Repräsentative Auswahl; keine Konsolidierungseffekte ausgewiesen.

Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing

auf die

FUTRUE GmbH, Gräfelfing

Az.: 5 HK O 9601/25

18. September 2025

Anhang A&M-002:
Beschreibung der Vergleichstransaktionen



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Alliance Pharma plc

- 478 Die Alliance Pharma plc ist ein im Jahr 1998 gegründetes, international tätiges Unternehmen mit Hauptsitz in Chippenham, Großbritannien. Das Unternehmen spezialisiert sich auf den Erwerb, die Vermarktung und den Vertrieb von Consumer-Healthcare-Produkten und verschreibungspflichtigen Medikamenten. Alliance vertreibt seine Produkte in verschiedenen Regionen wie Europa, der Nahe Osten, Afrika, China und Amerika und bietet dabei ein breites Spektrum an Gesundheitsprodukten, das sowohl rezeptfreie als auch verschreibungspflichtige Medikamente umfasst.
- 479 Am 14. Mai 2025 erwarben DBAY Advisors Limited, ein auf institutionelle Investoren spezialisierter Investmentmanager, zusammen mit Baring Asset Management Limited, Edmond de Rothschild Equity Management Ltd. und ein weiterer nicht genannter Käufer einen Anteil von 71,9% an der Alliance Pharma plc (bekannt gegeben am 10. Januar 2025). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 498 Mio.

Taisho Pharmaceutical Holdings Co., Ltd.

- 480 Die Taisho Pharmaceutical Holdings Co., Ltd., gegründet im Jahr 1912 in Tokio, Japan, ist ein Unternehmen, welches sich auf die Forschung, Entwicklung, Herstellung, Vermarktung und Vertrieb von rezeptfreien sowie verschreibungspflichtigen Pharmazeutika spezialisiert hat. Das umfangreiche Produktsortiment umfasst unter anderem Schlafmittel, Mittel zur Behandlung von Erkältungen und Nasennebenhöhlenentzündungen, entzündungshemmende Salben, Schmerz- und Fiebermittel, Energiedrinks sowie Haarwuchsmittel. Im Bereich der verschreibungspflichtigen Medikamente liegt der Fokus auf der Behandlung von chronischen und akuten Erkrankungen wie Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Diabetes und Infektionskrankheiten. Neben dem Heimatmarkt Japan ist Taisho auch im Rest von Asien sowie in Europa und Afrika aktiv.
- 481 Am 15. Januar 2024 erwarb Otemon Co., Ltd., eine Holdinggesellschaft, einen Anteil von 73,12% an Taisho Pharmaceutical Holdings Co., Ltd. (bekannt gegeben am 24. November 2023). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 2,9 Mrd.

Nuvo Pharmaceuticals Inc.

- 482 Die Nuvo Pharmaceuticals Inc. ist ein im Jahr 1983 gegründetes, global tätiges Unternehmen, das rezeptfreie und verschreibungspflichtige Produkte in den Bereichen Schmerzen, Allergie, Neurologie und Dermatologie anbietet. Das Unternehmen gliedert sich in die Geschäftsbereiche „Commercial Business“, „Production & Service Business“ sowie „Licensing & Royalty Business“. Zum Produktportfolio gehören unter anderem Blexten® (Antihistaminikum), Cambia® und Suvexx® (Migränemedikamente) sowie NeoVisc® (Viskosupplement für Arthrose). Ergänzt wird das Sortiment durch topische Schmerzmittel wie Pennsaid®, Vimovo® und SYNERA®-Pflaster sowie Yosprala® zur Vorbeugung von Herzinfarkten und Schlaganfällen.
- 483 Am 14. März 2023 erwarb Searchlight Pharma Inc., ein auf Markenpharmazeutika und Gesundheitsprodukte spezialisiertes Unternehmen, einen Anteil von 100% an der Nuvo Pharmaceuticals Inc. (bekannt gegeben am 23. Dezember 2022). Der implizite Gesamtunternehmenswert lag bei rd. EUR 58 Mio.

