

Übertragungsbericht

Bericht der

FUTRUE GmbH

als Hauptaktionärin der

PharmaSGP Holding SE

über die Voraussetzungen für die 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)

17. September 2025

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	7
2.	PharmaSGP Holding SE und PharmaSGP-Gruppe	9
2.1	Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	9
2.2	Geschäftstätigkeit und Konzernstruktur der PharmaSGP-Gruppe	10
2.3	Kapitalstruktur	11
2.3.1	Grundkapital und Aktien	11
2.3.2	Genehmigtes Kapital	11
2.3.3	Bedingtes Kapital	11
2.3.4	Eigene Aktien	12
2.4	Keine Börsennotierung	13
2.5	Aktionäre	13
2.6	Vorstand und Aufsichtsrat	14
2.7	Mitarbeiter	14
2.8	Geschäftliche Entwicklung und wirtschaftliche Verhältnisse	15
2.8.1	PharmaSGP Holding SE	15
2.8.2	PharmaSGP-Gruppe	16
3.	FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin	16
3.1	Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	16
3.2	Gesellschaftsorgane und Vertretung	17
3.3	Mitarbeiter	17
3.4	Stammkapital und Gesellschafterstruktur	17
4.	Mehrheitsbeteiligung an der PharmaSGP Holding SE	17
4.1	Gründung der Gesellschaft und Mehrheitserwerb durch die Hauptaktionärin	17
4.2	Stimmbindungsvertrag zwischen Hauptaktionärin und MVH	18
4.3	Börsengang der Gesellschaft und nachfolgende Anteilsaufstockung	18
4.4	Delisting-Erwerbsangebot	19
4.5	Sonstige Erwerbe nach Abgabe des Delisting-Angebots	19

4.6	Beteiligung der Hauptaktionärin am Grundkapital der Gesellschaft.....	19
5.	Gründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	20
5.1	Erhöhte Flexibilität.....	21
5.2	Transaktionssicherheit.....	21
5.3	Einsparung von Kosten	21
5.4	Keine alternativen Strukturmaßnahmen	22
6.	Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre.....	22
6.1	Überblick über die wesentlichen gesetzlichen Regelungen.....	22
6.2	Kapitalbeteiligung in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals	23
6.3	Übertragungsverlangen.....	24
6.4	Festlegung der Barabfindung	24
6.5	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	25
6.6	Übertragungsbericht	25
6.7	Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts	25
6.8	Zugänglichmachen von Unterlagen zur Vorbereitung und Abhaltung der außerordentlichen Hauptversammlung.....	26
6.9	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung	27
6.10	Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister.....	28
7.	Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre.....	29
7.1	Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen.....	29
7.1.1	Übertragung der PharmaSGP-Aktien auf die Hauptaktionärin	29
7.1.2	Erwerb eines Anspruchs auf angemessene Barabfindung	29
7.1.3	Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung.....	31
7.1.4	Vollständiger Wegfall der Börsennotierung	31
7.2	Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland.....	32
7.2.1	Vorbemerkung	32
7.2.2	Ermittlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts	32
7.2.3	Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder - verlusts	33

8.	Erläuterung und Prüfung der Barabfindung und ihrer Angemessenheit	37
8.1	Vorbemerkung	37
8.2	Ermittlung und Festlegung der Höhe der angemessenen Barabfindung	37
8.2.1	Vorgehensweise	37
8.2.2	Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	38
8.3	Anpassung der angemessenen Barabfindung	39
8.4	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	40

Definitionsverzeichnis

A&M	8	Konkretisierte Übertragungsverlangen	8
Abgeltungsteuer	33	MAR	8
AktG	7	Minderheitsaktionäre	7
BaFin	39	Mitunternehmerschaft	35
Bewertungsstichtag	37	MVH	18
Delisting	13	Negativerklärung	28
Delisting-Angebot	19	OTC	10
DVFA	38	PharmaSGP-Aktie	7
Erstes Übertragungsverlangen	7	PharmaSGP-Gruppe	10
Freigabeantrag	28	SE-VO	7
Freigabebeschluss	28	SpruchG	30
Gesellschaft	7	Squeeze-out	7
Gewährleistungserklärung	8	Stimmbindungsvertrag	18
Gutachterliche Stellungnahme	8	Übertragungsbericht	9
Hauptaktionärin	7	UniCredit	8
IDW	38	ValueTrust	8
IDW S 1	38	Wesentliche Beteiligung	33
Inländische Zahlstelle	34		

Anlagenverzeichnis

- | | |
|-----------------|--|
| Anlage 1 | Erstes Übertragungsverlangen der FUTRUE GmbH vom 24. Juli 2025 |
| Anlage 2 | Konkretisiertes Übertragungsverlangen der FUTRUE GmbH vom 16. September 2025 |
| Anlage 3 | Gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH vom 17. September 2025 |
| Anlage 4 | Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH vom 17. September 2025 |
| Anlage 5 | Depotbestätigungen zum Aktienbestand der FUTRUE GmbH vom 15. September 2025 |
| Anlage 6 | Depotbestätigung zum Bestand eigener Aktien der PharmaSGP Holding SE vom 15. September 2025 |
| Anlage 7 | Entwurf des Übertragungsbeschlusses |

1. Einleitung

§ 327a Abs. 1 Satz 1 Aktiengesetz („AktG“) i.V.m. 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) („SE-VO“) sehen vor, dass die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft bzw. Europäischen Gesellschaft (*Societas Europaea*) auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (die „**Minderheitsaktionäre**“) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen kann. Bei der Berechnung des maßgeblichen Grundkapitalanteils sind eigene Aktien der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG von der Gesamtzahl der Aktien abzusetzen.

Das Grundkapital der PharmaSGP Holding SE mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 255684 (die „**Gesellschaft**“), beläuft sich auf EUR 12.000.000,00 und ist eingeteilt in 12.000.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien, jeweils mit einem anteiligen rechnerischen Betrag am Grundkapital der Gesellschaft von EUR 1,00 (jeweils eine „**PharmaSGP-Aktie**“). Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Jede PharmaSGP-Aktie gewährt eine Stimme.

Der FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 (die „**Hauptaktionärin**“), gehören zum Zeitpunkt dieser Berichterstattung unmittelbar insgesamt 11.013.988 PharmaSGP-Aktien. Dies entspricht rund 95,67 % der um eigene Aktien der Gesellschaft reduzierten Gesamtzahl der PharmaSGP-Aktien. Die FUTRUE GmbH ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a AktG.

In dieser Eigenschaft hat sich die Hauptaktionärin dazu entschlossen, von der Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG (der „**Squeeze-out**“) Gebrauch zu machen. Zu diesem Zweck hat die Hauptaktionärin mit Schreiben vom 24. Juli 2025 das Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, um die Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen (das „**Erste Übertragungsverlangen**“). Das Erste Übertragungsverlangen ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 1** beigelegt.

Die Gesellschaft hat den Erhalt des Ersten Übertragungsverlangens nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit einer Ad-hoc Mitteilung gemäß Art. 17 der Verordnung (EU)

Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch („**MAR**“) am selben Tag bekannt gemacht.

Nach Festlegung der Höhe der angemessenen Barabfindung hat die Hauptaktionärin ihr Verlangen mit Schreiben vom 16. September 2025 unter Angabe der von ihr festgelegten Höhe der Barabfindung bestätigt und konkretisiert (das „**Konkretisierte Übertragungsverlangen**“). Das Konkretisierte Übertragungsverlangen liegt diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 2** bei.

Der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin soll in der für den 31. Oktober 2025 vorgesehenen außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft gefasst werden. Die Minderheitsaktionäre erhalten danach eine angemessene Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 je PharmaSGP-Aktie, die von der Hauptaktionärin auf Grundlage einer von der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, Theresienstraße 1, 80333 München („**ValueTrust**“), als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung der Gesellschaft festgelegt wurde. Die gutachterliche Stellungnahme von ValueTrust vom 17. September 2025 zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung am 31. Oktober 2025 (die „**Gutachterliche Stellungnahme**“) ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 3** vollständig beigelegt.

Das Landgericht München I hat auf Antrag der Hauptaktionärin mit Beschluss vom 25. Juli 2025 die A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („**A&M**“) als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. A&M hat in dieser Funktion die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG geprüft und wird über die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung einen eigenen schriftlichen Prüfungsbericht erstatten, dem auch der Beschluss des Landgerichts München I vom 25. Juli 2025 in Kopie beigelegt sein wird.

Die Hauptaktionärin hat am 17. September 2025 eine Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH mit Sitz in München („**UniCredit**“) erhalten (die „**Gewährleistungserklärung**“). Damit übernimmt die UniCredit gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen PharmaSGP-Aktien zu zahlen. Eine Kopie der Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht in **Anlage 4** beigelegt. Sie wird zudem den Minderheitsaktionären der Gesellschaft vor und während der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft am 31. Oktober 2025 zugänglich gemacht (vgl. dazu Ziffer 6.8 dieses Übertragungsberichts). Die

Gewährleistungserklärung wurde dem Vorstand der Gesellschaft am 17. September 2025 im Original übermittelt.

Zur Unterrichtung der Aktionäre der Gesellschaft über den geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre erstattet die Hauptaktionärin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen schriftlichen Bericht (der „**Übertragungsbericht**“), in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der PharmaSGP-Aktien dargelegt werden und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird.

2. PharmaSGP Holding SE und PharmaSGP-Gruppe

2.1 Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die Gesellschaft ist eine nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland errichtete Europäische Gesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 255684 und der Geschäftsanschrift Lochhamer Schlag 1, 82166 Gräfelfing.

Das Geschäftsjahr der Gesellschaft ist das Kalenderjahr. Die Gesellschaft ist für unbestimmte Zeit errichtet.

Gegenstand des Unternehmens sind gemäß § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft die Entwicklung, Herstellung, Vermarktung, der Vertrieb und/oder die Lizenzierung von Produkten im Bereich Pharma und Healthcare sowie von verwandten Produkten sowie die Beratung anderer Unternehmen auf den vorgenannten und angrenzenden Gebieten. Gegenstand des Unternehmens ist ferner das Halten und Verwalten von Beteiligungen sowie die Erbringung von entgeltlichen Dienstleistungen (bspw. administrativer, finanzieller, kaufmännischer oder technischer Art) gegenüber Beteiligungsunternehmen.

Die Gesellschaft ist berechtigt, alle Geschäfte und Maßnahmen vorzunehmen, die mit den vorstehenden Tätigkeitsgebieten in Zusammenhang stehen oder sonst geeignet sind, dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen.

Die Gesellschaft darf Zweigniederlassungen und Betriebsstätten im In- und Ausland errichten, andere Unternehmen im In- und Ausland gründen, erwerben oder sich an ihnen beteiligen sowie solche Unternehmen leiten. Der Unternehmensgegenstand von Tochter- und Beteiligungsunternehmen darf auch Gegenstände außerhalb der Grenzen des in § 2 Abs. 1 der Satzung genannten Unternehmensgegenstandes umfassen.

Die Gesellschaft kann ihre Tätigkeit auf einen oder einzelne der in § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft genannten Gegenstände beschränken. Sie ist ferner berechtigt,

ihre Tätigkeit ganz oder teilweise mittelbar durch Tochter-, Beteiligungs- und/oder Gemeinschaftsunternehmen auszuüben. Sie kann insbesondere ihren Betrieb ganz oder teilweise an von ihr abhängige Unternehmen überlassen und/oder ganz oder teilweise auf von ihr abhängige Unternehmen ausgliedern. Sie kann sich auch auf die Tätigkeit einer geschäftsleitenden Holding und/oder die sonstige Verwaltung eigenen Vermögens beschränken.

2.2 Geschäftstätigkeit und Konzernstruktur der PharmaSGP-Gruppe

Die Gesellschaft ist die konzernleitende Holding der PharmaSGP-Gruppe. Sie erzielt keine Umsatzerlöse gegenüber fremden Dritten, sie nimmt jedoch Verwaltungsaufgaben für ihre operativen Tochtergesellschaften (gemeinschaftlich die „**PharmaSGP-Gruppe**“) wahr.

Die PharmaSGP-Gruppe ist eine Consumer-Health-Unternehmensgruppe mit einem Fokus auf natürliche und rezeptfreie Arzneimittel (*over-the counter*, „**OTC**“) und andere Gesundheitsprodukte wie Nahrungsergänzungsmittel und Kosmetika.

Der Ausbau bestehender Markenfamilien sowie die Erweiterung des Markenportfolios über Eigenentwicklungen und akquirierte Zulassungen, Marken und Produktportfolios sind wesentliche Bestandteile der Wachstumsstrategie.

Das Unternehmen hat ein skalierbares Asset-Light-Geschäftsmodell etabliert, das schnell und effizient in neue bzw. komplementäre Zielmärkte transferiert werden kann. Die PharmaSGP-Gruppe analysiert für die Realisierung von Wachstumspotential permanent ihre Zielmärkte. Ihr Markterfolg beruht auf jahrelanger regulatorischer Erfahrung und ihrer Schnelligkeit bei der Produkteinführung in Kombination mit ihrer Flexibilität beim Marketingansatz. Aufgrund ihrer starken und spezialisierten *Direct-to-Consumer*-Marketingstrategie (D2C) erreicht sie bei den relevanten Zielgruppen mit mehr als 170 Millionen Kontakten pro Monat eine sehr hohe Reichweite.

Das operative Geschäft der Gesellschaft wird über folgende hundertprozentige Tochtergesellschaften betrieben:

- Fokusan Health GmbH
- PharmaSGP GmbH
- pureSGP GmbH
- Remitan GmbH
- Restaxil GmbH

2.3 Kapitalstruktur

2.3.1 Grundkapital und Aktien

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 12.000.000,00 und ist eingeteilt in 12.000.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien, jeweils mit einem anteiligen rechnerischen Betrag am Grundkapital der Gesellschaft von EUR 1,00. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen.

Die PharmaSGP-Aktien sind in einer oder mehreren Globalurkunden verbrieft, die sich bei der Clearstream Banking Aktiengesellschaft in Girosammelverwahrung befinden.

Jede PharmaSGP-Aktie gewährt ihrem Inhaber eine Stimme.

2.3.2 Genehmigtes Kapital

Gemäß § 4 Abs. 3 der Satzung der Gesellschaft ist der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 25. Juni 2029 (einschließlich) gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmalig oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 6.000.000,00 durch Ausgabe neuer auf den Inhaber lautender Stückaktien zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2024). Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats den weiteren Inhalt der Aktienrechte und die Bedingungen der Aktienausgabe festzulegen. Dabei kann die Gewinnberechtigung der neuen Aktien auch abweichend von § 60 Abs. 2 AktG ausgestaltet werden; die neuen Aktien können insbesondere auch mit Gewinnberechtigung ab Beginn des ihrer Ausgabe vorangehenden Geschäftsjahres ausgestattet werden, wenn im Zeitpunkt der Ausgabe der neuen Aktien ein Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung über den Gewinn dieses Geschäftsjahres noch nicht gefasst worden ist.

Den Aktionären ist grundsätzlich das gesetzliche Bezugsrecht auf die neuen Aktien zu gewähren. Das Bezugsrecht kann dabei auch ganz oder teilweise als mittelbares Bezugsrecht im Sinne von § 186 Abs. 5 Satz 1 AktG ausgestaltet werden. Der Vorstand ist zudem ermächtigt, das Bezugsrecht der Aktionäre in bestimmten, in § 4 Abs. 3 a. bis d. der Satzung näher bezeichneten Fällen jeweils mit Zustimmung des Aufsichtsrats auszuschließen.

2.3.3 Bedingtes Kapital

Gemäß § 4 Abs. 4 der Satzung der Gesellschaft ist das Grundkapital um insgesamt bis zu 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). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von Aktien an Inhaber bzw. Gläubiger von

Wandelschuldverschreibungen sowie an Inhaber von Optionsrechten aus Optionschuldverschreibungen, die aufgrund Ermächtigung gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 26. Juni 2024 bis zum 25. Juni 2029 (einschließlich) von der Gesellschaft oder einem in- oder ausländischen Unternehmen, an dem die Gesellschaft unmittelbar oder mittelbar mit der Mehrheit der Stimmen und des Kapitals beteiligt ist, ausgegeben werden. Sie wird nur durchgeführt, soweit von den Wandlungs- oder Optionsrechten aus den vorgenannten Schuldverschreibungen tatsächlich Gebrauch gemacht wird oder Wandlungspflichten aus solchen Schuldverschreibungen erfüllt werden und soweit nicht andere Erfüllungsformen zur Bedienung eingesetzt werden. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des vorgenannten Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 26. Juni 2024 jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die neuen Aktien nehmen ab Beginn des Geschäftsjahres ihrer Ausgabe am Gewinn der Gesellschaft teil; sie nehmen stattdessen bereits ab Beginn des ihrer Ausgabe vorangehenden Geschäftsjahres am Gewinn der Gesellschaft teil, wenn im Zeitpunkt der Ausgabe der neuen Aktien ein Gewinnverwendungsbeschluss der Hauptversammlung über den Gewinn dieses Geschäftsjahres noch nicht gefasst worden ist. Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

Die Gesellschaft hat von der vorgenannten Ermächtigung zur Ausgabe von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen bis zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts keinen Gebrauch gemacht.

2.3.4 Eigene Aktien

Die Gesellschaft hält derzeit insgesamt 487.488 PharmaSGP-Aktien als eigene Aktien. Dies entspricht rund 4,06 % der Gesamtzahl der PharmaSGP-Aktien.

Durch Beschluss der Hauptversammlung vom 25. Juni 2025 ist der Vorstand gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 24. Juni 2030 (einschließlich) eigene Aktien der Gesellschaft in einem Umfang von bis zu 10 % des zum Zeitpunkt der Erteilung der Ermächtigung oder – falls dieser Wert geringer ist – des zum Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung bestehenden Grundkapitals der Gesellschaft zu jedem gesetzlich zulässigen Zweck zu erwerben. Auf die aufgrund dieser Ermächtigung erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen eigenen Aktien, die sich im Besitz der Gesellschaft befinden oder ihr nach den §§ 71a ff. AktG zuzurechnen sind, zu keinem Zeitpunkt mehr als 10 % des jeweils bestehenden Grundkapitals entfallen. Der Erwerb kann nach Wahl der Gesellschaft (i) über die Börse, (ii) mittels eines an alle Aktionäre gerichteten öffentlichen Kaufangebots und/oder (iii) mittels einer öffentlichen Aufforderung zur Abgabe von Verkaufsofferten,

jeweils zu den im Beschluss näher festgelegten Erwerbspreisen (die sich am Börsenkurs der Aktie der Gesellschaft orientieren) erfolgen.

Die Gesellschaft hat von der vorgenannten Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien bis zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts keinen Gebrauch gemacht.

2.4 Keine Börsennotierung

Die PharmaSGP-Aktien werden nicht mehr im regulierten Markt einer inländischen Börse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer inländischen Börse gehandelt.

Die Gesellschaft hat am 28. Juli 2025 im Zusammenhang mit dem Delisting-Erwerbangebot der Hauptaktionärin (vgl. dazu Ziffer 4.4 dieses Übertragungsberichts) einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der PharmaSGP-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gestellt (das „**Delisting**“). Die Frankfurter Wertpapierbörse hat die Zulassung der PharmaSGP-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse mit Wirkung zum Ablauf des 11. August 2025 widerrufen, woraufhin der Handel mit PharmaSGP-Aktien im regulierten Markt (im Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse eingestellt wurde.

Der Handel im inländischen Freiverkehr auf Veranlassung und mit Zustimmung der Gesellschaft an die Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange wurde ebenfalls eingestellt. Allein im Freiverkehr der Börse Hamburg findet noch ohne Veranlassung und ohne Zustimmung der Gesellschaft Handel statt.

2.5 Aktionäre

Die Hauptaktionärin hält zum Zeitpunkt dieser Berichterstattung unmittelbar insgesamt 11.013.988 PharmaSGP-Aktien; dies entspricht rund 95,67 % der um eigene Aktien der Gesellschaft reduzierten Gesamtzahl der PharmaSGP-Aktien. Die übrigen PharmaSGP-Aktien befinden sich im Streubesitz.

2.6 Vorstand und Aufsichtsrat

Der Vorstand der Gesellschaft besteht zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts aus zwei Personen, namentlich

- Peter Gerckens (CEO) und
- Michael Gerhard Rudolf (CFO).

Nach Maßgabe von § 9.1 der Satzung der Gesellschaft wird die Gesellschaft grundsätzlich durch beide Vorstandsmitglieder oder ein Vorstandsmitglied in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Herr Gerckens und Herr Rudolf sind jeweils einzelvertretungsberechtigt und befugt, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft setzt sich gemäß § 10.1 der Satzung der Gesellschaft aus drei Mitgliedern zusammen, namentlich

- Dr. Clemens Fischer (Vorsitzender),
- Frau Madlena Hohlefelder (stellvertretende Vorsitzende), und
- Dr. Axel Rebien

und unterliegt keinen mitbestimmungsrechtlichen Anforderungen an seine Zusammensetzung.

2.7 Mitarbeiter

Die PharmaSGP-Gruppe beschäftigte im Geschäftsjahr 2024 durchschnittlich 104 Mitarbeiter, davon 92 in Vollzeit und 12 in Teilzeit.

2.8 Geschäftliche Entwicklung und wirtschaftliche Verhältnisse

2.8.1 PharmaSGP Holding SE

Die nachstehende Tabelle gibt einen Überblick über die wesentlichen Kennzahlen der Gesellschaft für die vergangenen drei Geschäftsjahre (alle Angaben gerundet). Hierfür wurden die nach den Rechnungslegungsvorschriften des HGB aufgestellten Jahresabschlüsse der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 zugrunde gelegt.

Jahresabschluss	GJ 2022 (HGB)	GJ 2023 (HGB)	GJ 2024 (HGB)
Bilanzsumme (in EUR Tsd.) zum 31. Dezember	154.103	178.947	152.024
Umsatzerlöse (in EUR Tsd.)	2.445	2.976	3.396
Jahresüberschuss (in EUR Tsd.)	11.298	16.427	19.768
Eigenkapitalquote zum 31. Dezember	44,6 %	44,2 %	47,6 %
Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt	22	27	29

2.8.2 PharmaSGP-Gruppe

Auf Basis der nach den Rechnungslegungsvorschriften des HGB bzw. IFRS aufgestellten Konzernabschlüsse der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 stellen sich die Kennzahlen wie folgt dar (alle Angaben gerundet).

Konzernabschluss	GJ 2022 (HGB)	GJ 2023 (IFRS)	GJ 2024 (IFRS)
Bilanzsumme (in EUR Tsd.) zum 31. Dezember	129.109	131.299	114.274
Umsatzerlöse (in EUR Tsd.)	85.824	101.099	118.837
Jahresüberschuss (in EUR Tsd.)	11.954	16.397	19.535
Eigenkapitalquote zum 31. Dezember	24,1 %	30,3 %	28,0 %
Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt	83	96	104

Wegen weiterer Einzelheiten zur geschäftlichen Entwicklung und den wirtschaftlichen Verhältnissen der Gesellschaft und der PharmaSGP-Gruppe wird auf die Darstellung in der Gutachterlichen Stellungnahme verwiesen, die diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 3** beigelegt ist.

3. FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin

3.1 Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die FUTRUE GmbH ist eine nach deutschem Recht errichtete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 und der Geschäftsanschrift Am Haag 14, 82166 Gräfelfing.

Das Geschäftsjahr der Hauptaktionärin ist das Kalenderjahr. Die Hauptaktionärin ist für unbestimmte Zeit errichtet.

Zum Unternehmensgegenstand der Hauptaktionärin gehören gemäß § 2 der Satzung der Hauptaktionärin (i) die Verwaltung eigenen Vermögens und eigener Beteiligungen, (ii) die Entwicklung und Umsetzung neuer Geschäftsmodelle, insbesondere im Bereich Pharma und Healthcare, (iii) die Gründung, der Aufbau und die fortlaufende Entwicklung neuer Unternehmen sowie der Erwerb von Beteiligungen an Unternehmen zur Verfolgung des zuvor unter (ii) genannten Zwecks, sowie (iv) die Erbringung von Dienstleistungen gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen.

3.2 Gesellschaftsorgane und Vertretung

Alleiniger Geschäftsführer der Hauptaktionärin ist Dr. Clemens Fischer. Er ist einzelvertretungsberechtigt mit der Befugnis, im Namen der Hauptaktionärin mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.

3.3 Mitarbeiter

Im Geschäftsjahr 2024 beschäftigte die Hauptaktionärin durchschnittlich 34 Mitarbeiter.

3.4 Stammkapital und Gesellschafterstruktur

Das Stammkapital der FUTRUE GmbH beträgt im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts EUR 25.000,00 und ist eingeteilt in einen Geschäftsanteil im Nennbetrag von EUR 25.000,00.

Einziger Gesellschafter der Hauptaktionärin ist Herr Dr. Clemens Fischer.

4. Mehrheitsbeteiligung an der PharmaSGP Holding SE

Im Folgenden werden die Beteiligungserhöhungen der Hauptaktionärin zu relevanten Zeitpunkten in der Historie der Gesellschaft dargestellt, beginnend bei der Gründung der Gesellschaft bis zum Tag der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts.

4.1 Gründung der Gesellschaft und Mehrheitserwerb durch die Hauptaktionärin

Die Gesellschaft wurde im Jahr 2019 als Vorratsgesellschaft mit der Firma Atrium 184. Europäische VV SE mit Sitz in Düsseldorf gegründet.

Mit Kauf- und Übertragungsvertrag vom 3./4. März 2020 haben die Hauptaktionärin 90 % und die MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 176504 („MVH“), 10 % des Grundkapitals der Gesellschaft erworben.

Anschließend haben die Hauptaktionärin und die MVH in Vorbereitung des Börsengangs der Gesellschaft mit Einbringungs- und Übertragungsvertrag vom 29. April 2020 ihre jeweiligen Beteiligungen an der PharmaSGP GmbH, der Remitan GmbH und der Restaxil GmbH (jeweils mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München) im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung bei der Gesellschaft gegen Ausgabe neuer Aktien in die Gesellschaft eingebracht. An dem erhöhten Grundkapital der Gesellschaft von EUR 12.000.000,00 waren die Hauptaktionärin wiederum mit 90 % und die MVH mit 10 % beteiligt.

4.2 Stimmbindungsvertrag zwischen Hauptaktionärin und MVH

Zwischen der Hauptaktionärin und der MVH, deren alleinige Gesellschafterin Frau Madlena Hohlefeldt ist, besteht ein mit Datum vom 13. Mai 2020 geschlossener Stimmbindungsvertrag (der „**Stimmbindungsvertrag**“). Im Stimmbindungsvertrag haben sich die Hauptaktionärin und die MVH gegenseitig verpflichtet, das Stimmrecht aus den von ihnen jeweils gehaltenen PharmaSGP-Aktien in Hauptversammlungen der Gesellschaft einheitlich auszuüben. Können sich die Vertragsparteien auf den Inhalt der Stimmausübung nicht einigen, entscheidet hierüber nach dem Stimmbindungsvertrag im Innenverhältnis ein mit einfacher Stimmenmehrheit zu fassender Beschluss, bei dem jede von der jeweiligen Vertragspartei gehaltene PharmaSGP-Aktie eine Stimme gewährt. Da die Hauptaktionärin die Mehrheit der PharmaSGP-Aktien hält, kann sie im Verhältnis zur MVH die Stimmausübung in Hauptversammlungen der Gesellschaft vorgeben.

4.3 Börsengang der Gesellschaft und nachfolgende Anteilsaufstockung

Im Zuge des im Juni 2020 erfolgten Börsengangs der Gesellschaft hat sich die Beteiligung der Hauptaktionärin und der MVH, unter anderem durch Platzierung bestehender Aktien bei Investoren, auf insgesamt rund 66,37% des Grundkapitals bzw. der Stimmrechte reduziert, wovon die Hauptaktionärin rund 59,73 % und die MVH rund 6,64 % des Grundkapitals bzw. der Stimmrechte hielten.

Im anschließenden Zeitraum bis zur Veröffentlichung des Delisting-Angebots der Hauptaktionärin am 14. Juli 2025 (vgl. dazu Ziffer 4.4 dieses Übertragungsberichts) haben die Hauptaktionärin und die MVH ihre Beteiligung an der Gesellschaft über

börsliche und außerbörsliche Erwerbe von Pharma-SGP Aktien nach und nach wieder aufgestockt.

4.4 Delisting-Erwerbsangebot

Am 10. Juni 2025 veröffentlichte die Hauptaktionärin ihre Entscheidung zur Abgabe eines 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 (das „**Delisting-Angebot**“). Die Angebotsunterlage für das Delisting-Angebot wurde am 14. Juli 2025 veröffentlicht.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage hielt die Hauptaktionärin insgesamt 9.993.168 Pharma-SGP Aktien, entsprechend rund 83,28 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der Gesellschaft, und die MVH insgesamt 940.750 PharmaSGP-Aktien, entsprechend rund 7,84 % des Grundkapitals und der Stimmrechte.

Die Annahmefrist des Delisting-Angebots endete am 11. August 2025 um 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main). Das Delisting-Angebot wurde für insgesamt 54.964 PharmaSGP-Aktien angenommen. Dies entspricht ca. 0,46 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der Gesellschaft.

Der Erwerb der in das Delisting-Angebot eingelieferten PharmaSGP-Aktien durch die Hauptaktionärin erfolgte am 26. August 2025.

4.5 Sonstige Erwerbe nach Abgabe des Delisting-Angebots

Mit Treuhand- und Übertragungsvertrag vom 22. Juli 2025 hat die MVH als Treugeberin das Eigentum an den von ihr gehaltenen 940.750 Pharma-SGP Aktien treuhänderisch auf die Hauptaktionärin als Treuhänderin übertragen.

Unter Berücksichtigung dieser treuhändischer erworbenen PharmaSGP-Aktien hat die Hauptaktionärin im Zeitraum nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage für das Delisting-Angebot bis zur Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts börslich und außerbörslich insgesamt 965.856 Pharma-SGP Aktien erworben.

4.6 Beteiligung der Hauptaktionärin am Grundkapital der Gesellschaft

Eine Beteiligung der Hauptaktionärin von über 95 % der nach Herausrechnung eigener Aktien der Gesellschaft bestehenden Gesamtzahl der Aktien der Gesellschaft bestand (i) sowohl am 24. Juli 2025, dem Tag, an dem die Hauptaktionärin das Erste

Übertragungsverlangen gestellt hat, (ii) als auch ununterbrochen im anschließenden Zeitraum bis zum 16. September 2025, dem Tag, an dem die Hauptaktionärin das Konkretisierte Übertragungsverlangen gestellt hat, und (iii) schließlich auch ununterbrochen im Zeitraum bis zur Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts.

Zum Zeitpunkt des Ersten Übertragungsverlangens hielt die Hauptaktionärin (wie in **Anlage 1** dargestellt) insgesamt 10.940.588 PharmaSGP-Aktien. Unter Herausrechnung der insgesamt 487.488 eigenen Aktien der Gesellschaft aus der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 327a Abs. 2 AktG hielt die Hauptaktionärin damit Aktien im Umfang von rund 95,03 % des Grundkapitals der Gesellschaft.

Zum Zeitpunkt des Konkretisierten Übertragungsverlangens sowie der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hielt die Hauptaktionärin insgesamt 11.013.988 PharmaSGP-Aktien. Unter Herausrechnung der insgesamt 487.488 eigenen Aktien der Gesellschaft aus der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 327a Abs. 2 AktG hielt die Hauptaktionärin damit Aktien im Umfang von rund 95,67 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Depotbestätigungen über diesen Aktienbestand der Hauptaktionärin sind diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 5** beigelegt.

Eine Depotbestätigung über den Bestand eigener PharmaSGP-Aktien der Gesellschaft ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 6** beigelegt.

5. Gründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

Gemäß §§ 327a ff. AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) und Art. 10 SE-VO kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft bzw. Europäischen Gesellschaft auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die Hauptaktionärin beabsichtigt, von dieser Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre Gebrauch zu machen.

Eine sachliche Rechtfertigung für die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär verlangt das Gesetz nicht. Die sachliche Rechtfertigung folgt aus dem Übertragungsbeschluss selbst.

Dennoch sollen im Folgenden einige wesentliche Gründe des geplanten Vorhabens angeführt werden.

5.1 Erhöhte Flexibilität

Nach Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin können Beschlüsse der Hauptversammlung kurzfristig und ohne aufwändige Vorbereitung, wie sie für die Durchführung einer Publikumshauptversammlung erforderlich sind, gefasst werden. Hauptversammlungen der Gesellschaft können dann abgehalten werden, ohne dass minderheitsschützende Normen, beispielsweise zu Form und Frist der Einberufung und je nach Tagesordnung umfangreichen Informationspflichten, beachtet werden müssen. Die Gesellschaft wird hierdurch in die Lage versetzt, Strukturmaßnahmen, wie z. B. den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags mit der Hauptaktionärin als herrschendem Unternehmen, Formwechsel, Verschmelzung, Ausgliederung, Kapitalmaßnahmen oder sonstige Maßnahmen, die eine Beschlussfassung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen sowie einfacher und schneller umzusetzen.

5.2 Transaktionssicherheit

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre schafft außerdem eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass insbesondere Struktur- oder Kapitalmaßnahmen, die zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung in das Handelsregister bedürfen, durch Klagen von Minderheitsaktionären verzögert werden, entfällt. Auch im Übrigen werden potenzielle gerichtliche Auseinandersetzungen zwischen der Gesellschaft und Minderheitsaktionären vermieden.

5.3 Einsparung von Kosten

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre führt des Weiteren zur Einsparung laufender Kosten bei der Gesellschaft. So werden etwa die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Publikumshauptversammlung nahezu vollständig entfallen. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, der Versendung von Unterlagen an Aktionäre und depotführende Institute, der Beauftragung eines Hauptversammlungsdienstleisters, der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen sowie der Berichterstattung und der Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher betrifft dies auch Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung, sowie die Kosten für eine ggf. erforderliche oder aus Gründen der rechtlichen Vorsorge zweckdienliche notarielle Beurkundung der ordentlichen Hauptversammlung.

5.4 Keine alternativen Strukturmaßnahmen

Ein Squeeze-out bietet eine rechtlich eindeutige, effiziente und endgültige Lösung zur vollständigen Eigentumskonsolidierung. Mit Blick auf die bestehenden Anteilsverhältnisse sind keine alternativen Strukturmaßnahmen ersichtlich, mit denen die oben genannten Vorteile in gleicher Weise erreicht werden könnten.

6. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

6.1 Überblick über die wesentlichen gesetzlichen Regelungen

Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) und Art. 10 SE-VO kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft bzw. Europäischen Gesellschaft auf Verlangen eines Hauptaktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf diesen Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Bei der Berechnung des maßgeblichen Grundkapitalanteils sind eigene Aktien der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG von der Gesamtzahl der Aktien abzusetzen.

Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Aktiengesellschaft bzw. Europäischen Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Höhe der Barabfindung legt der Hauptaktionär fest; sie muss die Verhältnisse der Aktiengesellschaft bzw. Europäischen Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählte und bestellte sachverständige Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Der bzw. die sachverständigen Prüfer haben einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG).

Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG).

Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum

Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstitutes zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen (§ 327b Abs. 3 AktG).

Ab Einberufung der Hauptversammlung sind in den Geschäftsräumen der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und – soweit aufzustellen – die Lageberichte der Gesellschaft für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, der Bericht des Hauptaktionärs sowie der Bericht des vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers zur Einsicht der Aktionäre auszulegen (§ 327c Abs. 3 AktG); ferner ist den Aktionären auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG). Die Verpflichtung zur Auslegung der genannten Unterlagen und zur Erteilung von Abschriften entfällt, wenn die genannten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht werden (§ 327c Abs. 5 AktG). Die Verpflichtung, die genannten Unterlagen auch in der Hauptversammlung selbst zugänglich zu machen (§ 327d Satz 1 AktG), bleibt hiervon allerdings unberührt.

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für den Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit erforderlich und hinreichend (§ 133 Abs. 1 AktG), soweit die Satzung der Gesellschaft nichts Abweichendes bestimmt.

Nach zustimmendem Beschluss der Hauptversammlung hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

6.2 Kapitalbeteiligung in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 12.000.000,00 und ist eingeteilt in 12.000.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien, jeweils mit einem anteiligen rechnerischen Betrag am Grundkapital von der Gesellschaft in Höhe von EUR 1,00. Die Gesellschaft hält 487.488 PharmaSGP-Aktien als eigene Aktien.

Da die Gesellschaft Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der von der Hauptaktionärin zu haltende Anteil in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 1 und 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG). Dabei sind eigene Aktien vorab von der Gesamtzahl der Aktien abzusetzen.

Die Hauptaktionärin hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts insgesamt 11.013.988 PharmaSGP-Aktien, entsprechend rund 95,67 % des nach Herausrechnung eigener Aktien bestehenden Grundkapitals der Gesellschaft. Daher hält die Hauptaktionärin eine Kapitalbeteiligung in der gesetzlich vorgeschriebenen Mindesthöhe am Grundkapital.

6.3 Übertragungsverlangen

Die Hauptaktionärin hat der Gesellschaft mit Schreiben vom 24. Juli 2025 das Erste Übertragungsverlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG übermittelt und darin verlangt, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, um die Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen. Eine Kopie des Ersten Übertragungsverlangens ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** beigelegt.

Nach Festlegung der Höhe der angemessenen Barabfindung für die PharmaSGP-Aktien hat die Hauptaktionärin mit Schreiben vom 16. September 2025 unter Angabe der von ihr festgelegten Höhe der Barabfindung das Konkretisierte Übertragungsverlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet und verlangt, die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Tagesordnung der außerordentlichen Hauptversammlung am 31. Oktober 2025 zu setzen. Eine Kopie des Konkretisierten Übertragungsverlangens ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 2** beigelegt.

6.4 Festlegung der Barabfindung

Die Hauptaktionärin hat die Höhe der für die Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung auf EUR 29,33 je PharmaSGP-Aktie festgelegt. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde sie von ValueTrust als neutralem Gutachter unterstützt, der den Unternehmenswert der Gesellschaft anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt hat. Die Angemessenheit der vorstehenden Barabfindung wird in Ziffer 8 dieses Übertragungsberichts näher erläutert.

Die Gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Gesellschaft, die Grundlage für die Festlegung der Barabfindung war, ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 3** beigelegt.

6.5 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung ist nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere gerichtlich ausgewählte und bestellte sachverständige Prüfer zu prüfen. Das Landgericht München I hat auf Antrag der Hauptaktionärin mit Beschluss vom 25. Juli 2025 A&M als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. A&M als vom Landgericht München I ausgewählter und bestellter sachverständiger Prüfer prüft die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG und erstattet über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einen eigenen schriftlichen Prüfungsbericht, dem der Beschluss des Landgerichts München I vom 25. Juli 2025 in Kopie beigelegt sein wird.

Dieser Prüfungsbericht wird den Aktionären der Gesellschaft im Zeitraum ab Einberufung und auch während der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft am 31. Oktober 2025 zugänglich gemacht werden (vgl. dazu Ziffer 6.8 dieses Übertragungsberichts).

6.6 Übertragungsbericht

Die Hauptaktionärin erstattet der Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht, in dem in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Auch dieser Übertragungsbericht wird den Aktionären im Zeitraum ab Einberufung und auch während der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft am 31. Oktober 2025 zugänglich gemacht werden (vgl. dazu Ziffer 6.8 dieses Übertragungsberichts).

6.7 Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts

Die Hauptaktionärin hat am 17. September 2025 die Gewährleistungserklärung der UniCredit erhalten, durch welche die UniCredit gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernommen hat, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des

Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen PharmaSGP-Aktien zu zahlen. Die UniCredit ist ein im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut.

In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG ist die Gewährleistungserklärung dem Vorstand der Gesellschaft am 17. September 2025 und damit vor der Einberufung der Hauptversammlung der Gesellschaft, auf der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlossen werden soll, übermittelt worden.

Die Gewährleistungserklärung gibt den Minderheitsaktionären im Wege eines selbstständigen Garantieversprechens einen unmittelbaren, unbedingten und unwiderruflichen Anspruch auf Zahlung der Barabfindung gegen die UniCredit. Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin zur Zahlung von Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB. Im Übrigen ist die Gewährleistungserklärung auf den im Übertragungsbeschluss genannten Betrag der Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 je PharmaSGP-Aktie beschränkt. Sie erstreckt sich in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben insbesondere nicht auf den Betrag einer etwaigen Erhöhung der Barabfindung in einem Spruchverfahren.

Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden der UniCredit aus deren Verhältnis zur Hauptaktionärin ausgeschlossen. Die Gewährleistungserklärung ist in Kopie diesem Übertragungsbericht als **Anlage 4** beigelegt.

Sollte es zu einer Anpassung der angemessenen Barabfindung wie in Ziffer 8.3 dieses Übertragungsberichts dargestellt kommen, wird die UniCredit erforderlichenfalls einen Nachtrag zur Gewährleistungserklärung ausstellen.

6.8 Zugänglichmachen von Unterlagen zur Vorbereitung und Abhaltung der außerordentlichen Hauptversammlung

Vom Zeitpunkt der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung an werden die folgenden Unterlagen gemäß den gesetzlichen Vorgaben des § 327c Abs. 3 bis Abs. 5 AktG zugänglich gemacht:

- der Entwurf des Übertragungsbeschlusses (als Bestandteil der Hauptversammlungseinladung);
- die Jahresabschlüsse der Gesellschaft sowie die Konzernjahresabschlüsse und die zusammengefassten Lage- und Konzernlageberichte für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024;

- der vorliegende nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG von der Hauptaktionärin erstattete schriftliche Übertragungsbericht über die Voraussetzungen für die Übertragung sowie über die Angemessenheit der Barabfindung nebst Anlagen, unter Einschluss insbesondere der Gutachterlichen Stellungnahme von ValueTrust; und
- der Bericht des gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers A&M gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG i.V.m. § 293e AktG zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.

Diese Unterlagen werden den Aktionären der Gesellschaft auch während der Hauptversammlung am 31. Oktober 2025 zugänglich sein.

6.9 Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung

Über das Verlangen der Hauptaktionärin auf Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre soll in der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft am 31. Oktober 2025 beschlossen werden.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses (beigefügt als **Anlage 7**), über den in der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft Beschluss gefasst werden soll, hat den folgenden Wortlaut:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der PharmaSGP Holding SE werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. Aktiengesetz 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)) gegen Gewährung einer von der FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 (Hauptaktionärin), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der PharmaSGP Holding SE auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Der Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin bedarf der einfachen Stimmenmehrheit; die Satzung bestimmt nichts Abweichendes. Bei der Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre ist die Hauptaktionärin stimmberechtigt; ein Stimmrechtsausschluss der Hauptaktionärin besteht nach den anwendbaren Vorschriften nicht.

6.10 Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister

Nach zustimmender Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Übertragungsbeschluss hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das für die Gesellschaft zuständige Handelsregister des Amtsgerichts München anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG).

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (die „**Negativerklärung**“). Kann diese Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss grundsätzlich nicht eingetragen werden (§ 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG).

Trotz fehlender Negativerklärung kann der Übertragungsbeschluss jedoch dann in das Handelsregister eingetragen werden, wenn alle klageberechtigten Aktionäre durch notariell beurkundete Verzichtserklärung auf die Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses verzichten oder, wenn zwar solche Klagen erhoben werden, das zuständige Gericht jedoch nach Klageerhebung auf Antrag der Gesellschaft gemäß § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 AktG (der „**Freigabeantrag**“) durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klagen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses nicht entgegensteht (der „**Freigabebeschluss**“).

Nach § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG ergeht ein Freigabebeschluss, wenn:

- die Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist (Nr. 1);
- der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Freigabeantrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung der Hauptversammlung, die den Übertragungsbeschluss gefasst hat, einen anteiligen Betrag am Grundkapital der Gesellschaft von mindestens EUR 1.000,00 hält (Nr. 2); oder
- das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die von der Gesellschaft dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des mit der Klage geltend gemachten Rechtsverstoßes vor (Nr. 3).

Zuständig für den Freigabebeschluss ist das Oberlandesgericht, in dessen Bezirk die Gesellschaft ihren Sitz hat (§ 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG); dies ist vorliegend das Oberlandesgericht München. Der Beschluss des Oberlandesgerichts, mit dem über den Antrag auf Freigabebeschluss entschieden wird, ist unanfechtbar (§ 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG).

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft wirksam.

7. Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

7.1 Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen

7.1.1 Übertragung der PharmaSGP-Aktien auf die Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die Hauptaktionärin über. Die Hauptaktionärin erwirbt damit alle Mitgliedschaftsrechte aus den Aktien der Minderheitsaktionäre, die mit der Rechtsstellung als Aktionär verbunden sind. Einer gesonderten Übertragungshandlung durch die Minderheitsaktionäre bedarf es nicht. Die Minderheitsaktionäre verlieren vielmehr kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär und erhalten dafür den Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die Hauptaktionärin, der ebenfalls mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsteht.

Nach dem gesetzlichen Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin verkörpern die Aktien der Minderheitsaktionäre, soweit sie in (Global-)Urkunden verbrieft sind und im (Mit-)Eigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das Mitgliedschaftsrecht, sondern den Anspruch der bisherigen Minderheitsaktionäre gegen die Hauptaktionärin auf Zahlung der angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

7.1.2 Erwerb eines Anspruchs auf angemessene Barabfindung

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem damit verbundenen Übergang der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin erwerben die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft den Anspruch auf angemessene Barabfindung gegen die Hauptaktionärin, der auf EUR 29,33 je PharmaSGP-Aktie festgesetzt wurde.

Das Registergericht wird gemäß § 10 HGB die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (www.handelsregister-bekanntmachungen.de) bekannt machen.

Die Barabfindung ist ab dieser Bekanntmachung mit jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz im Sinne des § 247 BGB zu verzinsen; die Geltendmachung eines weiteren Schadens gegen die Hauptaktionärin im Falle der nicht rechtzeitigen Zahlung ist nicht ausgeschlossen (§ 327b Abs. 2 AktG).

Die Auszahlung der Barabfindung wird durch die Gewährleistungserklärung der UniCredit gewährleistet. Die Gewährleistungserklärung beschränkt sich im Einklang mit den von der Rechtsprechung bestätigten gesetzlichen Vorgaben auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung. Hieraus folgt für den Fall, dass ein Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens die Angemessenheit der Barabfindung nachträglich höher festlegen sollte, dass der Differenzbetrag nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst ist.

Sollten Aktionäre, die durch Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister aus der Gesellschaft ausscheiden, der Ansicht sein, dass die von der Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung zu ihren Lasten zu niedrig bemessen ist, können sie die Angemessenheit der Abfindung in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 Spruchverfahrensgesetz („**SpruchG**“) gerichtlich überprüfen lassen. Die gerichtliche Überprüfung der festgelegten Barabfindung in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG nur binnen drei Monaten ab dem Tag beantragt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Ein solcher Antrag muss zudem innerhalb dieser Frist nach Maßgabe des § 4 Abs. 2 SpruchG begründet werden, wobei konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Barabfindung ermittelten Unternehmenswert vorzubringen sind. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Minderheitsaktionäre (vgl. § 13 Satz 2 SpruchG). Sofern wenigstens ein Minderheitsaktionär ein Spruchverfahren einleitet, kommt eine etwaige Erhöhung der Barabfindung im Spruchverfahren folglich allen Minderheitsaktionären zugute.

Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, die durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung sei für die Aktionäre der Gesellschaft unangemessen, ist gesetzlich ausgeschlossen (vgl. § 327f Satz 1 AktG).

7.1.3 Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung

Die Gesellschaft hat keine Einzelurkunden über ihre Aktien ausgegeben. Die Aktien der Gesellschaft sind ausschließlich in einer oder mehreren Globalurkunden verbrieft, die bei der Clearstream Banking Aktiengesellschaft hinterlegt sind, und befinden sich sämtlich in Girosammelverwahrung.

Die Auszahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft durch Gutschrift auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei seinem depotführenden Institut, Zug um Zug gegen Ausbuchung seines Aktienbestands, wobei es dem jeweiligen depotführenden Institut obliegt, die geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Aufgrund der Globalverbriefung und Girosammelverwahrung der Aktien der Gesellschaft ist von den Minderheitsaktionären insoweit nichts zu veranlassen; sie müssen insbesondere keine Aktienurkunden einreichen. Die technische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung erfolgt über die UniCredit als zentrale Abwicklungsstelle. Die Abwicklung wird für die jeweiligen Aktionäre provisions- und spesenfrei durchgeführt.

Die Einzelheiten der Abwicklung werden den Aktionären unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gesondert durch Bekanntmachung im Bundesanzeiger bekannt gegeben.

7.1.4 Vollständiger Wegfall der Börsennotierung

Die PharmaSGP-Aktien werden nach dem Delisting ohne Veranlassung und ohne Zustimmung der Gesellschaft weiterhin im Freiverkehr der Börse Hamburg unter der ISIN DE000A2P4LJ5 gehandelt.

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen die PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin über. Die Börsennotierung der PharmaSGP-Aktien im Freiverkehr der Börse Hamburg (und an etwaigen anderen Börsen, an denen die Aktien der Gesellschaft gehandelt werden) wird voraussichtlich kurze Zeit nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses – gegebenenfalls schon mit Ablauf desjenigen Tages, an dem der Übertragungsbeschluss wirksam wird – eingestellt werden. Dementsprechend ist der bis zur Einstellung des Börsenhandels gegebenenfalls noch stattfindende Börsenhandel der Aktien der Gesellschaft nur ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre. Jeglicher Börsenhandel endet vollständig mit der Einstellung der Notierung (Aufhebung der Einbeziehung in den Handel).

7.2 Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland

7.2.1 Vorbemerkung

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit der Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin für bestimmte in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre von Bedeutung sein können.

Steuerliche Auswirkungen für steuerlich im Ausland ansässige und mit ihren Einkünften möglicherweise beschränkt steuerpflichtige Aktionäre der Gesellschaft werden nachfolgend nicht erläutert. Sie hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab. Nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen sind ferner steuerliche Auswirkungen für Aktionäre der Gesellschaft, die ihre Anteile über Investmentvermögen im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten.

Die Darstellung ist weder umfassend noch abschließend. Insbesondere wird nicht auf die individuellen steuerlichen Verhältnisse der jeweiligen Minderheitsaktionäre eingegangen. Dargestellt werden nur einige wesentliche Aspekte der Behandlung von Veräußerungsgewinnen und -verlusten für Zwecke der Einkommen- und Körperschaftsteuer (jeweils einschließlich Solidaritätszuschlag), Gewerbesteuer sowie Kapitalertragsteuer.

Zugrunde liegt das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltende deutsche Steuerrecht. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern.

Eine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Übertragungsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Zu Einzelheiten und Zweifelsfragen sollten die Minderheitsaktionäre ihren jeweiligen Steuerberater konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

7.2.2 Ermittlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts

Für die Minderheitsaktionäre stellt die Übertragung ihrer PharmaSGP-Aktien auf die Hauptaktionärin gegen Erwerb eines Anspruchs auf Barabfindung steuerlich eine Veräußerung ihrer Aktien dar.

Sie erzielen dabei einen Veräußerungsgewinn, soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger damit in Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten bzw. der Buchwert der Aktien beim Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

7.2.3 Steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts

Die steuerliche Behandlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts hängt davon ab, ob die Aktien dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind.

a) Aktien im Privatvermögen

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, die für steuerliche Zwecke ausschließlich in Deutschland ansässig ist, also in Deutschland ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt hat, und sind die Aktien seinem Privatvermögen zuzuordnen, so unterliegt ein Gewinn aus der Veräußerung der Einkommensteuer. Der Gewinn wird in Abhängigkeit davon, ob der Minderheitsaktionär wesentlich beteiligt ist oder nicht, unterschiedlich besteuert.

Der Minderheitsaktionär ist wesentlich beteiligt, wenn er zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar zu mindestens 1 % am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt war (die „**Wesentliche Beteiligung**“).

(1) Keine Wesentliche Beteiligung

Bei nicht wesentlich beteiligten Minderheitsaktionären unterliegt der Gewinn einem einheitlichen Steuersatz von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf, d. h. insgesamt 26,375 %, und ggf. Kirchensteuer) (die „**Abgeltungsteuer**“). Vom Veräußerungsgewinn und etwaigen sonstigen Kapitaleinkünften kann der Minderheitsaktionär pro Kalenderjahr einen Sparer-Pauschbetrag in Höhe von EUR 1.000,00 (bzw. EUR 2.000,00 bei zusammen veranlagten Ehegatten oder eingetragenen Lebenspartnern) in Abzug bringen; ein Abzug der tatsächlich angefallenen Werbungskosten ist nicht möglich. Die Abgeltungsteuer auf den Veräußerungsgewinn wird im Wege des Steuerabzugs durch die auszahlende Stelle (inländisches Kreditinstitut, inländisches Finanzdienstleistungsinstitut, inländisches Wertpapierhandelsunternehmen oder inländische Wertpapierhandelsbank, einschließlich inländischer Zweigstellen ausländischer Institute), die die Aktien verwahrt oder verwaltet oder deren Veräußerung

durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt (die „**Inländische Zahlstelle**“), erhoben. Der Steuerabzug durch die Inländische Zahlstelle hat grundsätzlich abgeltende Wirkung, d. h. mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuerschuld des Minderheitsaktionärs im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn abgegolten; der Minderheitsaktionär muss den Gewinn nicht in der Einkommensteuererklärung angeben. Zudem wird etwaige Kirchensteuer ohne Antrag einbehalten, es sein denn, der Minderheitsaktionär hat dem Abruf von Daten zu seiner Religionszugehörigkeit widersprochen. Unterbleibt der Steuerabzug jedoch (z. B. in Ermangelung einer Inländischen Zahlstelle), hat der Aktionär den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Anstelle der Abgeltungsteuer kann der Minderheitsaktionär beantragen, dass für seine Einkünfte aus Kapitalvermögen (einschließlich des Veräußerungsgewinns) eine Besteuerung nach den allgemeinen Regelungen zur Ermittlung der tariflichen Einkommensteuer vorgenommen werden und die einbehaltene Kapitalertragsteuer auf die Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhanges erstattet werden soll, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Belastung führt; auch in diesem Fall ist der Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ausgeschlossen. Veräußerungsverluste dürfen nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien im laufenden oder in einem späteren Jahr ausgeglichen werden (nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen oder anderen Einkunftsarten); diese Beträge werden gesondert festgestellt.

(2) Wesentliche Beteiligung

Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Hier gilt das Teileinkünfteverfahren: Der Gewinn ist nur zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer auf den gesamten Gewinn ohne Anwendung des Teileinkünfteverfahrens); Verluste sowie Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Übertragung stehen, sind nur zu 60 % abziehbar. Soweit eine Inländische Zahlstelle im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn einen Steuerabzug (Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf) vornimmt, hat dieser keine abgeltende Wirkung. Der Minderheitsaktionär muss den Gewinn in seiner Einkommensteuererklärung angeben. Die abgezogene Steuer wird bei der Steuerveranlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhanges erstattet. Der Sparer-Pauschbetrag findet keine Anwendung.

b) Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts danach, ob der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (die „**Mitunternehmerschaft**“) ist.

(1) Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

Veräußerungsgewinne einer Körperschaft sind im Ergebnis grundsätzlich zu 95 % steuerfrei: Ein Veräußerungsgewinn ist grundsätzlich vollständig von der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer befreit; 5 % des Gewinns gelten aber als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen damit der Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag hierauf) (Gesamtbelastung 15,825 %) und, wenn die Aktien einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte der Körperschaft zuzurechnen sind, außerdem der Gewerbesteuer. Veräußerungskosten, die im wirtschaftlichen Zusammenhang mit der Übertragung stehen, mindern den Veräußerungsgewinn und sind damit effektiv nur zu 5 % steuerlich abziehbar. Eine Mindestbeteiligungsgrenze oder eine Mindesthaltezeit ist derzeit nicht zu beachten. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

Besondere Regelungen gelten unter bestimmten Voraussetzungen (u. a.) für Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und Finanzunternehmen; diese werden hier nicht näher dargestellt, sondern sind bei Bedarf mit dem jeweiligen steuerlichen Berater zu erörtern.

(2) Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person (Einzelunternehmer)

Sind die Aktien Betriebsvermögen einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), unterliegt der Gewinn der Einkommensteuer. Es gilt das Teileinkünfteverfahren. Der Gewinn ist nur zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag, und ggf. Kirchensteuer auf den gesamten Gewinn ohne Anwendung des Teileinkünfteverfahrens). Verluste sowie Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Übertragung stehen, sind nur zu 60 % abziehbar.

Gehören die Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs des Minderheitsaktionärs, unterliegt der Veräußerungsgewinn auch der Gewerbesteuer, allerdings auch hier nur zu 60 %. Die Gewerbesteuer wird nach

einem pauschalierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Minderheitsaktionärs angerechnet.

(3) *Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft)*

Ist der Minderheitsaktionär eine Mitunternehmerschaft, die nicht nach § 1a KStG zur Körperschaftsteuer optiert hat, wird die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer nicht auf Ebene der Personengesellschaft, sondern auf Ebene der Gesellschafter erhoben. Die Besteuerung richtet sich danach, ob der jeweilige Gesellschafter eine Körperschaft oder natürliche Person ist. Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, so wird ein im Gewinnanteil enthaltener Veräußerungsgewinn nach den auf Körperschaften anwendbaren Grundsätzen besteuert (siehe oben (1)). Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, finden die für natürliche Personen (Einzelunternehmer) geltenden Grundsätze auf den im Gewinnanteil enthaltenen Veräußerungsgewinn Anwendung (siehe oben (2)). Bei einer Option zur Körperschaftsteuerpflicht (§ 1a KStG) gelten die Ausführungen unter (1) entsprechend.

Bei Zurechnung der Aktien zu einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft unterliegt der Veräußerungsgewinn außerdem der Gewerbesteuer auf Ebene der Personengesellschaft, und zwar grundsätzlich zu 60 %, soweit er im Gewinnanteil einer natürlichen Person als Gesellschafter der Personengesellschaft enthalten ist, und zu 5 %, soweit er im Gewinnanteil einer Körperschaft als Gesellschafter der Personengesellschaft enthalten ist. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, wenn sie auf den Gewinnanteil einer Körperschaft entfallen, bzw. werden zu 60 % berücksichtigt, wenn sie auf den Gewinnanteil einer natürlichen Person entfallen. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf der Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf ihre persönliche Einkommensteuer angerechnet.

(4) *Kapitalertragsteuer*

Veräußerungsgewinne aus Aktien, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden, unterliegen grundsätzlich nicht dem Kapitalertragsteuerabzug. Dasselbe gilt bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften, wenn der Veräußerungsgewinn zu den Betriebseinnahmen eines inländischen Betriebs gehört und der Aktionär dies gegenüber der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck erklärt und bestimmte weitere Voraussetzungen erfüllt werden. Ansonsten hat eine Inländische Zahlstelle bei Veräußerung von nach dem 31. Dezember 2008

erworbenen Aktien grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf, d. h. insgesamt 26,375 %, und ggf. Kirchensteuer) einzubehalten. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der einbehaltene Solidaritätszuschlag haben keine abgeltende Wirkung; sie werden auf die Einkommen- oder Körperschaftsteuerschuld (einschließlich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

8. Erläuterung und Prüfung der Barabfindung und ihrer Angemessenheit

8.1 Vorbemerkung

Die Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Diese muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen sachverständigen Prüfer zu prüfen, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

Da die außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft am 31. Oktober 2025 über die Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließen soll, ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der 31. Oktober 2025 (der „**Bewertungsstichtag**“).

8.2 Ermittlung und Festlegung der Höhe der angemessenen Barabfindung

Die Hauptaktionärin hat einen Betrag von

EUR 29,33

je PharmaSGP-Aktie als angemessene Barabfindung festgesetzt.

8.2.1 Vorgehensweise

Die Hauptaktionärin hat zur Unterstützung bei der Ermittlung und Festlegung der den Minderheitsaktionären zu gewährenden angemessenen Barabfindung ValueTrust beauftragt.

ValueTrust hat für die Festsetzung der Barabfindung den Unternehmenswert der Gesellschaft auf Basis anerkannter Bewertungsmethoden ermittelt.

Zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts hat ValueTrust die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. („IDW“), insbesondere den IDW-Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ („IDW S 1“) berücksichtigt. Darüber hinaus hat ValueTrust eine Wertermittlung unter Berücksichtigung der „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. („DVFA“) vorgenommen.

ValueTrust hat ferner die höchstrichterliche Rechtsprechung in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses der Gesellschaft berücksichtigt und eine entsprechende Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der PharmaSGP-Aktie sowie zur weiteren Plausibilisierung der Bewertung eine vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode vorgenommen.

Der Liquidationswert und der Substanzwert als Einzelbewertungsverfahren kommen nach der Analyse von ValueTrust nicht in Betracht, weil die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital für jeden betrachteten Planungszeitraum stets über den Gesamtkapitalkosten liegt und damit eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist. Daher erlangen diese Werte keine Aussagekraft.

Die der Ermittlung des Unternehmenswerts zugrunde liegenden Bewertungsarbeiten hat ValueTrust bis zum 17. September 2025 durchgeführt. Die Hauptaktionärin hat die von ValueTrust erstellte Gutachterliche Stellungnahme inhaltlich nachvollzogen und macht sie sich vollumfänglich zu eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 3** beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

8.2.2 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

Die wesentlichen Ergebnisse zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung wird auf die Gutachterliche Stellungnahme verwiesen.

- ValueTrust kommt in der Gutachterlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich unter Zugrundelegung des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 der Unternehmenswert der Gesellschaft nach persönlichen Steuern auf rund EUR 337,7 Mio. beläuft. Bezogen auf die Zahl der ausstehenden 11.512.512 PharmaSGP-Aktien ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Wert von rund EUR 29,33 je PharmaSGP-Aktie.
- Der gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs der PharmaSGP-Aktie gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO beträgt für den Drei-Monats-Zeitraum bis zum 9. Juni 2025 (einschließlich), d. h. dem Tag vor Bekanntmachung der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots und der darin enthaltenen,

erstmaligen Ankündigung der festen Absicht zur Durchführung eines Squeeze-out, nach Auskunft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) EUR 25,64 je PharmaSGP-Aktie.

- Der gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs der PharmaSGP-Aktie gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO beträgt für den Drei-Monats-Zeitraum bis zum 23. Juni 2025 (einschließlich), d. h. dem Tag vor dem Ersten Übertragungsverlangen der Hauptaktionärin und der zugehörigen Ad-hoc Mitteilung der Gesellschaft, nach Auskunft der BaFin EUR 28,00 je PharmaSGP-Aktie.

Die von der Hauptaktionärin angebotene Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 je PharmaSGP-Aktie entspricht damit dem auf Grundlage des Ertragswertverfahrens berechneten Wert und übersteigt den gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs zu beiden vorgenannten Stichtagen.

8.3 Anpassung der angemessenen Barabfindung

Bei der Ermittlung des Ertragswerts nach IDW S 1 werden die zukünftigen finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Den für die Ermittlung des Ertragswerts verwendeten verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern lag ein Basiszinssatz von 3,00 % vor persönlichen Steuern (bzw. von 2,21 % nach persönlichen Steuern) und eine Marktrisikoprämie von 6,50 % vor persönlichen Steuern (bzw. von 5,50 % nach persönlichen Steuern) zugrunde.

Es ist möglich, dass es bis zum Bewertungsstichtag auf Basis der aktuellen Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zu einer Erhöhung des maßgeblichen Basiszinssatzes kommt. *Ceteris paribus* würden sich bei einem steigenden Basiszinssatz die Eigenkapitalkosten erhöhen und damit der Ertragswert sinken.

Tatsächlich führt ein steigender Basiszinssatz im vorliegenden Marktumfeld zu gegenläufigen Entwicklungen in der Marktrisikoprämie, die den Effekt des steigenden Basiszinssatzes auf die Eigenkapitalkosten kompensieren bzw. sogar überkompensieren können: Eine Erhöhung des Basiszinssatzes von 3,00 % auf 3,25 % vor persönlichen Steuern (bzw. von 2,21 % auf 2,39 % nach persönlichen Steuern) führt zu einer Reduktion der Marktrisikoprämie von 6,50 % auf 6,25 % vor persönlichen Steuern (bzw. 5,50 % auf 5,25 % nach persönlichen Steuern), wodurch sich die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern insgesamt reduzieren und damit der Ertragswert steigt. Durch eine solche Erhöhung des Basiszinssatzes würde es also zu einer Veränderung des objektivierten Unternehmenswerts kommen und sich die daraus abgeleitete Barabfindung je PharmaSGP-Aktie erhöhen.

Eine Erhöhung des zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Basiszinssatzes von 3,00 % auf 3,25 % vor persönlichen Steuern (bzw. von 2,21 % auf 2,39 % nach persönlichen Steuern) würde zu einem Ertragswert nach persönlichen Steuern in Höhe von EUR 29,50 je PharmaSGP-Aktie führen.

Für den Fall, dass es bis zur außerordentlichen Hauptversammlung zu einer solchen Änderung des objektivierten Unternehmenswerts aufgrund entsprechender Veränderung des Basiszinssatzes kommt, wird die Hauptaktionärin die Barabfindung nach den folgenden Grundsätzen anpassen:

- ValueTrust hat in Abhängigkeit von der Entwicklung des Basiszinssatzes die sich ergebende angemessene Barabfindung je PharmaSGP-Aktie unter Berücksichtigung der Auswirkung des veränderten Basiszinssatzes auf die Eigenkapitalkosten errechnet. ValueTrust wird zum Bewertungsstichtag eine Stichtagserklärung abgegeben und darin gegebenenfalls die angemessene Barabfindung neu berechnen. Der einem höheren Basiszinssatz von 3,25 % entsprechende Betrag für die Barabfindung beläuft sich auf EUR 29,50 je PharmaSGP-Aktie.
- A&M als gerichtlich ausgewählter und bestellter sachverständiger Prüfer wird am Bewertungsstichtag nach Prüfung der Neuberechnung durch den Bewertungsgutachter ebenfalls eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit der Barabfindung erteilen.

Eine Anpassung der Barabfindung durch die Hauptaktionärin auf Grundlage der Berechnung von ValueTrust erfolgt nur, soweit A&M die Angemessenheit der angepassten Barabfindung bestätigt.

8.4 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer A&M geprüft und bestätigt. A&M erstattet hierüber gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG einen eigenen schriftlichen Prüfungsbericht.

Wenn Minderheitsaktionäre dennoch der Auffassung sein sollten, die von der Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung sei unangemessen niedrig, besteht die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG und dem Spruchverfahrensgesetz überprüfen zu lassen. Ein Antrag gemäß § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG nur binnen drei Monaten ab dem Tag gestellt werden, an dem die Übertragung aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin durch Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts München wirksam geworden ist. Die

Frist wird auch dann gewahrt, wenn der Antrag bei einem sachlich oder örtlich unzuständigen Gericht eingereicht wird, § 4 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Für das Spruchverfahren besteht Anwaltszwang, § 5a SpruchG.

Gemäß § 13 Satz 2 SpruchG wirkt die gerichtliche Entscheidung auch für und gegen die übrigen Minderheitsaktionäre. Sollte das Gericht somit feststellen, dass die durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung unangemessen niedrig ist, können alle im Rahmen des Squeeze-out ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von der Hauptaktionärin die erhöhte Barabfindung verlangen.

[Unterschriftenseite folgt]

[Unterschriftenseite zum Übertragungsbericht der FUTRUE GmbH]



Dr. Clemens Fischer
Geschäftsführer der FUTRUE GmbH

Anlage 1

Erstes Übertragungsverlangen der FUTRUE GmbH vom 24. Juli 2025

FUTRUE GmbH
Am Haag 14, 82166 Gräfelfing

PharmaSGP Holding SE
z. Hd. des Vorstands
Lochhamer Schlag 1
82166 Gräfelfing

24. Juli 2025

**Einleitung des Verfahrens zum Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß
§§ 327a ff. AktG (Squeeze-out)**

Sehr geehrter Herr Gerckens,
sehr geehrter Herr Rudolf,

das Grundkapital der PharmaSGP Holding SE mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 255684 (die „**Gesellschaft**“) beträgt EUR 12.000.000,00 und ist in 12.000.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt.

Die Unterzeichnete

FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 (nachfolgend auch die „**Hauptaktionärin**“)

hält zum heutigen Tag insgesamt 10.940.588 auf den Inhaber lautende Stückaktien der Gesellschaft (jeweils eine „**Aktie**“). Dies entspricht dem in der Angebotsunterlage für das Delisting-Erwerbsangebot der FUTRUE GmbH mitgeteilten Stand von insgesamt 9.993.168 Aktien, die von der FUTRUE GmbH bereits im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 14. Juli 2025 unmittelbar gehalten wurden, zuzüglich

- a. insgesamt 940.750 Aktien, welche die FUTRUE GmbH mit Aktienübertragungs- und Treuhandvertrag vom 22. Juli 2025 von der MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, erworben hat, sowie

- b. weiteren insgesamt 6.670 Aktien, welche die FUTRUE GmbH mit Aktienkauf- und Übertragungsvertrag vom 23. Juli 2025 erworben hat.

Wegen der Aktienerwerbe gemäß vorstehend lit. a. und lit. b. verweisen wir auf die der Gesellschaft hierzu übermittelten Mitteilungen gemäß Art. 19 der Verordnung (EU) 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung). Weitere Belege zu dem vorstehenden Aktienbesitz der FUTRUE GmbH legen wir auf Verlangen gerne vor.

Unter Herausrechnung der insgesamt 487.488 eigenen Aktien der Gesellschaft aus der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 327a Abs. 2 AktG hält die FUTRUE GmbH damit rund 95,03 % der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft.

Damit gehören der FUTRUE GmbH mehr als 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 S. 1, Abs. 2 AktG und sie ist Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne dieser Vorschrift.

Dies vorausgeschickt, richtet die FUTRUE GmbH hiermit gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an Sie als Vorstand der Gesellschaft das

V e r l a n g e n ,

alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, um die Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen.

Sie werden insbesondere gebeten, der Hauptaktionärin auf Anforderung alle für die Festlegung der Barabfindung erforderlichen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen (§ 327b Abs. 1 S. 2 AktG). Die Höhe der Barabfindung werden wir Ihnen, unter anderem gestützt auf eine noch vorzunehmende Unternehmensbewertung der Gesellschaft, in einem konkretisierenden Übertragungsverlangen gesondert mitteilen.

Wir dürfen Sie bitten, den Eingang dieses Verlangens zeitnah zu bestätigen.

Mit freundlichen Grüßen

FUTRUE GmbH



Dr. Clemens Fischer
Geschäftsführer

Anlage 2

Konkretisiertes Übertragungsverlangen der FUTRUE GmbH vom 16. September 2025

FUTRUE GmbH

Am Haag 14, 82166 Gräfelfing

PharmaSGP Holding SE

z.Hd. des Vorstands
Lochhamer Schlag 1
82166 Gräfelfing

16. September 2025

Konkretisiertes Verlangen zur Durchführung eines Verfahrens zum Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß §§ 327a ff. AktG (Squeeze-out)

Sehr geehrter Herr Gerckens,
sehr geehrter Herr Rudolf,

mit Schreiben vom 24. Juli 2025 hat die Unterzeichnete

FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 (die „**Hauptaktionärin**“)

das Verlangen an Sie als Vorstand der PharmaSGP Holding SE mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 255684 (die „**Gesellschaft**“), gerichtet, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, um die Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen.

Die Unterzeichnete hält nunmehr unmittelbar insgesamt 11.013.988 der insgesamt 12.000.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Gesellschaft. Dies entspricht dem in der Bekanntmachung gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG vom 14. August 2025 angekündigten Stand nach Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots der Hauptaktionärin und ergibt sich aus den in Kopie als **Anlagen A-C** beigefügten Depotauszügen. Nach Absetzung der insgesamt 487.488 eigenen Aktien der Gesellschaft von der Gesamtzahl der Aktien der Gesellschaft gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG in Verbindung mit § 327a Abs. 2 AktG hält die Hauptaktionärin damit zum heutigen Tag unmittelbar rund 95,67 % der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien der Gesellschaft.

Damit gehören der FUTRUE GmbH auch weiterhin mehr als 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft im Sinne von § 327a AktG in Verbindung mit § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG, so dass sie Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist.

In Bestätigung und Konkretisierung des Verlangens vom 24. Juli 2025 teilen wir hiermit mit, dass die Hauptaktionärin die angemessene Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf EUR 29,33 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Gesellschaft festgelegt hat.

Ferner richten wir hiermit an Sie als Vorstandsmitglieder der Gesellschaft das

Verlangen,

den Tagesordnungspunkt

„Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der PharmaSGP Holding SE auf die FUTRUE GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz“

auf die Tagesordnung der außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu setzen, die voraussichtlich am 31. Oktober 2025 stattfinden wird.

Der vorgesehene Übertragungsbeschluss soll wie folgt lauten:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der PharmaSGP Holding SE werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. Aktiengesetz 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)) gegen Gewährung einer von der FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 (Hauptaktionärin), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der PharmaSGP Holding SE auf die Hauptaktionärin übertragen.“

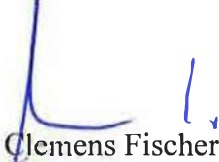
Die Barabfindung wurde maßgeblich auf Grundlage des Ertragswerts nach IDW S 1 ermittelt. Wir weisen darauf hin, dass es möglich ist, dass zum Bewertungsstichtag, d. h. dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung am 31. Oktober 2025, auf Basis der aktuellen Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ein höherer Basiszinssatz anzuwenden ist. Dadurch kann sich der Ertragswert, den die Unterzeichnete der Festlegung der Barabfindung zugrunde legt, so verändern, dass die Höhe der Barabfindung je PharmaSGP-Aktie anzupassen ist. Einzelheiten zur Berechnung einer möglichen Anpassung der Barabfindung werden im Übertragungsbericht der Hauptaktionärin dargelegt.

Ein etwaiges Verlangen auf Anpassung der Barabfindung werden wir erneut an Sie als Vorstand der Gesellschaft richten. Eine solche Anpassung erfolgt nur, soweit der gerichtlich ausgewählte und bestellte sachverständige Prüfer die Angemessenheit der angepassten Barabfindung zum Bewertungsstichtag in der Stichtagserklärung bestätigt.

Die nach § 327b Abs. 3 AktG erforderliche Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts (UniCredit Bank GmbH), den von uns als Hauptaktionärin bereits angesprochenen schriftlichen Bericht an die Hauptversammlung der Gesellschaft, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht), sowie den Prüfungsbericht des gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers werden wir Ihnen entsprechend der gesetzlichen Bestimmungen vor Einberufung der Hauptversammlung rechtzeitig noch gesondert zukommen lassen.

Sollte es zu einer Anpassung der angemessenen Barabfindung kommen, wird die UniCredit Bank GmbH erforderlichenfalls einen Nachtrag zur Gewährleistungserklärung ausstellen, den wir Ihnen ebenfalls übermitteln werden.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Clemens Fischer
Geschäftsführer

Anlage A

Depotbestätigungen der UniCredit Bank GmbH vom 15. September 2025

Stichtagsbewertung per Bestand: 15.9.2025 und Kursen per: 15.9.2025

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
PHARMASGP HOLDING SE INHABER-AKTIE O.N.	A2P4LJ	213.887,00						
Summe Depotposition Gesamt								

Stichtagsbewertung per Bestand: 15.9.2025 und Kursen per: 15.9.2025

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
PHARMASGP HOLDING SE INHABER-AKTIE O.N.	A2P4LJ	15.134,00						
Summe Depotposition Gesamt								

Anlage B

Depotbestätigung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG vom 15. September 2025



FUTRUE GmbH
Am Haag 14
82166 Gräfelfing

Fabian Krüger
TS Corporate Actions & Custody Services

Telefon: 040/350 60 - 5122
E-Mail: meeting@berenberg.de

15. September 2025

**Depotbestätigung für den Aktienbestand in PHARMASGP HOLDING SE O.N.
(ISIN DE000A2P4LJ5) per 15.09.2025**

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit bestätigen wir, dass per Bestandsstichtag 15.09.2025 (24:00 Uhr MESZ) A) Stück -8.684.351- und B) Stück -925.616- PHARMASGP HOLDING SE O.N. Aktien für

**FUTRUE GmbH
Am Haag 14
82166 Gräfelfing**

in den bei uns geführten Kundendepots A) 40-68254-004 und B) 40-68254-012 verbucht sind und bis zum Ablauf des 15.09.2025 gesperrt bleiben.

Mit freundlichen Grüßen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
(Diese Anzeige wird nicht unterschrieben)

Anlage C

Depotbestätigung der Crédit Agricole vom 15. September 2025

PORTFOLIO VALUATION AS OF 15.09.2025

Portfolio No. 1253652

UNITS/NOMINAL	SECURITY NAME	SECUR. NO. RATING	PRC/APP%	NET AV PRICE PURCH DATE	MARKET PRICE	TOTAL MARKET VALUE ACCRUED INTEREST	VALUE IN EUR	% ASSETS
SHARES								
SHARES GERMANY								
1'175'000	PHARMASGP HLDG BEARER SHS	DE000A2P4LJ5						

Anlage 3

**Gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH
vom 17. September 2025**

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der
PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing/Deutschland
zum 31. Oktober 2025

17. September 2025

Inhaltsübersicht

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	10
1.1.	Auftrag.....	10
1.2.	Auftragsdurchführung	12
2.	Bewertungsobjekt.....	14
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	14
2.2.	Unternehmenshistorie.....	16
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	18
2.4.	Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen)	56
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	62
3.1.	Abfindungsermittlung nach § 327a AktG	62
3.2.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	64
3.3.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	66
3.4.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode	68
3.5.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA.....	70
3.6.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	71
3.7.	Liquidationswert.....	73
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	75
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	75
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	78
4.3.	Analyse der Planungstreue	79
4.4.	Analyse der Planungsrechnung.....	81
4.5.	Konvergenz- und Fortführungsphase	101
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	106
5.	Kapitalkosten	109
5.1.	Eigenkapitalkosten.....	110
5.2.	Wachstumsabschlag	118
6.	Unternehmensbewertung	119

6.1.	Börsenkurs	119
6.2.	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	128
6.3.	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA	132
6.4.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	134
6.5.	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	141
7.	Würdigung der Bewertungsergebnisse	143
Anlagen		145

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	10
1.1.	Auftrag.....	10
1.2.	Auftragsdurchführung	12
2.	Bewertungsobjekt.....	14
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	14
2.2.	Unternehmenshistorie.....	16
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	18
2.3.1.	Geschäftsmodell	18
2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	20
2.3.3.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	21
2.3.3.1.	Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	21
2.3.3.2.	Entwicklung der Verbraucherpreisindizes	23
2.3.3.3.	Zwischenfazit zur makroökonomischen Situation	24
2.3.4.	Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition	24
2.3.4.1	Marktumfeld.....	25
2.3.4.2	Wettbewerbsumfeld.....	30
2.3.4.3	Fazit zur Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfelds sowie der Marktposition	35
2.3.5.	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage	36
2.3.5.1.	Ertragslage	36
2.3.5.2.	Vermögens- und Finanzlage	46
2.3.6.	SWOT-Analyse	53
2.4.	Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen).....	56
2.4.1.	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group-Unternehmen.....	56
2.4.2.	Peer Group-Übersicht.....	58
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	62

3.1.	Abfindungsermittlung nach § 327a AktG	62
3.2.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	64
3.3.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	66
3.4.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode	68
3.4.1.	Ermittlung des Ertragswerts (nach persönlichen Steuern)	68
3.4.2.	Ermittlung des DCF-Werts (vor persönlichen Steuern).....	69
3.5.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA.....	70
3.6.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	71
3.7.	Liquidationswert.....	73
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	75
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	75
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	78
4.3.	Analyse der Planungstreue	79
4.4.	Analyse der Planungsrechnung.....	81
4.4.1.	Umsatzerlöse	81
4.4.2.	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	85
4.4.3.	Finanzergebnis.....	91
4.4.4.	Außerordentliches Ergebnis.....	92
4.4.5.	Ertragsteuern.....	92
4.4.6.	Jahresergebnis	93
4.4.7.	Bilanzplanung.....	93
4.4.8.	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	100
4.5.	Konvergenz- und Fortführungsphase	101
4.5.1.	Konvergenzphase.....	102
4.5.2.	Fortführungsphase	104
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	106
5.	Kapitalkosten	109
5.1.	Eigenkapitalkosten.....	110
5.1.1.	Basiszinssatz	110
5.1.2.	Risikozuschlag.....	111
5.2.	Wachstumsabschlag	118
6.	Unternehmensbewertung	119

6.1.	Börsenkurs	119
6.2.	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	128
6.2.1	Ertragswert	128
6.2.2	Sonderwerte	130
6.2.3	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	131
6.2.4	Anpassung der angemessenen Barabfindung	131
6.3.	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA	132
6.3.1	Wert des Eigenkapitals auf Basis des Cashflow to Equity-Ansatzes	132
6.3.2	Sonderwerte	133
6.3.3	Wert des Eigenkapitals nach den DVFA-Empfehlungen	133
6.4.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	134
6.4.1	Bewertung anhand vergleichbarer notierter Unternehmen	134
6.4.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen	137
6.5.	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	141
7.	Würdigung der Bewertungsergebnisse	143
Anlagen		145
1.	Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	145
2.	Kapitalflussrechnung	146
3.	Anpassungen Gewinn- und Verlustrechnung	147
4.	Anpassungen Bilanz	148
5.	Bewertungstechnische Anpassungen Gewinn- und Verlustrechnung: Planung	149
6.	Definition wesentlicher Kennzahlen	150

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
3M VWAP	= Volumengewichteter Dreimonats-Durchschnittskurs
Abs.	= Absatz
AG	= Aktiengesellschaft
AIFA	= Agenzia Italiana del Farmaco (nationale Arzneimittelbehörde Agenzia Italiana del Farmaco)
AktG	= Aktiengesetz
APV	= Adjusted Present Value (angepasster Barwert)
AT	= Österreich
a.a.O.	= Am angegebenen Ort
BaFin	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	= Bundesgerichtshof
BIP	= Bruttoinlandsprodukt
Bspw.	= Beispielsweise
BVerfG	= Bundesverfassungsgericht
BvR	= Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
Bzw.	= Beziehungsweise
CAGR	= Compound Annualized Growth Rate (annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	= Capital Expenditures (Investitionen)
CAPM	= Capital Asset Pricing Model
CDAX	= Composite DAX
CEO	= Chief Executive Officer
CFO	= Chief Financial Officer
COO	= Chief Operating Officer
d.d.	= Delniška družba (Aktiengesellschaft)
d. h.	= Das heißt
D2C	= Direct-to-Consumer (Direktvertrieb an den Endkunden)
DAX	= Deutscher Aktienindex
DCF	= Discounted Cashflow
DE	= Deutschland
DIO	= Days Inventory Outstanding (Lagerreichweite)
DPO	= Days Payable Outstanding (Kreditorenlaufzeit)
DSO	= Days Sales Outstanding (Debitorenlaufzeit)
DVFA	= Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
e.V.	= Eingetragener Verein
Etc.	= Et cetera
EBIT	= Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	= Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EFSA	= European Food Safety Authority (Europäische Behörde für Lebensmittelsicherheit)

VALUETRUST

Abkürzung	Bedeutung
EK	= Eigenkapital
EU	= Europäische Union
EUR	= Euro
EZB	= Europäische Zentralbank
F&E	= Forschung und Entwicklung
FAUB	= Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FK	= Fremdkapital
G-BA	= Gemeinsamer Bundesausschuss
ggf.	= Gegebenenfalls
GKV	= Gesetzliche Krankenversicherung
GmbH	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GSK	= GlaxoSmithKline plc
GuV	= Gewinn- und Verlustrechnung
HWG	= Heilmittelwerbebezug
i.d.F.	= In der Fassung
i.d.R.	= In der Regel
i.e.S.	= Im engeren Sinne
i.H.v	= In Höhe von
i.S.	= Im Sinne
i.V.m	= In Verbindung mit
IAS	= International Accounting Standard
IDW	= Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW ES 17	= Entwurf eines IDW-Standards: „Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen“ (Stand: 14. Mai 2025)
IDW S 1	= IDW-Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	= International Financial Reporting Standards (Internationale Rechnungslegungsstandards)
Inc.	= Incorporated (Aktiengesellschaft)
IT	= Italien
ISIN	= International Securities Identification Number (Internationale Wertpapierkennnummer)
IWF	= Internationaler Währungsfonds
LG	= Landgericht
Lit.	= Litera
LTM	= Last twelve months (letzten zwölf Monate)
LuL	= Lieferungen und Leistungen
M&A	= Merger and Acquisitions
MDAX	= Mid-Cap-DAX
Mio.	= Millionen
Mrd.	= Milliarden
MVH	= MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH
Wx	= Geschäftszeichen für Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit

Abkürzung	Bedeutung
NOPLAT	= Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (steuerbereinigtes Betriebsergebnis)
OECD	= Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	= Oberlandesgericht
OTC	= Over The Counter (nicht-verschreibungspflichtig)
p.a.	= Per annum
PLC	= Public Limited Company (Aktiengesellschaft)
Rd.	= Rund
Rn.	= Randnummer
ROIC	= Return on Invested Capital
Rx	= Verschreibungspflichtige Medikamente
Rz.	= Randziffer
sbA	= Sonstige betriebliche Aufwendungen
SoLZ	= Solidaritätszuschlag
S&P	= Standard & Poor's (Ratingagentur)
S.A.	= Société Anonyme (Aktiengesellschaft)
sbA	= Sonstigen betrieblichen Aufwendungen
SE	= Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft)
Sog.	= Sogenannt
SWOT-Analyse	= Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats (Stärken, Schwächen, Chancen, Risiko) -Analyse
TCF	= Total Cashflow (Gesamt-Cashflow)
Tsd.	= Tausend
TV	= Terminal Value (Restwert / Fortführungswert)
Tz.	= Textziffer
u. a.	= Unter anderem
USA	= United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
v. a.	= Vor allem
Vgl.	= Vergleiche
VMS	= Vitamins, Minerals and Supplements (Vitamine, Mineralien und Nahrungsergänzungsmittel)
VV	= Verordnung
VWAP	= Volume Weighted Average Price (Durchschnittskurs)
WACC	= Weighted Average Cost of Capital (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)
WP	= Wirtschaftsprüfer
WPg	= Die Wirtschaftsprüfung vom IDW Verlag
WpÜG	= Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	= Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
XETRA	= Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Mit Schreiben vom 14. Juli 2025 hat die FUTRUE GmbH (im Folgenden „Futtrue“ oder „Auftraggeber“) uns, die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München („ValueTrust“), beauftragt, im Zusammenhang mit einer möglichen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing („PharmaSGP SE“ als Gesellschaft und „PharmaSGP“ als PharmaSGP Holding SE inklusive aller Konzerngesellschaften) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG¹ eine Gutachtliche Stellungnahme über den Wert des Eigenkapitals der PharmaSGP SE und die anzubietende angemessene Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre führt zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre („Squeeze Out“). Die Futtrue hat gleichzeitig mit der Ankündigung ihres Delisting-Erwerbsangebots ihre feste Absicht, einen Squeeze Out durchführen zu wollen, bekannt gegeben. Die PharmaSGP SE hat dies auch ihrerseits mit Ad-hoc Mitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht. Am 24. Juli 2025 hat die Futtrue der PharmaSGP SE das Verlangen übermittelt, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, um die Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen. Die PharmaSGP SE hat dies ebenfalls mit Ad-hoc Mitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht.
2. Das Bewertungsobjekt ist die PharmaSGP („Bewertungsobjekt“). Der Bewertungsanlass ist die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze Out der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP SE durch deren Mehrheitsaktionärin Futtrue. In diesem Zusammenhang unterstützen wir die Geschäftsführung der Futtrue bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 327a AktG.
3. Die Futtrue hat am 16. September 2025 das konkretisierte Übertragungsverlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der PharmaSGP SE gerichtet, eine Hauptversammlung der PharmaSGP SE einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der PharmaSGP-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Futtrue gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Der Bewertungsstichtag ist der 31. Oktober 2025 („Bewertungsstichtag“), da an diesem Tag die außerordentliche Hauptversammlung der PharmaSGP SE voraussichtlich über den Squeeze Out abstimmen wird.
4. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den „Bericht der FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin der PharmaSGP Holding SE über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE auf die FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c

¹ Zur Anwendbarkeit des Rechts des Sitzstaates vgl. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. Nr. L 294 S. 1. SE-VO“). Im Folgenden wird bei der Bezugnahme auf die für nationale Aktiengesellschaften geltenden Gesetze auf den Verweis zur SE-VO verzichtet.

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)“ („Übertragungsbericht“) sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zur beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung der PharmaSGP SE veröffentlicht wird.

5. Für die Festsetzung der Abfindung der PharmaSGP SE haben wir den Unternehmenswert der PharmaSGP SE auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Bei der Auftragsdurchführung haben wir die höchstrichterliche Rechtsprechung in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses der Aktien der PharmaSGP SE („PharmaSGP-Aktie“) berücksichtigt und eine entsprechende Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der PharmaSGP-Aktie vorgenommen. Zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW-Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 4. Juli 2016², im Folgenden „IDW S 1“) berücksichtigt. Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigen wir die in der deutschen Rechtsprechung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung.
6. Der gemäß IDW S 1 in dieser Gutachtlichen Stellungnahme ermittelte objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert (Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner) dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit dem IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt und dabei u.a. den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.
7. Darüber hinaus haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab. Die DVFA-Empfehlungen zielen auf die Bestimmung des Verkehrswerts ab und gehen dabei vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des Fundamentalwerts aus. Damit wird für die Wertermittlung aus Sicht des Unternehmenserwerbers stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen.

² Vgl. WPG Supplement 3/2008, S. 68 ff., FN-IDW 7/2008, S. 271 ff., IDW Life 8/2016, S. 731

8. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragsschreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich der internen Verwendung durch die Auftraggeber sowie zum Zwecke der Durchführung des Squeeze Outs. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand und den Aufsichtsrat der PharmaSGP SE und die Geschäftsführung der Futrue auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der PharmaSGP SE sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sich potentiell anschließenden Spruchverfahren, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den Übertragungsbericht der Geschäftsführung der Futrue, der sich auf unsere Gutachtliche Stellungnahme bezieht und diese teilweise oder vollständig wiedergeben darf.
9. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Einwilligung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

10. Wir haben unsere Arbeiten in den Monaten Juli, August und September 2025 in unseren Büroräumen in München und Frankfurt am Main durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ genannten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjekts sowie dessen zukünftige Entwicklung zum 17. September 2025 und Kapitalmarktdaten bis einschließlich des 5. Septembers 2025 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“) zugrunde.
11. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung der PharmaSGP geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen insbesondere vom Vorstand der PharmaSGP SE sowie von Beratern der PharmaSGP SE erhalten.
12. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten, sowie öffentlich verfügbaren Informationen und Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen.
13. Die gesetzlichen Vertreter der PharmaSGP SE sowie der gesetzliche Vertreter der Futrue haben uns gegenüber zum 17. September 2025 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, jeweils richtig und vollständig erteilt wurden.

14. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit, der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.
15. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro mit einer Nachkommastelle ausgewiesen werden. Das Ergebnis unserer Berechnungen haben wir entsprechend gerundet. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

2. BEWERTUNGSOBJEKT

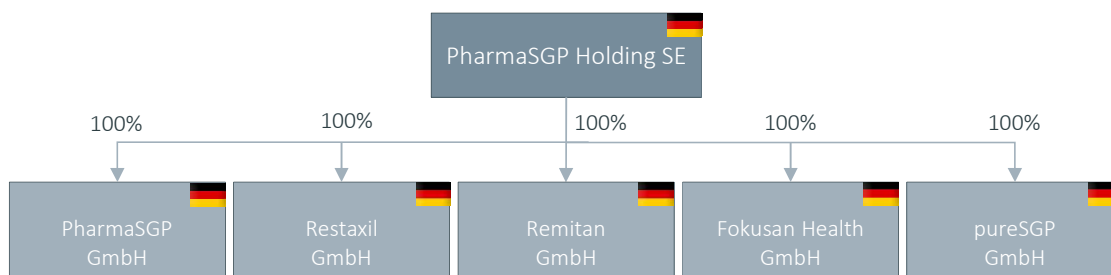
16. Die Definition bzw. Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist Grundlage jeder Unternehmensbewertung. Um die Wachstumschancen, Planungsrechnungen und das Risikopotenzial des zu bewertenden Unternehmens beurteilen zu können, ist es notwendig, den historischen Hintergrund, das Geschäftsmodell und die Marktstellung der PharmaSGP zu verstehen.
17. Im Folgenden werden zunächst die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse sowie die Unternehmenshistorie dargestellt. Anschließend werden die wirtschaftlichen Verhältnisse, das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und das Markt- und Wettbewerbsumfeld erläutert. Unter Einbezug der historischen Ertrags- und Vermögenslage der letzten drei abgeschlossenen Geschäftsjahre vor dem Bewertungsstichtag werden dann die Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells der PharmaSGP sowie die Gelegenheiten und Gefahren des Marktumfelds herausgearbeitet, um auf dieser Basis das Chancen-Risiko-Profil der PharmaSGP zu konkretisieren (SWOT-Analyse). In Verbindung mit der Darstellung vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) bildet dies einen geeigneten Ausgangspunkt für die Einschätzung der Planungsrechnung im Hinblick auf die Höhe und das zeitliche Anfallen der von Prognoseunsicherheit geprägten Cashflows, deren Risikoprofil sowie der Ableitung der kapitalmarktbasierten Bewertungsprämissen.

2.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

18. Bewertungsobjekt ist die PharmaSGP Holding SE, Gräfelfing/Deutschland, einschließlich ihrer vollkonsolidierten Tochterunternehmen.
19. Zum 30. Juni 2025 umfasste der Konsolidierungskreis inklusive der PharmaSGP Holding SE sechs Unternehmen, welche alle vollkonsolidiert werden.

Die gesellschaftsrechtliche Struktur wird im folgenden Organigramm dargestellt:

Konzernstruktur der PharmaSGP zum 30. Juni 2025



Quelle: Geschäftsbericht, Unternehmensinformationen

20. Die PharmaSGP Holding SE mit Sitz in Gräfelfing, Deutschland, ist eine europäische Gesellschaft (Societas Europaea - „SE“), deren Haupttätigkeiten im Gesundheitsbereich in Deutschland und anderen europäischen Ländern liegen. PharmaSGP verfügt über ein breites Portfolio mit OTC-

Arzneimitteln und anderen Gesundheitsprodukten. Dazu zählen auch Nahrungsergänzungsmittel, die insbesondere unter der Marke pureSGP zu einem zunehmend wichtigen Bestandteil des Portfolios werden. Die PharmaSGP Holding SE ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Nummer HRB 255684 eingetragen.

21. Gemäß § 2 der Satzung umfasst der Unternehmensgegenstand der PharmaSGP SE die Entwicklung, Herstellung, Vermarktung, den Vertrieb und/oder die Lizenzierung von Produkten im Bereich Pharma und Healthcare sowie von verwandten Produkten sowie die Beratung anderer Unternehmen auf den vorgenannten und angrenzenden Gebieten. Gegenstand des Unternehmens ist ferner das Halten und Verwalten von Beteiligungen sowie die Erbringung von entgeltlichen Dienstleistungen (bspw. administrativer, finanzieller, kaufmännischer oder technischer Art) gegenüber Beteiligungsunternehmen. Die PharmaSGP ist berechtigt, alle Geschäfte und Maßnahmen vorzunehmen, die mit den vorstehenden Tätigkeitsgebieten in Zusammenhang stehen oder sonst geeignet sind, dem Unternehmenszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen.³
22. Die PharmaSGP SE darf Zweigniederlassungen und Betriebsstätten im In- und Ausland errichten, andere Unternehmen im In- und Ausland gründen, erwerben oder sich an ihnen beteiligen sowie solche Unternehmen leiten. Der Unternehmensgegenstand von Tochter- und Beteiligungsunternehmen darf auch Gegenstände außerhalb der Grenzen des §2 Abs. 1 der Unternehmenssatzung umfassen.⁴ Die PharmaSGP kann ihre Tätigkeit auf einen oder einzelne der in § 2 Abs. 1 der Satzung genannten Gegenstände beschränken. Die Gesellschaft ist ferner berechtigt, ihre Tätigkeit ganz oder teilweise mittelbar durch Tochter-, Beteiligungs- und/oder Gemeinschaftsunternehmen auszuüben. Sie kann insbesondere den Betrieb ganz oder teilweise auf abhängige Unternehmen ausgliedern. Sie kann sich auch auf die Tätigkeit einer geschäftsleitenden Holding und/oder die sonstige Verwaltung eigenen Vermögens beschränken.⁵
23. Das Grundkapital der PharmaSGP SE beträgt 12.000.000,00 €. Das Grundkapital ist in 12.000.000 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien unterteilt (einschließlich der von der PharmaSGP selbst gehaltenen Aktien), auf die ein anteiliger Betrag von 1,00 € je Aktie entfällt. Die PharmaSGP hält insgesamt 487.488 eigene Aktien. Damit beläuft sich die Anzahl der ausstehenden Aktien zum Bewertungsstichtag auf 11.512.512.
24. Der Vorstand der PharmaSGP SE besteht aus zwei Personen. Bei den Mitgliedern handelt es sich um Herrn Peter Gerckens (Chief Executive Officer) sowie Herrn Michael Rudolf (Chief Financial Officer).
25. Der Aufsichtsrat der PharmaSGP besteht aus drei Personen. Hierbei handelt es sich um Herrn Dr. Clemens Fischer (Vorsitzender), Frau Madlena Hohlefelder (stellvertretende Vorsitzende) sowie Herrn Dr. Axel Rebien.

³ Vgl. §2 Abs. 1 Satzung PharmaSGP Holding SE

⁴ Vgl. §2 Abs. 1 Satzung PharmaSGP Holding SE

⁵ Vgl. §2 Abs. 1 Satzung PharmaSGP Holding SE

26. Die PharmaSGP verfügt zum Bewertungsstichtag auskunftsgemäß über keine steuerlichen Verlustvorträge. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

2.2. Unternehmenshistorie

27. Die PharmaSGP wurde als pharmazeutisches Unternehmen mit Spezialisierung auf nicht-verschreibungspflichtige Arzneimittel („OTC-Arzneimittel“) und weitere Gesundheitsprodukte im Jahr 2009 unter dem ursprünglichen Namen Dr. Fischer Gesundheitsprodukte GmbH gegründet. Die heutige PharmaSGP GmbH firmierte ehemals als Dr. Fischer Gesundheitsprodukte GmbH, anschließend als FGP Pharma GmbH und schließlich als PharmaFGP GmbH, bevor sie die heutige Firma annahm.
28. Während der ersten Jahre der PharmaSGP trugen erfolgreiche Eigenentwicklungen aus dem Bereich der Gesundheitsprodukte u.a. ein damals im Portfolio befindliches Präparat zur Linderung von Reizdarm zum initialen Unternehmenswachstum bei. Im Jahr 2012 erfolgte dann die Einführung des ersten Produkts aus dem heutigen Portfolio. Dabei handelte es sich um DESEO®, ein OTC-Arzneimittel zur Behandlung sexueller Schwäche. Mit diesem Produkt wurde der Grundstein für das weitere Unternehmenswachstum gelegt. Im darauffolgenden Jahr 2013 folgte die Markteinführung des naturbasierten Schmerzmittels RubaXX®, das sich als eines der meistverkauften Medikamente im Bereich der chemiefreien Schmerztherapie etablierte.
29. Im Jahr 2015 erhielt PharmaSGP die Auszeichnung als bestes OTC-Unternehmen des Jahres in Deutschland. Im darauffolgenden Jahr 2016 begann die PharmaSGP mit der erfolgreichen Expansion nach Frankreich und Österreich, gefolgt von Belgien und Italien im Jahr 2017 sowie Spanien im Jahr 2018.
30. Im Jahr 2017 wurde das Produkt RESTAXIL®, das zur Behandlung neuralgischer Schmerzen (Nervenschmerzen) dient, erfolgreich eingeführt. Bis 2019 überstieg die Zahl der jährlich verkauften Packungen erstmals die Marke von drei Millionen Einheiten.⁶
31. Die PharmaSGP Holding SE war zuvor eine Vorratsgesellschaft (Atrium 184. Europäische VV SE). Nach dem gemeinsamen Erwerb der PharmaSGP SE durch die Futrue und die MVH im Jahr 2020 wurden deren jeweiligen Beteiligungen an der PharmaSGP GmbH, der Remitan GmbH und der Restaxil GmbH im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung bei PharmaSGP SE gegen Ausgabe neuer Aktien in die PharmaSGP SE eingebracht.
32. Ebenfalls im Jahr 2020 erfolgte der Börsengang. Das Unternehmen wurde bis zum Delisting im August 2025 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse und über XETRA gehandelt. Zuvor hielten die Futrue 90,0% und die MVH Beteiligungs- und Beratungs-GmbH („MVH“) 10,0% der Anteile der PharmaSGP SE. Nach Börsengang am 19. Juni 2020 befanden sich

⁶ Vgl. PharmaSGP – Meilensteine. Verfügbar unter: <https://pharmasgp.com/> (abgerufen am 12. August 2025)

zunächst rd. 33,6% der Aktien in Streubesitz, während die Futrue rd. 59,7% und die MVH noch rd. 6,6% hielten.

33. Im Jahr 2021 wurde mit der Übernahme des etablierten OTC-Markenportfolios von GlaxoSmithKline („GSK-Portfolio“), darunter die Marken Baldriparan®, Formigran®, Spalt® und Kamol®, ein weiterer Meilenstein erreicht. Durch die Akquisition konnte das Unternehmen seine Marktposition in den Bereichen Schlaf- und Beruhigungsmittel und Schmerztherapie stärken. Zudem wurde durch den Erwerb der Marke Baldriparan® die internationale Präsenz unter anderem in der Schweiz ausgebaut.
34. Nach dieser letzten großen Akquisition im Jahr 2021 sowie der erfolgreichen Integration, umfasst das vermarktete Produktportfolio der PharmaSGP derzeit rd. 50 OTC-Arzneimittel und andere Gesundheitsprodukte. Insgesamt hat sich die PharmaSGP mittlerweile zum Marktführer für chemiefreie Schmerzmittel in Deutschland entwickelt. Neben diesem Kerngeschäft baut die PharmaSGP ihre Aktivitäten in weiteren Bereichen wie Nahrungsergänzungsmitteln systematisch aus, insbesondere unter der Marke pureSGP. Im Jahr 2024 wurden Umsatzerlöse von 118,8 Mio. € erwirtschaftet.
35. Im Jahr 2025 übernahm Peter Gerckens die Rolle als CEO der PharmaSGP SE. Zuvor war er bereits im Jahr 2024 als COO in der Rolle des dritten Vorstandsmitglieds in das Unternehmen eingetreten.
36. Am 10. Juni 2025 hat die PharmaSGP SE eine Delisting-Vereinbarung mit der Futrue geschlossen, in welcher sich die Futrue verpflichtete, im Rahmen des taggleich angekündigten öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots („Delisting-Angebot“) einen Delisting-Angebotspreis von 28,00 € pro PharmaSGP-Aktie anzubieten. In der Delisting-Vereinbarung teilte die Futrue der PharmaSGP SE ferner die feste Absicht mit, nach Vollzug des Delisting-Angebots in Kooperation mit der MVH einen Squeeze Out durchzuführen und veröffentlichte diese Absicht auch in der Mitteilung nach § 10 WpÜG. Am 24. Juli 2025 übermittelte die Futrue schließlich das erste Verlangen zur Durchführung eines Squeeze Out der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP SE, welches sie mit weiterem Verlangen vom 16. September 2025 konkretisierte.
37. Der von der PharmaSGP SE beantragte Widerruf der Zulassung der PharmaSGP-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Delisting) wurde mit Ablauf des 11. August 2025 wirksam. Die PharmaSGP SE hat sich zudem gegenüber allen Wertpapierbörsen, an denen die Aktien der PharmaSGP SE im Freiverkehr gehandelt wurden, für die Einstellung des Handels bzw. die Beendigung der Einbeziehung in den Handel zum 11. August 2025 bzw. zeitnah danach ausgesprochen.

2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

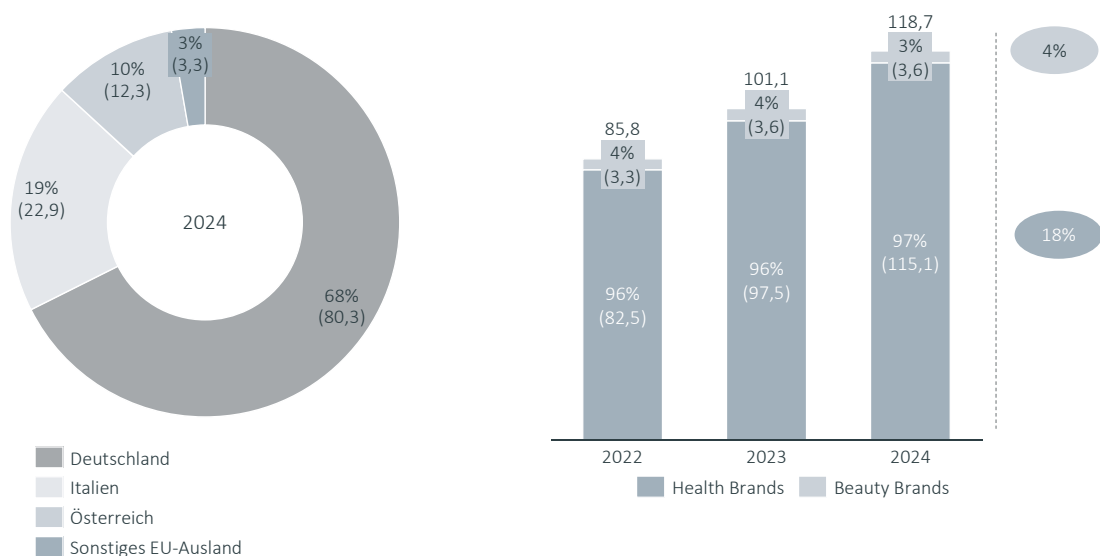
2.3.1. Geschäftsmodell

38. PharmaSGP ist auf den europäischen Gesundheitsmarkt spezialisiert und vertreibt ein diversifiziertes Portfolio von OTC-Arzneimitteln sowie weiteren Gesundheitsprodukten. Der Unternehmensschwerpunkt liegt auf der Vermarktung von Produkten zur Behandlung chronischer Indikationen, die primär über Apotheken sowohl stationär als auch online vertrieben werden. Das Geschäftsmodell der PharmaSGP ist als skalierbares, sogenanntes Asset-light-Modell ausgestaltet. Produktions- und Logistikprozesse erfolgen in Zusammenarbeit mit einem diversifizierten Netzwerk europäischer Lohnhersteller bzw. Logistikdienstleister.
39. Ein zentraler Teil des Geschäftsmodells ist der Aufbau und die Skalierung starker OTC-Marken durch organisches Wachstum sowie durch gezielte Markenakquisitionen. Das Produktportfolio des Unternehmens konzentriert sich u.a. auf relevante chronische Indikationen wie rheumatische und neuralgische Schmerzen, Schlafstörungen sowie geschlechtsspezifische Gesundheitsbereiche wie Prostata- und Blasenbeschwerden sowie sexuelle Schwäche. Das Produktportfolio setzt sich aus dem Bestandsportfolio und der Produktfamilie pureSGP zusammen, d.h. das Bestandsportfolio umfasst alle Marken bis auf pureSGP. Die Marketingaktivitäten werden zunehmend über digitale Kanäle gesteuert, während der Produktvertrieb in wachsendem Maße über E-Commerce-Plattformen erfolgt. Seit 2024 erfolgt zudem der Aufbau der Markenlinie pureSGP mit u.a. Kollagenpräparaten. Die Produkte werden unter bekannten Markennamen wie pureSGP KOLLAGEN PEPTID® und pureSGP MAGNESIUM KOMPLEX® angeboten und durch gezielte Marketingmaßnahmen in ihrer jeweiligen Zielgruppe positioniert. Im Gegensatz zu den klassischen OTC-Bestandsprodukten handelt es sich hierbei um Nahrungsergänzungsmittel, welche vorwiegend über einen eigens aufgebauten Onlineshop oder Drittanbieter wie Amazon vertrieben werden.
40. Die Erweiterung des Portfolios erfolgt durch interne Produktentwicklungen sowie durch die Akquisition von Zulassungen, Marken bzw. bestehenden Produktportfolios. Ein Beispiel ist die Übernahme mehrerer traditionsreicher Marken von GSK im Jahr 2021, darunter Baldriparan® (pflanzliches Schlafmittel), Formigran® (Migränetherapie), Spalt® (Schmerzmittel) und Kamol® (Paracetamol Präparat) (die „GSK-Transaktion“).

41. Die Geschäftstätigkeit gliedert sich in die Geschäftsbereiche Health Brands und Beauty Brands, wobei der Umsatz ausschließlich in der EU und in der Schweiz erzielt wird:

Umsatzerlöse nach Geografie und Geschäftsbereich⁷

In Mio. € / in %



Quelle: Geschäftsbericht

42. Deutschland stellt hierbei mit rd. 68% der Umsatzerlöse noch immer den wichtigsten Absatzmarkt dar. Der italienische Markt stellt mit einem Anteil von rd. 19% der Umsatzerlöse mittlerweile nach Deutschland den zweitwichtigsten Zielmarkt dar, gefolgt von Österreich mit einem Beitrag von 10%. Der Anteil der restlichen europäischen Absatzmärkte sank in den letzten Jahren geringfügig und betrug im Jahr 2024 nur rd. 3% der Umsatzerlöse.
43. Auf Kategorieebene werden rd. 97% der Umsatzerlöse in der Kategorie Health Brands erwirtschaftet, welches innerhalb der Portfoliostrategie den wichtigsten Fokus darstellt. Zur Kategorie Health Brands zählen primär die Indikationsgebiete Gelenkschmerzen, Nervenschmerzen, Schlafstörungen, Unruhezustände sowie Männer- und Frauengesundheit. Diese werden unter anderem durch die Produktmarken Baldriparan®, RubaXX®, Restaxil® und Neradin® abgedeckt. Die pureSGP-Produkte sind ebenfalls Bestandteil der Health Brands mit zunehmender Bedeutung und unternehmerischem Fokus. Rd. 79% der Umsatzerlöse aus dieser Kategorie entfallen hierbei auf den DACH-Raum während sich der Rest auf die übrigen europäischen Länder verteilt. Zwar werden hier nur rd. 21% des Kategorie Umsatzes erwirtschaftet, jedoch konnten außerhalb des DACH-Raums innerhalb der Kategorie höhere Wachstumsraten erzielt werden.
44. Die Kategorie Beauty Brands hingegen zeigt insgesamt eine Stagnation und stellt lediglich rd. 3% der Umsatzerlöse im Jahr 2024 dar. Innerhalb der letzten zwei Jahre wurde hier eine

⁷ "Sonstiges EU-Ausland" ist inkl. Schweiz.

jährliche Wachstumsrate von rd. 4% erzielt. Die Kategorie umfasst u.a. das Indikationsgebiet Bindegewebsschwäche (abgedeckt durch die Portfoliomarke Revoten®), Kosmetika wie bspw. Produkte der Marke Deruba® oder Nahrungsergänzungsmittel der Marken Fulminan®/Signasol®. Auch innerhalb der Beauty Brand Kategorie wuchsen die Umsatzerlöse in den übrigen europäischen Ländern, während es im DACH-Raum zu einem leichten Umsatzrückgang kam.

45. Die PharmaSGP betreibt keine eigene Forschung, sondern konzentriert sich auf die Identifikation von in der Regel natürlichen Wirkstoffen in relevanten Indikationsbereichen, welche grundsätzlich nicht patentgeschützt sind. Das Unternehmen entwickelt auf dieser Basis eigene Produkte oder akquiriert entsprechende Marken und Zulassungen. Bevor ein neues Arzneimittel eingeführt werden kann, muss grundsätzlich eine Erteilung der zuständigen nationalen Zulassungsbehörde eingeholt werden. Im Falle von akquirierten Produkten sind zeitlich aufwändige und kostenintensive technologische Transfers notwendig. PharmaSGP verfügt für die genannten Vorgänge über eine breite und langjährige regulatorische Expertise. Zum 31. Dezember 2024 belief sich die Anzahl der Zulassungen (bestehend oder im Verfahren) innerhalb der EU auf 85.
46. Für die Entwicklung von Produkten und für technologische Transfers werden in der Regel externe Ressourcen wie europäische Lohnhersteller, zertifizierte Labore und Dienstleister eingebunden. Die fertiggestellten Produkte werden anschließend als Fertigerzeugnisse direkt an lokale Logistikpartner der PharmaSGP in den jeweiligen EU-Ländern geliefert.
47. Die Distribution erfolgt sowohl im Inland als auch in ausländischen Zielmärkten über lokale Logistikdienstleister, welche zunächst die Lagerung übernehmen und anschließend den Großhandel und in geringerem Umfang auch Apotheken direkt beliefern. Die Produkte werden vorrangig über Apotheken in Deutschland, Österreich, Italien und weiteren europäischen Ländern vertrieben. Seit 2024 erfolgt der Vertrieb von ausgewählten Produkten zusätzlich über eigene E-Commerce-Kanäle sowie über Amazon und weitere Drittanbieter.
48. In Bezug auf Marketing und Vertrieb wird eine auf Endverbraucher ausgerichtete Marketingstrategie („Direct to customer - D2C“) verfolgt. Die Aktivitäten konzentrierten sich hierbei lange auf klassische Kanäle wie Printmedien und Fernsehwerbung. Zunehmend an Bedeutung gewinnen digitale Kommunikationswege, auf denen für die verschiedenen OTC-Produkte geworben wird. Bei der Zielgruppe handelt es sich vorwiegend um ältere Menschen, mit chronischen Leiden. 2024 wurden in den einzelnen Zielmärkten durchschnittlich rd. 170 Mio. Endverbraucher pro Monat erreicht.

2.3.2. Unternehmensstrategie

49. Die Unternehmensstrategie der PharmaSGP verfolgt das Ziel, einen Beitrag zur Linderung alltäglicher, insbesondere altersbedingter, chronischer Beschwerden zu leisten und die Lebensqualität älterer Menschen durch den Zugang zu gut verträglichen OTC-Arzneimitteln und andere Gesundheitsprodukte zu verbessern. Die strategische Zielsetzung beinhaltet, das in Europa bereits etablierte breite Portfolio von OTC-Arzneimitteln und anderen

Gesundheitsprodukten weiter auszubauen und weiterzuentwickeln. Grundlage hierfür ist eine auf Skalierung ausgelegte Plattformstrategie, die das bestehende Asset-light Geschäftsmodell mit einem Fokus auf schnelle Übertragbarkeit in unterschiedliche europäische Märkte verbindet. Die Unternehmensstrategie basiert auf zwei wesentlichen Wachstumspfaden: dem organischen Ausbau des bestehenden Produktportfolios sowie dem gezielten Erwerb und der Integration etablierter Marken durch M&A-Aktivitäten.

50. Im Rahmen des organischen Wachstums prüft die PharmaSGP kontinuierlich die Einführung neuer, insbesondere innovativer Produkte in relevanten Indikationsfeldern. Dabei ist die Weiterentwicklung des Produktportfolios u.a. auf die wachsende Nachfrage nach natürlichen, gut verträglichen Präparaten zur Selbstmedikation, auf das kontinuierlich steigende Gesundheitsbewusstsein sowie den Trend hin zu natürlichen Produkten ausgerichtet.
51. Ergänzend verfolgt PharmaSGP eine anorganische Wachstumsstrategie durch den gezielten Zukauf von Marken mit bestehenden Kundenstämmen und wirtschaftlichem Entwicklungspotenzial. Dabei richtet sich der Fokus insbesondere auf Marken, die unterinvestiert sind und durch Anwendung der unternehmenseigenen D2C-Marketingstrategie sowie Optimierung der operativen Abläufe in Umsatz und Ertrag gesteigert werden können. Potenziale zur Wertsteigerung sieht das Unternehmen sowohl in der Erhöhung des Umsatzniveaus als auch beispielsweise durch Kostenoptimierungen.
52. Ein zentrales Element beider strategischen Aspekte ist die kontinuierliche Analyse bestehender und potenzieller europäischer Zielmärkte, um schnelle Markteinführungen und eine flexible Reaktion auf Marktveränderungen zu ermöglichen. Die kontinuierliche Bedienung und Entwicklung europäischer Auslandsmärkte wird dabei als integraler Bestandteil der Unternehmensentwicklung angesehen. Zudem wird der strategische Fokus vor allem auf Marken und Produkte in der Kategorie Health Brands gelegt, welches mittlerweile rd. 97% des Gesamtumsatzes ausmacht.
53. Neben dem Wachstumsfokus betont die PharmaSGP die Bedeutung eines soliden Finanzmanagements. In diesem Zusammenhang werden interne Prozesse laufend überprüft, um Effizienzgewinne zu realisieren und die Kostenstruktur weiter zu optimieren. Diese Maßnahmen sollen die Grundlage für einen langfristig stabilen Unternehmenserfolg schaffen.

2.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick

54. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung der PharmaSGP ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung über die weitere wirtschaftliche Entwicklung erforderlich.

2.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

55. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (im Folgenden „BIP“) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevanten Regionen. Da die PharmaSGP ihre Umsatzerlöse

überwiegend in Deutschland sowie in Italien und Österreich erzielt, wird der Fokus hierauf gelegt. Im Wesentlichen wird dabei auf die im Folgenden dargestellten Informationen des Internationalen Währungsfonds (im Folgenden „IWF“) abgestellt:⁸

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

											Projection					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Weltweit	3,3	3,8	3,7	2,9	-2,7	6,6	3,6	3,5	3,3	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	
Europäische Union	2,0	3,0	2,3	2,0	-5,5	6,4	3,7	0,7	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,4	
Deutschland	2,3	2,7	1,1	1,0	-4,1	3,7	1,4	-0,3	-0,2	0,1	0,9	1,5	1,2	1,0	0,7	
Italien	1,2	1,6	0,8	0,4	-8,9	8,9	4,8	0,7	0,7	0,5	0,8	0,6	0,7	0,7	0,7	
Österreich	2,1	2,3	2,5	1,8	-6,3	4,8	5,3	-1,0	-1,2	-0,3	0,8	1,6	1,2	1,1	0,9	

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Update, Juli 2025; World Economic Outlook, April 2025

56. Im Jahr 2024 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Europäischen Union lediglich um 1,2%. Das Wachstum blieb damit zwar über dem Vorjahresniveau von 0,7%, lag jedoch weiterhin unter dem Vorkrisendurchschnitt und verdeutlicht eine anhaltende konjunkturelle Schwäche. Diese ist unter anderem auf hohe Finanzierungskosten, geopolitische Unsicherheiten sowie eine nachlassende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Besonders betroffen war Österreich, das in 2024 ein negatives Wachstum von -1,2% verzeichnete. Auch Deutschland verzeichnete mit -0,2% erneut eine negative Wachstumsrate. Italien erzielte dagegen mit 0,7% ein moderates, aber weiterhin unterdurchschnittliches Wachstum, das unter dem historischen Durchschnitt der letzten Jahre liegt. Insgesamt bestätigen die Zahlen, dass das Jahr 2024 für weite Teile Europas durch wirtschaftliche Stagnation oder Rückschritt geprägt war.
57. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen in den für die PharmaSGP relevanten Märkten bleiben durch externe Belastungsfaktoren geprägt. In Europa wirken sich insbesondere die anhaltenden geopolitischen Spannungen negativ auf das wirtschaftliche Umfeld aus. Neben dem Krieg in der Ukraine führen auch Unsicherheiten im Nahen Osten sowie im asiatisch-pazifischen Raum zu erhöhtem Risikoempfinden auf den Kapital- und Gütermärkten. Viele europäische Staaten sehen sich gezwungen, ihre Verteidigungsausgaben und staatlichen Sicherheitsbudgets auszuweiten, was den finanzpolitischen Spielraum für wachstumsfördernde Investitionen einschränkt. Gleichzeitig verschärfen sich internationale protektionistische Tendenzen. Zwar wurde Anfang 2025 in den Vereinigten Staaten umfassende Importzölle auf Produkte aus China und der Europäischen Union verhängt, diese sind jedoch seit Mai 2025 teilweise ausgesetzt, sodass der effektive Zollsatz mit rund 17,3% unter dem im World Economic Outlook April 2025 prognostizierten Niveau von 24,4% liegt.⁹ Gleichwohl bleibt die Unsicherheit hoch, da im weiteren Jahresverlauf erneute Zollerhöhungen drohen. Trotz der temporären Aussetzungen dämpfen die Maßnahmen weiterhin das globale Investitionsklima und verschärfen die Unsicherheiten in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen. In Deutschland wurde im Jahr 2025 das Sondervermögen Infrastruktur eingerichtet, mit dem zentrale Investitionen außerhalb des regulären Haushalts finanziert werden sollen. Auch in Italien und Österreich sind öffentliche Investitionsanreize vorgesehen, etwa im Bereich

⁸ Vgl. im Folgenden Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Update Juli 2025; World Economic Outlook, April 2025.

⁹ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Update, Juli 2025

Digitalisierung und Energiewende. Angesichts struktureller Herausforderungen wie dem demografischen Wandel, schwacher Produktivitätszuwächse und zunehmendem Fachkräftemangel bleibt jedoch offen, inwieweit diese Maßnahmen zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung beitragen können.

58. Für das Jahr 2025 wird für Deutschland ein geringes Wachstum von 0,1% des realen Bruttoinlandsprodukts erwartet. Die schwache Entwicklung ist weiterhin auf strukturelle Herausforderungen wie demografischen Wandel, zunehmenden Fachkräftemangel, sinkende Investitionen sowie eine stagnierende Produktivität zurückzuführen, wurde jedoch im Vergleich zur April-Prognose des IWF leicht nach oben revidiert, da die konjunkturelle Dynamik im Euroraum zu Jahresbeginn stärker ausfiel und die effektiven Belastungen durch US-Zölle geringer ausfallen als zunächst angenommen. Auch externe Belastungsfaktoren wie geopolitische Unsicherheiten und protektionistische Maßnahmen erschweren die konjunkturelle Erholung. Mittelfristig wird durch das 2025 eingeführte Sondervermögen zur Infrastrukturfinanzierung mit wachstumsfördernden Impulsen gerechnet. Der Internationale Währungsfonds erwartet langfristig ein durchschnittliches BIP-Wachstum von 0,7% pro Jahr bis 2030 in Deutschland. In Italien wird für das Jahr 2025 ein moderates BIP-Wachstum von 0,5% prognostiziert. Die wirtschaftliche Erholung bleibt jedoch fragil, da strukturelle Schwächen wie eine hohe Staatsverschuldung, geringe Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie Reformstau im öffentlichen Sektor das langfristige Wachstumspotenzial begrenzen. Trotz einzelner wachstumsorientierter Initiativen im Bereich Digitalisierung und Energie erwartet der IWF bis 2030 lediglich ein durchschnittliches jährliches BIP-Wachstum von 0,7%. Für Österreich wird im Jahr 2025 mit einem leichten Rückgang des realen BIP um -0,3% gerechnet. Belastend wirkt insbesondere die enge wirtschaftliche Verflechtung mit Deutschland, dem wichtigsten Handelspartner. Der IWF geht davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum ab 2026 allmählich erholen wird. Bis zum Jahr 2030 wird ein durchschnittliches reales Wachstum von 0,9% pro Jahr prognostiziert.

2.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

59. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt darüber hinaus auf Basis der Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

											Projection					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Weltweit	2,7	3,2	3,6	3,5	3,3	4,7	8,6	6,6	5,7	4,2	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	
Europäische Union	0,1	1,6	1,9	1,4	0,7	2,9	9,3	6,3	2,6	2,4	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	
Deutschland	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2	
Italien	-0,1	1,3	1,2	0,6	-0,1	1,9	8,7	5,9	1,1	1,7	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
Österreich	1,0	2,2	2,1	1,5	1,4	2,8	8,6	7,7	2,9	3,2	1,7	2,2	2,1	2,1	2,1	

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Update, Juli 2025; World Economic Outlook, April 2025

60. Die Inflationsentwicklung hat sich nach dem Höhepunkt in den Jahren 2022 und 2023 zuletzt abgeschwächt. Für die EU wird ein Rückgang im Jahr 2025 auf 2,4% erwartet. Treibende Faktoren sind eine straffe Geldpolitik, ein nachlassender Druck auf dem Arbeitsmarkt und stabilere Lieferketten. Global prognostiziert der IWF für das Jahr 2025 eine Inflation von 4,2%

und 3,6% im Jahr 2026. Zusätzlich trugen ein schwächerer US-Dollar, die seit Mai 2025 teilweise ausgesetzten US-Zölle sowie rückläufige Energiepreise nach dem kurzfristigen Ölpreisschock im Juni 2025 zu einer leichten Entlastung bei. In Deutschland fiel die Inflation 2024 von 6,0% im Vorjahr auf 2,5% und dürfte 2025 auf 2,1% zurückgehen. In Italien sank die Inflation von 5,9% im Jahr 2023 auf 1,1% im Jahr 2024, für 2025 wird ein Anstieg auf 1,7% prognostiziert. In Österreich lag die Inflationsrate 2024 bei 2,9% und soll laut der IWF im Jahr 2025 auf 3,2% steigen. Ab dem Jahr 2028 prognostiziert der IWF eine weitgehende Stabilisierung auf etwa 2,1% in der EU und 2,2% in Deutschland.

61. Insgesamt können auf Basis der makroökonomischen Analysen in den Jahren 2025 bis 2030 nominale Wachstumserwartungen in den relevanten Hauptabsatzmärkten von PharmaSGP in einer Bandbreite von rd. 2-3% erwartet werden und langfristig (im Jahr 2030) in einer Bandbreite von rd. 2,0%-2,2%. Das untere Ende der Bandbreite ergibt sich insbesondere durch die Berücksichtigung von Krisenphasen und exogenen Schocks, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen enthalten sind. Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird in Kapitel 4.5 zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts wieder aufgegriffen.
62. Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird für die PharmaSGP die wirtschaftliche Lage der Pharmabranche analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branche ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen nominalen Wachstumspotentials der PharmaSGP.

2.3.3.3. Zwischenfazit zur makroökonomischen Situation

63. Das reale BIP-Wachstum in Deutschland wird für das Jahr 2025 voraussichtlich bei 0,1% liegen, in der EU steigt es auf etwa 1,3% und weltweit auf rund 3,0%. Für Italien wird ein Rückgang des Wachstums auf 0,5% prognostiziert im Jahr 2025. In Österreich wird ein Anstieg von -1,2% auf -0,3% für das Jahr 2025 prognostiziert. Die Verbraucherpreise bewegen sich zunehmend im Zielkorridor der Europäischen Zentralbank. Für das Jahr 2025 wird eine Inflationsrate von 2,4% in der EU erwartet, 2,1% in Deutschland, 1,7% in Italien und 3,2% in Österreich. Langfristig prognostiziert der IWF eine Stabilisierung der Inflationsraten auf etwa 2,1% im Euroraum. Für die Hauptabsatzländer der PharmaSGP ergibt sich daraus ein langfristiges nominales Wachstum von jährlich rd. 2,0-2,2%, dem jedoch eine erhöhte Unsicherheit infolge von Protektionismus und geopolitischen Spannungen gegenübersteht.

2.3.4. Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition

64. Vor dem Hintergrund der strategischen Ausrichtung der PharmaSGP und der einzelnen Kategorien sowie der ökonomischen Situation wird im nachfolgenden Kapitel das Markt- und Wettbewerbsumfeld der PharmaSGP analysiert. Zukünftige Marktaussichten und Aussichten auf die Wettbewerbssituation lassen Rückschlüsse auf zukünftige Erträge und Cashflows zu. Dabei ist das regulatorische und gesetzliche Umfeld sowie dessen Veränderung von besonderer Bedeutung.

2.3.4.1 Marktumfeld

65. PharmaSGP ist im Markt für rezeptfreie Arzneimittel (Over-the-Counter, „OTC“) und andere Gesundheitsprodukte aktiv und spezialisiert sich auf natürliche Präparate zur Selbstmedikation. Im Gegensatz zu verschreibungspflichtigen Medikamenten („Rx“) zeichnen sich OTC-Arzneimittel durch ihre unmittelbare Verfügbarkeit und geringere Zugangsbarrieren für Verbraucher aus. Der OTC-Markt stellt somit ein zentrales Wachstumsfeld dar, insbesondere vor dem Hintergrund eines steigenden Gesundheitsbewusstseins, dem Wunsch nach mehr Eigenverantwortung in der Gesundheitsversorgung und einer zunehmenden Offenheit für naturbasierte Behandlungsalternativen. Ein wesentlicher Vorteil von OTC-Produkten besteht darin, dass sie ohne vorherige ärztliche Konsultation erhältlich sind. Darüber hinaus sind sie sowohl im stationären Handel (insbesondere in Apotheken) als auch über Online-Kanäle verfügbar, was ihre Zugänglichkeit und Reichweite zusätzlich erhöht. Besonders der digitale Vertrieb gewinnt im OTC-Markt zunehmend an Bedeutung, da Verbraucher verstärkt auf Online-Apotheken und E-Commerce-Plattformen zurückgreifen.
66. PharmaSGP positioniert sich in diesem Marktumfeld vorwiegend als Anbieter von OTC-Präparaten mit natürlichen pharmazeutischen Wirkstoffen und Fokus auf indikationsspezifische Gesundheitsfelder wie Schmerz und Schlafstörungen. Die strategische Ausrichtung auf natürliche Inhaltsstoffe adressiert eine wachsende Zielgruppe gesundheitsbewusster Konsumenten, die zunehmend alternative Therapieansätze gegenüber synthetischen Wirkstoffen bevorzugen.
67. Das regulatorische Umfeld hat erheblichen Einfluss auf den OTC-Markt. Zentrale Rahmenbedingungen wie die Apothekenpflicht und nationale Vertriebsbeschränkungen, definieren den Marktzugang und regeln die Platzierung der Produkte in den jeweiligen Vertriebskanälen.¹⁰ Regulatorische Vorgaben in Bezug auf Werbebeschränkungen, wie etwa das Heilmittelwerbegesetz („HWG“) in Deutschland, stellen eine zusätzliche Hürde bei der Vermarktung von OTC-Produkten dar.¹¹ Gerade im Wettbewerb mit Generika oder neuen Marktteilnehmern profitieren daher etablierte Marken von einem höheren Bekanntheitsgrad und einer stärkeren Kundenbindung. Insgesamt ist der OTC-Markt durch einen hohen Grad an Regulierung geprägt, der sowohl das Marktpotenzial als auch das Wettbewerbsumfeld wesentlich beeinflusst.

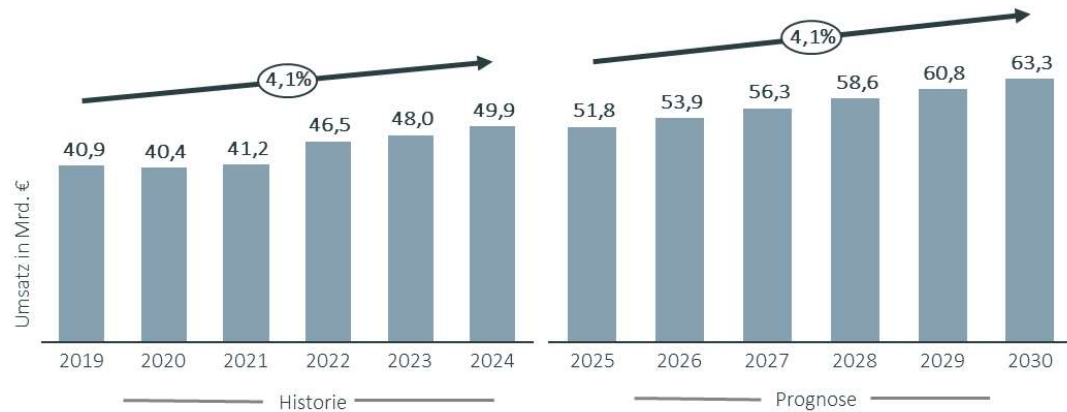
¹⁰ Vgl. § 43 Arzneimittelgesetz (AMG). Verfügbar unter: <https://dejure.org/gesetze/AMG/43.html> (abgerufen am 23. Juli 2025).

¹¹ Vgl. Nakoa Digital: OTC-Arzneimittel in Deutschland – Ein Überblick über Regeln und Möglichkeiten. (abgerufen am 23. Juli 2025).

Wachstumserwartungen

Größe und Marktwachstum des europäischen OTC-Markts

in Mrd. €



68. Bis 2030 wird für den europäischen OTC-Markt ein Umsatzvolumen von rund 63,3 Mrd. € erwartet. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 4,1% im Zeitraum 2025 bis 2030. Zwischen 2019 und 2024 wuchs der Markt mit einer gleichen Wachstumsrate von durchschnittlich ca. 4,1 % jährlich und erreichte im Jahr 2024 ein Volumen von 49,9 Mrd. €. Die Entwicklung wird insbesondere durch strukturelle Trends wie ein wachsendes Gesundheitsbewusstsein, den Wunsch nach mehr Eigenverantwortung in Bezug auf die persönliche Gesundheit sowie den Zugang zu digitalen Vertriebskanälen begünstigt.¹² Der OTC-Bereich bildet damit einen kontinuierlich wachsenden Teilsektor des europäischen Pharmamarkts.
69. Der europäische OTC-Markt verzeichnete in den Jahren 2021 bis 2022 ein erhöhtes Wachstum, das vor allem durch die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie getrieben war. Einschränkungen im Zugang zur ärztlichen Versorgung führten dazu, dass Verbraucher vermehrt auf OTC-Produkte zur Selbstmedikation zurückgriffen. Besonders gefragt waren u.a. Produkte zur Unterstützung des Immunsystems wie Vitamine und Mineralstoffe.¹³ Gleichzeitig stieg das Bewusstsein für Vorsorge und eigenverantwortliches Gesundheitsverhalten an. Diese Entwicklungen führten nicht nur zu kurzfristigen Nachholeffekten, sondern stärkten die strukturelle Bedeutung des OTC-Markts im europäischen Pharmamarkt nachhaltig.

Markttreiber

70. Der demografische Wandel in Europa zählt zu den wichtigsten Treibern des OTC-Markts. Mit zunehmendem Alter steigen Beschwerden wie Schmerzen, Schlafprobleme oder nervliche Belastungen, die häufig mit OTC-Präparaten behandelt werden. Laut der Weltgesundheitsorganisation und der Europäischen Arzneimittelbehörde wird der Anteil der

¹² Vgl. Statista (2025): OTC-Pharma – Europa. Verfügbar unter: <https://de.statista.com/outlook/hmo/otc-pharma/europa>

¹³ Vgl. Mordor Intelligence (2023): Europe Over-the-Counter (OTC) Drugs Market – Industry Report. Verfügbar unter: [OTC-Markt Europa - Größe & Wachstum](#)

über 65-Jährigen in Europa bis 2050 auf fast drei von zehn Personen steigen, ein Anstieg gegenüber etwa einem Fünftel im Jahr 2020.¹⁴ Diese Entwicklung unterstreicht den demografischen Wandel in Europa. Gleichzeitig fördern steigende Gesundheitsausgaben und begrenzte ärztliche Kapazitäten den Bedarf an leicht zugänglichen und kosteneffizienten Therapieoptionen.¹⁵ Die Kombination aus wachsender Zielgruppe, strukturellem Versorgungsdruck und hoher Relevanz alltäglicher Beschwerden macht den demografischen Wandel zu einem besonders nachhaltigen Wachstumstreiber für den OTC-Markt.

71. Die Bereitschaft zur Selbstmedikation nimmt seit Jahren zu. Verbraucher greifen bei alltäglichen Beschwerden wie Erkältung, Magen-Darm-Störungen oder leichten Schmerzen verstärkt zu OTC-Präparaten. Zunehmend steht dabei nicht mehr allein die Behandlung im Fokus, sondern auch die Prävention. OTC-Produkte werden als erste Lösung angesehen, bevor ärztliche Hilfe in Anspruch genommen wird. Das wachsende Gesundheitsbewusstsein begünstigt diesen Trend und unterstützt eine stärkere Eigenverantwortung im Umgang mit der eigenen Gesundheit.¹⁶
72. Ein weiterer signifikanter Nachfragetrend besteht im Bereich pflanzlicher und naturbasierter Arzneimittel. Viele Konsumentinnen und Konsumenten bevorzugen gut verträgliche, chemiefreie Präparate auf pflanzlicher Basis, etwa bei Schlafstörungen, Magenbeschwerden oder Erkältungssymptomen. Dieser Trend wird durch ein gesteigertes Nachhaltigkeitsbewusstsein und das Bedürfnis nach „sanften“ Behandlungsformen weiter verstärkt. Anbieter mit Fokus auf pflanzliche Produkte profitieren von Differenzierung im Wettbewerb.¹⁷
73. Online-Apotheken und digitale Plattformen gewinnen stetig an Bedeutung im OTC-Markt. Anbieter wie Shop Apotheke, Redcare und DocMorris konnten in den vergangenen Jahren signifikante Marktanteile hinzugewinnen. Der einfache Zugang, transparente Preisvergleiche und die Lieferung nach Hause fördern die Akzeptanz digitaler Kanäle, insbesondere in urbanen Regionen und bei jüngeren Zielgruppen. Auch E-Commerce-Anbieter außerhalb des klassischen Apothekenumfelds prüfen zunehmend den Einstieg in den OTC-Vertrieb.¹⁸

¹⁴ Vgl. Mordor Intelligence (2025): Europe Over-the-Counter (OTC) Drugs Market – Industry Report. Verfügbar unter: [Europe Over-the-counter \(OTC\) Drugs Market Size & Share Analysis - Industry Research Report - Growth Trends](#)

¹⁵ Vgl. Mordor Intelligence (2023) Europa, a. a. O.

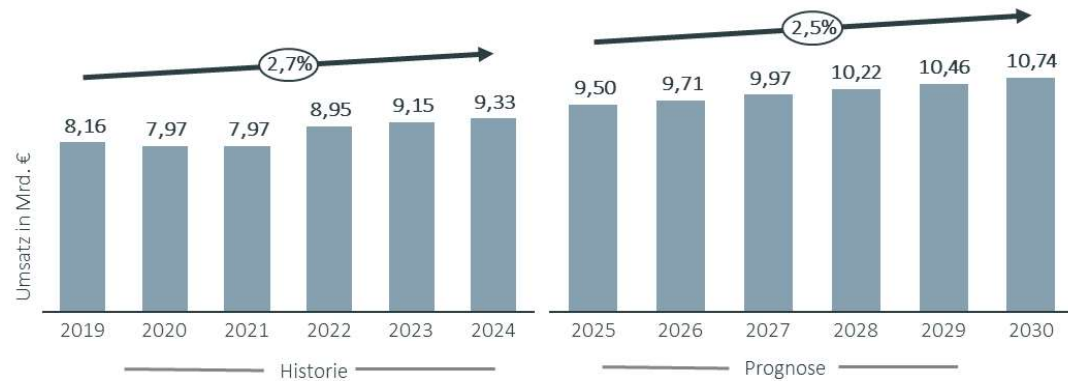
¹⁶ Vgl. Mordor Intelligence (2023) Europa, a. a. O.

¹⁷ Vgl. Mordor Intelligence (2023) Europa, a. a. O.

¹⁸ Vgl. Statista (2025) OTC Pharma Markt Europa, a. a. O.

Deutschland

Größe und Marktwachstum des Deutschen OTC-Markts in Mrd. €



Quelle: Statista Market Insights, OTC Pharma Umsatz Deutschland, Juli 2025

74. Mit einem prognostizierten Marktvolumen von rund 9,50 Mrd. € im Jahr 2025 stellt Deutschland den größten OTC-Markt Europas dar. Prognosen zufolge wird das Marktvolumen bis 2030 auf etwa 10,74 Mrd. € ansteigen, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 2,5% im Zeitraum 2025 bis 2030 entspricht. Deutschland stellt nicht nur den größten OTC-Markt Europas dar, sondern nimmt auch aufgrund der hohen Bedeutung von OTC-Arzneimitteln im Versorgungsalltag eine zentrale Rolle im europäischen Pharmamarkt ein. Laut dem Verband der Europäischen Selbstmedikationsindustrie ist in Deutschland nahezu jedes zweite verkaufte Arzneimittel ein OTC-Produkt. Dies weist auf ein hohes Vertrauen der Bevölkerung in die Selbstmedikation hin, das auch durch politische und institutionelle Akteure aktiv gefördert wird. OTC-Präparate werden als Instrument zur Entlastung des Gesundheitssystems betrachtet, insbesondere vor dem Hintergrund steigender Kosten und begrenzter ärztlicher Ressourcen.¹⁹
75. Im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Märkten unterliegt die Preisgestaltung von OTC-Produkten in Deutschland keiner staatlichen Regulierung.²⁰ Die freie Preisbildung schafft Wettbewerbsspielräume für Anbieter und ermöglicht eine differenzierte Positionierung am Markt. Gleichzeitig werden OTC-Arzneimittel grundsätzlich nicht von der gesetzlichen Krankenversicherung („GKV“) erstattet, es sei denn, sie sind im Rahmen einer Ausnahmeregelung des Gemeinsamen Bundesausschusses („G-BA“) als medizinisch notwendig eingestuft.²¹ Diese spezifische regulatorische Ausgestaltung stärkt die Rolle von OTC-Produkten als privat finanzierte Gesundheitslösung. Ein weiteres Merkmal des deutschen Marktes ist die Apothekenstruktur: Mit einer hohen Apothekendichte und einer flächendeckenden

¹⁹ Vgl. Mordor Intelligence (2024): Germany Over-the-Counter (OTC) Drug Market – Industry Report. Verfügbar unter: [Deutschland OTC-Medikamente Markt Größe und Anteil Analyse - Industrie-Forschungsbericht - Wachstumstrends](#)

²⁰ Vgl. ABDA – Bundesvereinigung Deutscher Apothekerverbände: Preisbildung bei Arzneimitteln. Verfügbar unter: [Preisbildung, Arzneimittelpreisverordnung, AMPreisV | ABDA](#), (abgerufen am 28. Juli 2025).

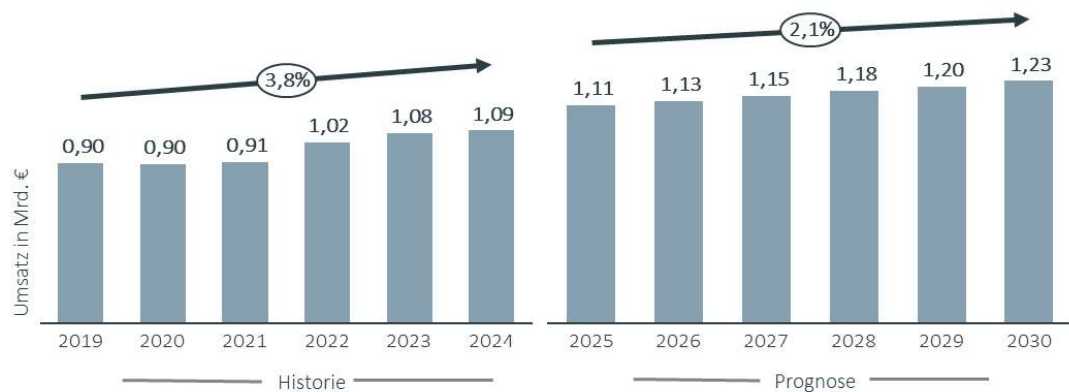
²¹ Vgl. OTC-Übersicht – nicht verschreibungspflichtige Arzneimittel. Verfügbar unter: [OTC-Übersicht der verschreibungsfähigen, nicht verschreibungspflichtigen Arzneimittel - Gemeinsamer Bundesausschuss](#), (abgerufen am 28. Juli 2025).

Verfügbarkeit von OTC-Präparaten bleibt die stationäre Apotheke ein zentraler Vertriebskanal.²²

Österreich

Größe und Marktwachstum des österreichischen OTC-Markts

in Mrd. €



Quelle: Statista Market Insights, OTC Pharma Umsatz Österreich, Juli 2025

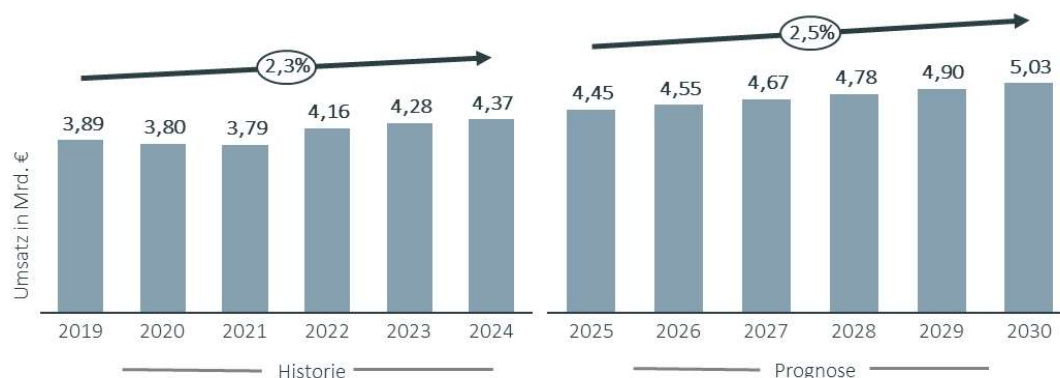
76. Für den österreichischen OTC-Markt wird bis 2030 ein Volumen von rund 1,23 Mrd. € prognostiziert, bei einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 2,1% im Zeitraum 2025 bis 2030. Trotz seiner geringeren Marktgröße verfügt Österreich über eine stabile, apothekenzentrierte Struktur. Seit der COVID-19-Pandemie hat das gestiegene Gesundheitsbewusstsein die Nachfrage nach präventiver Selbstmedikation erhöht, was sich im Anstieg des Marktvolumens zwischen 2021 und 2022 zeigt. Bei Rx-to-OTC-Switches agiert Österreich im internationalen Vergleich zurückhaltend. Die geringe Neuklassifizierung begrenzt das OTC-Angebot, obwohl laut Experten ein größeres Potenzial besteht.²³ Das regulatorische Umfeld ist stabil, jedoch wenig innovationsgetrieben, was sich in der langsamen Einführung neuer Produkte widerspiegelt.

²² Vgl. Statista (2025): OTC-Pharma – Deutschland, a. a. O.

²³ Vgl. Pharmig (2018): Wachstumspotenzial – Der Markt im Fokus. Verfügbar unter: [Wachstumspotenzial: Der rezeptfreie Markt im Fokus | PHARMIG](#)

Italien

Größe und Marktwachstum des italienischen OTC-Markts in Mrd. €



Quelle: Statista Market Insights, OTC Pharma Umsatz Italien, Juli 2025

77. Für den italienischen OTC-Markt wird bis 2030 ein Volumen von rund 5,03 Mrd. € prognostiziert. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,5% im Zeitraum 2025 bis 2030. Im Vergleich zu Deutschland oder Österreich ist der Vertrieb von OTC-Medikamenten in Italien liberaler geregelt. OTC-Produkte dürfen unter bestimmten Voraussetzungen auch außerhalb traditioneller Apotheken verkauft werden, etwa in sogenannten Parafarmacies. Das erhöht die Verfügbarkeit und Wettbewerbsintensität. Italien verfolgt zudem eine aktive Rx-to-OTC-Strategie.²⁴ In den vergangenen Jahren wurden zahlreiche Wirkstoffe aus der Rezeptpflicht entlassen. In einem einzelnen Reformschritt im Jahr 2012 entfiel die Verschreibungspflicht für mehr als 220 Medikamente, was das OTC-Sortiment erheblich erweitert hat.²⁵ Ein weiteres Merkmal ist die ausgeprägte Verbraucherbindung an lokale Anbieter. Italienische Marken genießen bei vielen Konsumenten hohes Vertrauen und behaupten sich erfolgreich neben internationalen Konzernen wie Sanofi oder Reckitt.²⁶

2.3.4.2 Wettbewerbsumfeld

78. Der europäische OTC-Markt ist insgesamt durch eine fragmentierte Marktstruktur gekennzeichnet. Zwar sind große multinationale Unternehmen wie Bayer, Sanofi oder Stada präsent, doch das Marktvolumen verteilt sich auf eine Vielzahl von Akteuren.²⁷ Die Wettbewerbsintensität ist hoch, besonders kleinere Unternehmen sehen sich zunehmend unter Druck gesetzt. Branchenumfragen zufolge haben sich über 30% dieser Anbieter in den vergangenen Jahren aufgrund der Marktbedingungen zurückgezogen.²⁸ Ein weiteres Merkmal des Wettbewerbsumfelds sind die Marken- und Positionierungsmaßnahmen. Der Wettbewerb wird über Marktpositionierung, Verpackung, Produktzugänglichkeit und Preisstrategien

²⁴ Vgl. Mordor Intelligence (2023): Italy Over-the-Counter (OTC) Drugs Market – Industry Report. Verfügbar unter: [Italien Marktgröße und Marktanteil rezeptfreier Arzneimittel – Branchenforschungsbericht – Wachstumstrends](#)

²⁵ Vgl. Apotheke Adhoc (2012): Rezeptpflicht für 220 Medikamente gestrichen. Verfügbar unter: [Rezeptpflicht für 220 Medikamente gestrichen | APOTHEKE ADHOC](#)

²⁶ Vgl. Statista (2025): OTC-Pharma – Italien. Verfügbar unter: [OTC Pharma - Italien | Statista Marktprognose](#)

²⁷ Vgl. Mordor Intelligence (2023) Europa, a. a. O.

²⁸ Vgl. Market Data Forecast (2025): Europe Over-the-Counter (OTC) Drugs Market. Verfügbar unter: [Europe Over the Counter \(OTC\) Drugs Market Size & Share, 2033](#)

geprägt. Neben den großen Konzernen sind auch regionale Anbieter aktiv, die durch gezielte Positionierungen versuchen, Marktanteile in bestimmten Segmenten zu gewinnen. Die Kombination aus Preisdruck, generischer Produktstruktur und regulierten Marktzugängen prägt das Wettbewerbs Umfeld in Europa.

Überblick über Differenzierungsstrategien im OTC-Markt

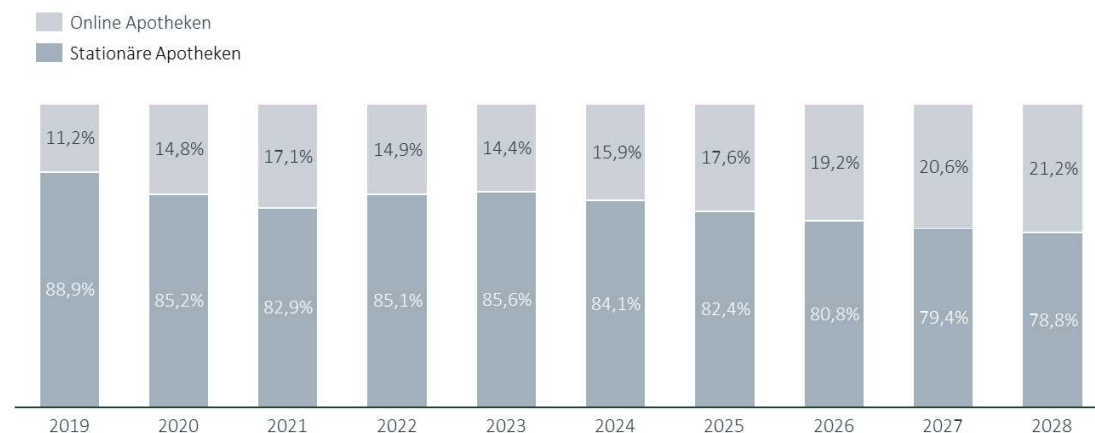
Produktinnovation	Preisfokus	Geografische Expansion	Markenloyalität	Digitalisierung	Fokus auf Nischenmärkte
Entwicklung neuer Darreichungsformen oder Formulierungen zur Erweiterung des bestehenden Portfolios	Positionierung über niedrigere Preise, häufig durch Generika oder kosteneffiziente Nischenprodukte	Erschließung neuer Märkte durch lokale Anpassung, Vertriebsausbau oder gezielte Akquisitionen	Stärkung der Marktstellung durch starke Markenbindung, Wiedererkennungswert und Kundenvertrauen	Nutzung digitaler Kanäle und Technologien wie E-Commerce, Apps oder personalisierte Plattformen	Spezialisierung auf spezifische Zielgruppen oder Indikationen, z. B. pflanzliche, chemiefreie oder funktionale Produkte mit ergänzendem Nutzen, etwa für Verdauung oder Immunsystem

Quelle: Modor Intelligence, OTC Markt Europa 2025

79. Im OTC-Markt verfolgen Unternehmen unterschiedliche Strategien, um sich vom Wettbewerb abzuheben. Bayer setzt verstärkt auf Produktinnovation, etwa durch die Entwicklung bioverfügbarer Vitamine und optimierter Formulierungen. Sanofi konzentriert sich auf den Aufbau starker Marken und eine hohe Kundenbindung. GlaxoSmithKline setzt auf geografische Expansion durch gezielte Marktanpassungen und Partnerschaften. Johnson & Johnson investiert stark in digitale Lösungen wie personalisierte Gesundheitsplattformen.²⁹ PharmaSGP differenziert sich durch die Spezialisierung auf pflanzliche und funktionelle Produkte und adressiert gezielt Nischenmärkte mit Fokus auf Gesundheitsbewusstsein. Die Produkte von PharmaSGP stehen unter dem Produktmotiv „Stark in der Wirkung, schonend zum Körper“ und positionieren das Unternehmen vorwiegend als Anbieter naturbasierter und chemiefreier Selbstmedikation.

²⁹ Vgl. Market Data Forecast (2025): Europe Over-the-Counter (OTC) Drugs Market.

Entwicklung der Umsatzanteile von online- und stationären Apotheken im OTC-Markt in %



Quelle: Statista Market Insights, OTC Pharma Vertriebskanäle Europa

80. Der Vertrieb OTC-Medikamente in Europa erfolgt weiterhin überwiegend über stationäre Apotheken, die auch 2024 mit einem Marktanteil von über 84% eine zentrale Rolle im Versorgungssystem einnehmen. Gleichzeitig ist jedoch in vielen europäischen Ländern ein fortschreitender Rückgang der Apothekenzahl zu beobachten.³⁰ Der steigende Wettbewerbsdruck durch die zunehmende Konzentration auf Apothekenketten, Großapotheken und Versandapotheken verstärkt diesen Strukturwandel zusätzlich. Prognosen zufolge wird sich der Anteil stationärer Apotheken in den kommenden Jahren rückläufig entwickeln. Bis 2028 soll der Anteil stationärer Apotheken auf unter 79% sinken, während der Umsatzanteil von Online-Apotheken im gleichen Zeitraum auf über 21% steigen wird.³¹ Dieser Trend verdeutlicht den strukturellen Wandel hin zu digitalen Vertriebskanälen, getrieben durch verändertes Konsumentenverhalten und zunehmende digitale Affinität. Darüber hinaus entwickelt der Markt sich zunehmend in Richtung hybrider Vertriebsmodelle, bei denen digitale und physische Komponenten miteinander kombiniert werden. Insbesondere in Deutschland verbindet das Click-and-Collect Modell digitale Bestellungen mit der Beratung durch Apotheker und erhöht die durchschnittlichen Bestellwerte im Vergleich zu ausschließlich digitalen oder stationären Vertriebskanälen. Solche Entwicklungen führen zu einer stärkeren Vernetzung von stationärem Handel und Onlinevertrieb. Logistikseitig setzen Anbieter vermehrt auf algorithmische Preisgestaltung, zeitlich gesteuerte Rabattierungen von Lagerbeständen sowie Multi-Pack Angebote. Kooperation zwischen Apotheken und Kurierdiensten tragen zusätzlich zur Beschleunigung der Auslieferung bei. Insgesamt zeigt sich eine fortschreitende Konvergenz der Vertriebskanäle, bei der nicht ein einzelner Kanal dominiert, sondern verschiedene Modelle parallel bestehen und sich gegenseitig ergänzen.³²

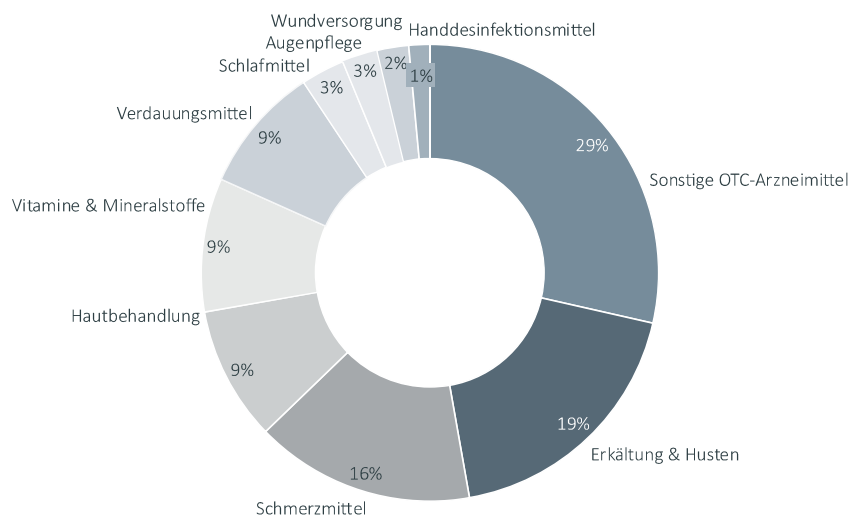
³⁰ Vgl. Apotheke Adhoc (2025): Apothekensterben: Versandhandel nicht Hauptfaktor. Verfügbar unter: [Apothekensterben: Versandhandel nicht Hauptfaktor | APOTHEKE ADHOC](#)

³¹ Vgl. Statista (2025) OTC Pharma Markt Europa, a. a. O.

³² Vgl. Mordor Intelligence (2023) Europa, a. a. O.

Umsatzanteile OTC-Markt Arzneimittel nach Segmenten in Europa 2024

in %



Quelle: Statista Market Insights, OTC Pharma Markt Europa

81. Der größte Umsatzanteil im europäischen OTC-Markt entfällt mit 29% auf sonstige OTC-Arzneimittel, was die Breite des Sortiments und die Bedeutung indikationsübergreifender Produkte unterstreicht. Zu den stärksten definierten Segmenten zählen Erkältungs- und Hustenmittel (19%) sowie Schmerzmittel (16%). Ergänzt wird das Marktbild durch größere Anteile bei Vitaminen und Mineralstoffen, Verdauungsmitteln und Hautbehandlungen (jeweils 9%). Die Struktur verdeutlicht ein breites Anwendungsspektrum, in dem gezielte Nischenstrategien zunehmend an Relevanz gewinnen.³³
82. Im europäischen OTC-Markt dominieren Tabletten als bevorzugte Darreichungsform. Sie machten im Jahr 2024 über 45% des OTC-Marktanteils aus. Ihre breite Verwendung beruht nicht darauf, dass Wirkstoffe ausschließlich in dieser Form verfügbar wären, sondern auf Vorteilen wie einfacher Handhabung, langer Haltbarkeit und kosteneffizienter Herstellung. Daher gelten Tabletten als bevorzugte Form, auch wenn zahlreiche Wirkstoffe grundsätzlich in alternativen Formaten angeboten werden können. Innovationen wie kontrollierte Wirkstofffreisetzung und kompakte Verpackungskonzepte stärken diesen Trend zusätzlich. Zunehmend an Bedeutung gewinnen auch Sprays, insbesondere für dermatologische und nasale Anwendungen. Mit einem prognostizierten Wachstum von 8,5% jährlich gelten sie als wachstumsstarkes Segment, getrieben durch schnelle Wirkung und nutzerfreundliche Formulierungen.³⁴
83. Trotz übergreifender europäischer Markttrends zeigen sich innerhalb des OTC-Markts deutliche nationale Besonderheiten. In Deutschland ist der Markt durch einen ausgeprägten Preis- und Markenwettbewerb gekennzeichnet, insbesondere in stark frequentierten Kategorien wie Analgetika und Erkältungsmittel. Einige große Akteure besitzen den größten

³³ Vgl. Statista (2025) OTC Pharma Markt Europa, a. a. O.

³⁴ Vgl. Market Data Forecast (2025) Europe Over-the-Counter (OTC) Drugs Market., Verfügbar unter: [Europe Over the Counter \(OTC\) Drugs Market Size & Share, 2033](#)

Marktanteil, daneben halten auch kleinere Unternehmen relevante Marktanteile. Mittelgroße und kleinere Unternehmen steigern ihre Präsenz vor allem durch die Einführung neuer Produkte zu wettbewerbsfähigen Preisen, wobei Produktinnovationen insbesondere im Bereich der Darreichungsformen zu beobachten sind. Zudem gewinnen Online-Apotheken zunehmend an Bedeutung und führen zu höherer Preistransparenz sowie wachsendem Wettbewerbsdruck im digitalen Vertrieb.³⁵ In Österreich steht die Wettbewerbsdifferenzierung im Zeichen qualifizierter Beratung und ausgeprägter Apothekenbindung.³⁶ Neue Anbieter sehen sich mit hohen regulatorischen Hürden konfrontiert, was den Marktzugang erschwert. In Italien ist der Markt durch eine erhebliche Markenbindung geprägt. Besonders regionale Anbieter mit lokaler Verankerung genießen bei Konsumenten ein hohes Maß an Vertrauen. Der Onlinevertrieb wächst in Italien, allerdings zeigt sich ein deutliches regionales Gefälle. Während in Norditalien eine hohe Nachfrage und zunehmende Nutzung digitaler Kanäle zu beobachten ist, bleibt das Wachstumspotenzial in südlichen Regionen bislang eingeschränkt.³⁷

Eintrittsbarrieren

84. Der Eintritt in den europäischen OTC-Markt ist mit erheblichen strukturellen und regulatorischen Hürden verbunden. In Märkten wie Deutschland, Österreich und Italien bestehen hohe Anforderungen an die Zulassung, Kennzeichnung und Bewerbung von Produkten, was insbesondere für neue Anbieter mit begrenzten Ressourcen eine zentrale Markteintrittsbarriere darstellt.³⁸ Während der Vertrieb von OTC-Produkten in Italien vergleichsweise liberal geregelt ist, erlegt die nationale Arzneimittelbehörde Agenzia Italiana del Farmaco (AIFA) strenge Dokumentations- und Nachweispflichten auf für die Zulassung neuer Produkte. Zusätzlich ist der Zugang zum Markt in vielen Ländern durch die Apothekenpflicht reguliert. Vor allem in Österreich und Frankreich führt dies zu einem eingeschränkten Vertriebsweg, der ohne bestehende Apothekenbindung schwer zugänglich ist. Im digitalen Kanal stellen hohe Marketingkosten und Logistikherausforderungen weitere Investitionshürden dar. Neue Anbieter sehen sich zudem mit einer hohen Markendichte sowie etablierten Vertriebsstrukturen konfrontiert, die eine Sichtbarkeit im Wettbewerb erschweren. Für den erfolgreichen Marktzugang, insbesondere im Onlinegeschäft, sind umfassende Compliance-Kenntnisse und eine belastbare IT-Infrastruktur von zentraler Bedeutung.³⁹

Risiken

85. Im OTC-Markt bestehen verschiedene risikobehaftete Rahmenbedingungen, die das Wachstumspotenzial einzelner Marktsegmente begrenzen können. In etablierten Kategorien wie Schmerzmitteln führt der anhaltend intensive Preiswettbewerb zu sinkenden Margen. Zusätzlich wirkt sich eine zunehmende Preisempfindlichkeit der Verbraucher in einzelnen

³⁵ Vgl. Mordor Intelligence (2023) Europa, a. a. O.

³⁶ Vgl. Pharmig (2018), a. a. O.

³⁷ Vgl. Data Insights Market (2025): Italy OTC Drugs Market. Verfügbar unter: [Italy OTC Drugs Market Future-proof Strategies: Trends, Competitor Dynamics, and Opportunities 2025-2033](#)

³⁸ Vgl. Market Report Analytics (2025): Germany OTC Drug Market. Verfügbar unter: [Germany OTC Drug Market Trends and Forecasts: Comprehensive Insights](#)

³⁹ Vgl. Pharmig (2018), a. a. O.

Märkten, insbesondere Italien, negativ auf die Preisgestaltung und Markenbindung aus. Einschränkungen ergeben sich auch auf regulatorischer Ebene. In Österreich limitiert eine geringe Bereitschaft zur Umstufung rezeptpflichtiger Präparate die Möglichkeit zur Erweiterung des OTC-Angebots für Wettbewerber. Im Bereich Nahrungsergänzungsmittel führen die verbindlichen Höchstmengen der Europäische Behörde für Lebensmittelsicherheit (EFSA) zu erhöhter Reformulierung, was insbesondere bei international tätigen Anbietern zu zusätzlicher regulatorischer und operativer Komplexität führt.

Chancen

86. Im OTC-Markt bestehen verschiedene Wachstumspotenziale. Der digitale Vertrieb gewinnt stark an Bedeutung. Online-Apotheken verzeichnen europaweit ein kontinuierliches Wachstum, insbesondere in Deutschland, wo hybride Modelle wie Click-and-Collect und algorithmische Preisgestaltung zum Einsatz kommen.⁴⁰ Für digital aufgestellte Neueinsteiger ergeben sich hier günstige Marktchancen. Zudem steigt die Nachfrage nach pflanzlichen und funktionellen Produkten. Deutschland, Italien und Spanien zeigen eine verstärkte Nutzung von Vitaminen, Mineralien und Nahrungsergänzungsmitteln („VMS“), Probiotika und pflanzlichen Präparaten. Hier ergeben sich Chancen zur Positionierung in funktionellen und traditionellen Nischen. Auch personalisierte Gesundheitslösungen gewinnen an Bedeutung. Marktführer setzen auf individualisierte Vitamine, digitale Plattformen und neue Anwendungsformate. Ein weiterer strategischer Wachstumspfad ergibt sich durch gezielte Übernahmen (M&A). Die Fragmentierung des europäischen OTC-Markts bietet etablierten Anbietern die Möglichkeit, über Plattformakquisitionen schnell in neue Indikationsgebiete oder Märkte zu expandieren, Skaleneffekte zu realisieren und komplementäre Markenportfolios zu integrieren.

2.3.4.3 Fazit zur Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfelds sowie der Marktposition

87. PharmaSGP agiert in einem nachhaltig wachsenden Teilsektor des Pharmamarkts, der durch zunehmendes Gesundheitsbewusstsein, eine steigende Bereitschaft zur Selbstmedikation sowie eine wachsende Nachfrage nach pflanzlichen und funktionellen Produkten geprägt ist. Besonders der demografische Wandel sowie strukturelle Belastungen der öffentlichen Gesundheitssysteme in Europa fördern die Bedeutung von OTC-Präparaten als niedrigschwellige und kosteneffiziente Versorgungsalternative. Dabei profitiert PharmaSGP von einer klaren Positionierung im Bereich natürlich basierter OTC-Produkte, die gezielt auf häufige Alltagsbeschwerden wie bspw. Schmerz oder Schlafstörungen ausgerichtet sind. Gleichzeitig ist das Marktumfeld durch einen hohen Regulierungsgrad sowie zunehmenden Wettbewerbsdruck geprägt. Insbesondere Preiswettbewerb, Werbebeschränkungen und nationale Vertriebsregeln stellen strukturelle Herausforderungen dar. Zusätzlich erschweren regulatorische Hürden wie nationale Zulassungsverfahren und Apothekenpflicht insbesondere für kleinere und neue Anbieter den Marktzugang. Der digitale Vertrieb gewinnt zunehmend an Bedeutung, erfordert jedoch hohe Investitionen in Sichtbarkeit, Logistik und IT-Infrastruktur sowie IT-Sicherheit. Im Wettbewerbsumfeld zeigt sich eine überwiegend fragmentierte Marktstruktur mit einer Vielzahl regionaler und spezialisierter Anbieter. Die Differenzierung

⁴⁰ Vgl. Mordor Intelligence (2024): Germany Over-the-Counter (OTC) Drug Market – Industry Report.

erfolgt weniger über Wirkstoffinnovationen, sondern über innovative Darreichungsformen, Markenführung, Vertriebsstrategien und Zielgruppenansprache. Zudem zeigt sich ein struktureller Wandel der Vertriebskanäle im OTC-Markt. Online-Apotheken gewinnen kontinuierlich an Marktanteilen und stellen insbesondere für digital positionierte Anbieter ein bedeutendes Wachstumsfeld dar. Die zunehmende Akzeptanz digitaler Kaufprozesse bietet Chancen zur Reichweitenenerweiterung und zur Stärkung der Markenwahrnehmung. PharmaSGP positioniert sich in diesem Umfeld mit Fokus auf naturbasierte Produkte und gesundheitsbewusste Zielgruppen.

88. Daher kann auf Basis der Markt- und Wettbewerbsanalyse von Wachstumserwartungen in den relevanten Märkten der PharmaSGP in der abgeleiteten Bandbreite von rd. 2% bis 2,5% ausgegangen werden. Die Wachstumserwartungen in den relevanten Märkten der PharmaSGP werden zur Plausibilisierung der von der PharmaSGP geplanten Wachstumsrate der Umsatzerlöse in Kapitel 4.4.1 wieder aufgegriffen.

2.3.5. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

89. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen.⁴¹ Daher wurde zu Vergleichszwecken die Planungsrechnung für den Zeitraum 2025 bis 2027 bereits an dieser Stelle den Ist-Zahlen gegenübergestellt. Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2025 bis 2027 wird im Kapitel 4.4 Analyse der Planungsrechnung ausführlich eingegangen.
90. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage wird nachfolgend auf die Jahre 2022 bis 2024 eingegangen.

2.3.5.1. Ertragslage

91. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Ertragslage der PharmaSGP für die Jahre 2022 bis 2024 nach IFRS dar.
92. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen

⁴¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72 sowie DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 23.

Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern:

Bereinigte historische Ertragslage

in Mio. €

	Historisch (bereinigt)			CAGR
	2022	2023	2024	2022-2024
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	17,7%
Wachstum in %	n/a	17,8%	17,5%	
Materialaufwand	-9,0	-9,5	-10,8	9,6%
Rohhertrag	76,8	91,6	108,0	18,6%
in % der Umsatzerlöse	89,5%	90,6%	90,9%	
Personalaufwand	-5,8	-7,4	-8,1	18,4%
Marketingaufwand	-37,4	-43,4	-53,3	19,4%
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,2	0,3	1,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,7	-7,0	-9,7	30,6%
EBITDA	28,2	34,1	37,2	14,8%
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,7%	31,3%	
Abschreibungen	-9,3	-9,4	-9,4	0,9%
EBIT	19,0	24,7	27,8	21,0%
in % der Umsatzerlöse	22,1%	24,4%	23,4%	
Finanzerträge	0,3	1,1	1,5	118,6%
Finanzaufwendungen	-2,2	-3,9	-3,1	18,5%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-1,3	-0,1	-0,2	-64,4%
Ergebnis vor Ertragssteuern	15,8	21,9	26,0	28,4%
in % der Umsatzerlöse	18,4%	21,7%	21,9%	
Ertragsteueraufwand	-3,8	-5,5	-6,5	30,0%
Effektive Steuerquote in %	24,4%	25,1%	25,0%	
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	27,8%
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

Bereinigung der historischen Ertragslage

93. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.
94. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Jahre 2022 bis 2024 die Bereinigungen der Ertragslage konsistent zu den Geschäftsberichten der PharmaSGP dargestellt.

Bereinigungen der historischen Ertragslage

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen			Historisch (bereinigt)			CAGR
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	-	-	-	85,8	101,1	118,8	17,7%
Wachstum in %	n/a	17,8%	17,5%				n/a	17,8%	17,5%	
Materialaufwand	-9,0	-9,5	-10,8	-	-	-	-9,0	-9,5	-10,8	9,6%
Rohhertrag	76,8	91,6	108,0	0,0	0,0	0,0	76,8	91,6	108,0	18,6%
in % der Umsatzerlöse	89,5%	90,6%	90,9%				89,5%	90,6%	90,9%	
Personalaufwand	-6,9	-7,3	-8,0	1,1	0,0	-0,1	-5,8	-7,4	-8,1	18,4%
Marketingaufwand	-37,4	-43,4	-53,3	-	-	-	-37,4	-43,4	-53,3	19,4%
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,2	0,3	-0,1	-	-	0,3	0,2	0,3	1,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,0	-7,1	-10,0	0,3	0,1	0,3	-5,7	-7,0	-9,7	30,6%
EBITDA	26,9	34,0	37,1	1,3	0,1	0,2	28,2	34,1	37,2	14,8%
in % der Umsatzerlöse	31,4%	33,6%	31,2%				32,9%	33,7%	31,3%	
Abschreibungen	-9,3	-9,4	-9,4	-	-	-	-9,3	-9,4	-9,4	0,9%
EBIT	17,7	24,6	27,6	1,3	0,1	0,2	19,0	24,7	27,8	21,0%
in % der Umsatzerlöse	20,6%	24,4%	23,3%				22,1%	24,4%	23,4%	
Finanzerträge	0,3	1,1	1,5	-	-	-	0,3	1,1	1,5	118,6%
Finanzaufwendungen	-2,2	-3,9	-3,1	-	-	-	-2,2	-3,9	-3,1	18,5%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-	-	-	-1,3	-0,1	-0,2	-1,3	-0,1	-0,2	-64,4%
Ergebnis vor Ertragssteuern	15,8	21,9	26,0	0,0	0,0	0,0	15,8	21,9	26,0	28,4%
in % der Umsatzerlöse	18,4%	21,7%	21,9%				18,4%	21,7%	21,9%	
Ertragsteueraufwand	-3,8	-5,5	-6,5	-	-	-	-3,8	-5,5	-6,5	30,0%
Effektive Steuerquote in %	24,4%	25,1%	25,0%				24,4%	25,1%	25,0%	
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	0,0	0,0	0,0	12,0	16,4	19,5	27,8%
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%				13,9%	16,2%	16,4%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

95. In den Jahren 2022 bis 2024 wurden Bereinigungen in Form von Einmalkosten und Sondereffekten auf Ebene der sonstigen betrieblichen Erträge, der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sowie der Personalkosten vorgenommen, um anschließend eine bereinigte EBITDA-Größe sowie bereinigte EBITDA-Margen ableiten zu können. Anschließend wurden Rückanpassungen der Bereinigungen auf Ebene des außerordentlichen Ergebnisses berücksichtigt. In allen betrachteten historischen Jahren wurden Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit Akquisitionen, Aufwendungen im Zusammenhang mit der langfristigen Vorstandsvergütung sowie sonstige einmalige, nicht-wiederkehrende und nicht-operative Aufwendungen als Sondereffekte berücksichtigt.
96. In den Jahren 2022 bis 2024 entfielen jeweils 1,1 Mio. €, -47,0 Tsd. € sowie -0,1 Mio. € der Bereinigungen auf die Personalaufwendungen im Zusammenhang mit der langfristigen Vorstandsvergütung sowie Vertragsverlängerungen auf Vorstandsebene. Negative Bereinigungen in diesem Bereich resultieren aus der Reduktion von Rückstellungen im Zusammenhang mit Aktienoptionsprogrammen. Die Bereinigungen im Hinblick auf sonstige betriebliche Aufwendungen betrugen 2022 0,3 Mio. €, 2023 0,1 Mio. € und im Jahr 2024 0,3 Mio. €. Die bereinigten Sachverhalte betrafen primär Rechts- und Beratungsaufwendungen sowie Recruitingaufwendungen. Zudem wurden die sonstigen betrieblichen Erträge einmalig im Jahr 2022 um 0,1 Mio. € bereinigt.
97. In Summe wurden somit Einmalkosten und Sondereffekte i.H.v 1,3 Mio. € im Jahr 2022, i.H.v. 0,1 Mio. € im Jahr 2023 sowie i.H.v 0,2 Mio. € im Jahr 2024 bereinigt.

Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

98. Die Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage der Jahre 2022 bis 2024 nehmen wir im Folgenden auf Ebene der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung vor:

Bereinigte historische Ertragslage

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			CAGR
	2022	2023	2024	2022-2024
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	17,7%
Wachstum in %	n/a	17,8%	17,5%	
Materialaufwand	-9,0	-9,5	-10,8	9,6%
Rohrertrag	76,8	91,6	108,0	18,6%
in % der Umsatzerlöse	89,5%	90,6%	90,9%	
Personalaufwand	-5,8	-7,4	-8,1	18,4%
Marketingaufwand	-37,4	-43,4	-53,3	19,4%
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,2	0,3	1,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,7	-7,0	-9,7	30,6%
EBITDA	28,2	34,1	37,2	14,8%
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,7%	31,3%	
Abschreibungen	-9,3	-9,4	-9,4	0,9%
EBIT	19,0	24,7	27,8	21,0%
in % der Umsatzerlöse	22,1%	24,4%	23,4%	
Finanzerträge	0,3	1,1	1,5	118,6%
Finanzaufwendungen	-2,2	-3,9	-3,1	18,5%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-1,3	-0,1	-0,2	-64,4%
Ergebnis vor Ertragssteuern	15,8	21,9	26,0	28,4%
in % der Umsatzerlöse	18,4%	21,7%	21,9%	
Ertragsteueraufwand	-3,8	-5,5	-6,5	30,0%
Effektive Steuerquote in %	24,4%	25,1%	25,0%	
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	27,8%
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

Bereinigte historische Ertragslage H1 2024 und H1 2025

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)		CAGR
	H1 2024	H1 2025	2024-2025
Umsatzerlöse	58,4	66,0	13,0%
Wachstum in %	n/a	13,0%	
Materialaufwand	-5,2	-6,4	23,8%
Rohhertrag	53,2	59,6	12,0%
in % der Umsatzerlöse	91,2%	90,3%	
Personalaufwand	-4,0	-4,6	13,7%
Marketingaufwand	-27,4	-32,4	18,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,1	-11,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,0	-6,0	21,6%
EBITDA	16,9	16,7	-1,4%
in % der Umsatzerlöse	28,9%	25,3%	
Abschreibungen	-4,7	-4,8	2,3%
EBIT	12,2	11,9	-2,8%
in % der Umsatzerlöse	20,9%	18,0%	
Finanzerträge	1,0	0,4	-61,9%
Finanzaufwendungen	-1,6	-1,4	-10,7%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-0,1	-0,1	
Ergebnis vor Ertragssteuern	11,6	10,7	-7,5%
in % der Umsatzerlöse	19,8%	16,2%	
Ertragsteueraufwand	-2,9	-2,6	-8,7%
Effektive Steuerquote in %	25,0%	24,7%	
Jahresergebnis	8,7	8,1	-7,1%
in % der Umsatzerlöse	14,9%	12,2%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

Umsatzerlöse

99. Die Gesamtumsatzerlöse stiegen von 85,8 Mio. € im Jahr 2022 auf 118,8 Mio. € im Jahr 2024, d.h. mit einer jährlichen Wachstumsrate von 17,7%. Haupttreiber waren hierbei die Umsatzerlöse in der Hauptkategorie Health Brands, welche von 82,5 Mio. € auf 115,1 Mio. € mit einer jährlichen Wachstumsrate von 18,1% anstiegen. Der Anteil an den gesamten Umsatzerlösen blieb mit rd. 96% weitgehend konstant und unterstreicht die Bedeutung der Kategorie innerhalb der Portfoliostrategie. Zur Kategorie zählen primär die Indikationsgebiete Gelenkschmerzen, Nervenschmerzen sowie Männer- und Frauengesundheit. Diese werden unter anderem durch die Produktmarken RubaXX®, Restaxil®, Neradin® oder DESEO® abgedeckt, welche in den vergangenen Jahren stetig steigende Absatzzahlen zu verzeichnen hatten und somit Haupttreiber des Umsatzwachstums waren. Die Kategorie Beauty Brands hingegen wuchs in den Jahren 2022 bis 2024 nur moderat im Vergleich zum Kerngeschäft, mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,3%. Der Anteil am Gesamtumsatz sank im Betrachtungszeitraum leicht von 4,0% auf 3,0%.

Umsatzerlöse nach Geografie und Kategorien

in Mio. € / in %

	2022	2023	2024	CAGR 2022-2024
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	17,7%
davon Health Brands	82,5	97,5	115,1	18,1%
in %	96%	96%	97%	
davon Beauty Brands	3,3	3,5	3,6	4,3%
in %	4%	4%	3%	
davon Sonstiges	0,0	0,0	0,1	n/m
in %	0%	0%	0%	

	2022	2023	2024	CAGR 2022-2024
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	17,7%
davon DE	61,3	73,4	80,3	14,5%
in %	71%	73%	68%	
davon IT	10,5	13,6	22,9	47,5%
in %	12%	13%	19%	
davon AT	9,8	10,5	12,3	12,5%
in %	11%	10%	10%	
davon andere EU-Märkte	4,2	3,7	3,3	-12,0%
in %	5%	4%	3%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

100. Innerhalb des deutschen Marktes wuchsen die Umsatzerlöse im Zeitraum 2022 bis 2024 von 61,3 Mio. € auf 80,3 Mio. €, was einer CAGR von 14,5% entspricht. Trotz des absoluten Wachstums sank der Anteil des deutschen Marktes am Gesamtumsatz leicht von 71,0% auf 68,0%. Deutschland bleibt somit noch immer der wichtigste Kernabsatzmarkt, während auf dem italienischen Markt jedoch höhere jährliche Wachstumsraten erreicht wurden. Italien verzeichnete mit einem Anstieg von 10,5 Mio. € auf 22,9 Mio. € eine volumengetriebene Entwicklung in Bezug auf die erwirtschafteten Umsätze. In den Jahren 2022 bis 2024 wurde hier eine jährliche Wachstumsrate von 47,5% erreicht, womit Italien den am schnellsten wachsenden Markt im Portfolio repräsentiert. Die lokalen Umsatzerlöse in Relation zum Konzernumsatz erhöhten sich von 12,0% auf 19,0%. Das Wachstum auf dem österreichischen Markt lag mit durchschnittlich jährlich 12,5% leicht hinter Deutschland, während der Umsatzbeitrag in den letzten beiden Jahren stabil bei rd. 10,0% blieb. Die auf andere EU-Märkte entfallenden Umsätze hingegen entwickelten sich im Gegensatz zu den anderen Märkten rückläufig und sanken von 4,2 Mio. € auf 3,3 Mio. €, was einer jährlichen Wachstumsrate von -12,0% entspricht. Der Umsatzanteil reduzierte sich folglich von 5,0% auf 3,0% und unterstreicht den strategischen Fokus auf die Hauptabsatzmärkte.

Die Umsatzerlöse erhöhten sich in H1 2024 von 58,4 Mio. € auf 66,0 Mio. €, was einem Anstieg um 13,0% entspricht. Das hohe Umsatzniveau in H1 2024 war insbesondere auf die erfolgreiche Marktentwicklung in Italien zurückzuführen, wo durch gezielte Werbestrategien signifikantes Umsatzwachstum erzielt werden konnten. Besonders das Produkt Mavosten® verzeichnete hier eine erhöhte Nachfrage. In H1 2025 setzte sich das Wachstum vor allem produktgetrieben

fort, wobei insbesondere das Nahrungsergänzungsmittelportfolio der Marke pureSGP als wesentlicher Umsatztreiber hervorzuheben ist.

Materialaufwand

101. Die Materialaufwendungen nehmen grundsätzlich nur einen kleinen Anteil der Gesamtkosten der PharmaSGP ein. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Aufwendungen für Rohstoffe, Verbrauchsmaterialien und fertige Erzeugnisse. Neben der PharmaSGP selbst sind größtenteils Lohnhersteller im Rahmen der Produktion auch für die Beschaffung der Rohstoffe und Verpackungsmaterialien verantwortlich. Die Produkte gehen anschließend als fertige Erzeugnisse in das Eigentum der PharmaSGP über. Im Zeitraum 2022 bis 2024 betrug der durchschnittliche Anteil der Materialaufwendungen an den Gesamtkosten lediglich rd. 14,2% und blieb relativ konstant im Jahresverlauf. Insgesamt stiegen die Materialaufwendungen mit einer CAGR von 9,6% von ursprünglich - 9,0 Mio. € im Jahr 2022 auf -10,8 Mio. € im Jahr 2024. Grund für den Anstieg, insbesondere zwischen 2023 und 2024, war ein im Vergleich zum Vorjahr stärkeres Umsatzwachstum, das