HL Healthcare Limited

- 484 Die HL Healthcare Limited, gegründet im Jahr 2004 und mit Sitz in Warwick, Großbritannien, ist auf die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von OTC-Produkten im Hals-Nasen-Ohren Bereich spezialisiert. Das Unternehmen bietet unter anderem Nasensprays zur Reinigung der Nasenhöhlen, sowie Olivenölsprays zur Vorbeugung von wasserbedingten Ohreninfektionen.

- 485 Am 1. Dezember 2022 erwarb Venture Life Group, ein Unternehmen spezialisiert auf Produkte für den Self-Care-Markt, einen Anteil von 100% an der HL Healthcare Limited. Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 15 Mio.

Olpha AS

- 486 Die Olpha AS wurde als Olainfarm AS im Jahr 1972 gegründet und hat ihren Sitz in Olaine, Lettland. Das Unternehmen ist in der Herstellung und dem Vertrieb von OTC-Produkten tätig. Das Produktportfolio umfasst chemische wie auch pharmazeutische Medikamente, wie zum Beispiel Mittel gegen Schmerzen, Allergien und Entzündungen, sowie aber auch verschreibungspflichtige Arzneimittel für antibakterielle, antivirale Anwendungen. Ergänzt wird das Angebot durch Nahrungsergänzungsmittel, Zwischenprodukte, sowie Dienstleistungen in den Bereichen Pharmakovigilanz, Entwicklung und Auftragsfertigung.
- 487 AB City JSC ist ein baltischer Konzern mit Tochtergesellschaften im Bereich Health Care. AB City JSC erwarb einen Anteil von 69,15% an der zu dieser Zeit noch unter dem Namen Olainfarm AS firmierten Unternehmen (bekannt gegeben am 15. Juli 2021). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 239 Mio.

Haleon plc

- 488 Die Haleon plc, mit seinem Hauptsitz in Weybridge, Großbritannien, ist ein weltweit führendes Unternehmen im Bereich der Consumer-Health Produkte. Gegründet im Jahr 1715, fokussiert sich das Unternehmen auf die Forschung, Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb von Gesundheitsprodukten. Das Sortiment beinhaltet ein vielfältiges Sortiment an rezeptfreien Produkten, zu denen unter anderem Schmerz- und Entzündungspräparate, Mittel gegen Erkältung, Nasentropfen, sowie Allergieprodukte gehören. Das Produktportfolio umfasst außerdem Mundpflegeprodukte wie Zahnpasten und Mundspülungen, die unter den bekannten Marken wie Sensodyne, Parodontax und Biotene vertrieben werden. Ergänzend bietet Haleon Vitamine und Nahrungsergänzungsmittel unter den Markennamen Centrum, Emergen-C und Caltrate an.
- 489 Am 15. Juli 2022 führte GSK, ein globales Biopharma-Unternehmen, den Spin-off eines Anteils von rd. 54,4% an Haleon plc. durch (bekannt gegeben am 23. Juni 2021). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 46,4 Mrd.

Cooper Consumer Health SAS

- 490 Die Cooper Consumer Health SAS ist ein Unternehmen, das sich auf die Herstellung und Vertrieb von Gesundheitsprodukten und Pharmazeutika spezialisiert hat. Das Sortiment umfasst Produkte für die Diagnose (z.B. Thermometer und Schwangerschaftstests), Prävention (z.B. Desinfektionsmittel, Sonnenschutz, Vitamine und Gesundheitsprodukte für Männer), sowie Behandlung (z.B. Beruhigungs- und Schlafpräparate, Schmerzmittel, Warzenentfernung, Wundversorgung und Erkältungsmittel). Ergänzt wird das Angebot durch kosmetische Produkte und Nahrungsergänzungsmittel mit Fokus auf Haut- und Haargesundheit.
- 491 Am 8. November 2021 erwarb CVC Capital Partners Limited, eine Private-Equity-Gesellschaft, gemeinsam mit Avista Capital Holdings, L.P., Yvan Vindevogel und Cooper Management einen Anteil von mehr als 50% an der Cooper Consumer Health SAS (bekannt gegeben am 11. März 2021). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 2,0 Mrd.

ADVANZ PHARMA Corp. Limited

- 492 Die ADVANZ PHARMA Corp. Limited ist ein global tätiges Pharmaunternehmen mit Sitz in London, Großbritannien, das ein breites Portfolio von Marken- und Generika-Arzneimitteln weltweit besitzt bzw. lizenziert. Mit einem Portfolio von etwa 180 Spezialmedikamenten in über 90 Ländern deckt ADVANZ PHARMA Corp. ein breites Spektrum therapeutischer Bereiche ab, darunter Hepatologie, Rheumatologie, Gastroenterologie und Intensivmedizin. Das

Unternehmen wurde ursprünglich als Concordia Healthcare Corp. gegründet und benannte sich 2018 in ADVANZ PHARMA Corp. um. Mit einem globalen Netzwerk verfolgt das Unternehmen das Ziel, den Zugang zu hochwertigen Medikamenten zu erweitern und patientenzentrierte Lösungen anzubieten.

- 493 Am 1. Juni 2021 erwarb Nordic Capital, eine schwedische Private Equity Gesellschaft, einen Anteil von 100% an der ADVANZ PHARMA Corp. (bekannt gegeben am 27. Januar 2021). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 1,7 Mrd.

Takeda Consumer Healthcare Company Limited

- 494 Die Takeda Consumer Healthcare Limited, gegründet in Tokio, Japan, spezialisiert sich auf die Entwicklung, Herstellung und den Vertrieb rezeptfreier Medikamente. Das Unternehmen bietet Produkte für die persönliche Pflege und Selbstmedikation an. Zu den regionalen Marken gehören unter anderem das Vitaminpräparat Alinamin® und das Erkältungsmittel Benza Block®.

- 495 Am 31. März 2021 erwarben Blackstone Capital Partners VIII, L.P., Blackstone Capital Partners Asia II L.P. und Oscar A-Co KK, ein von den Fonds der Blackstone Group Inc. kontrolliertes Unternehmen, einen Anteil von 100% an der Takeda Consumer Healthcare Company Limited (bekannt gegeben am 24. August 2020). Der implizite Gesamtunternehmenswert der Transaktion lag bei rd. EUR 1,9 Mrd.

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage	Beschreibung
A&M-001	Bestellungsbeschluss des Landgerichts München I vom 25. Juli 2025

Prüfungsbericht gemäß §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der

PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing

auf die

FUTRUE GmbH, Gräfelfing

Az.: 5 HK O 9601/25

18. September 2025

Anlage A&M-001:
Bestellungsbeschluss des Landgerichts München I vom 25. Juli 2025



A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 9601/25



In dem Verfahren über den Antrag der

FUTRUE GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer Dr. Clemens Fischer, Am Haag 14, 82166 Gräfelfing
- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Milbank LLP**, Maximilianstraße 15, 80539 München

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Schaulies am 25.07.2025 folgenden

Beschluss

1. Auf Antrag der

Futtrue GmbH

vertreten durch den Geschäftsführer Dr. Clemens Fischer
Am Haag 14
82166 Gräfelfing

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG die

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Herrn Wirtschaftsprüfer Dr. Tim Laas
Neue Mainzer Straße 28
60314 Frankfurt am Main

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer von der Antragstellerin zu gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der PharmaSGP Holding SE mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts - Registergericht - München, HRB 255684.

2. Der Geschäftswert wird auf **EUR 5.000,--** festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

Gründe:

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Abfindungsprüfer genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin aus den drei benannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird.

Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem vierten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht.

Die Beschwerde ist bei dem
Landgericht München I
Prielmayerstraße 7
80335 München

einzulegen.

Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht.

Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.

gez.

Schaulies

Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
München, 25.07.2025

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle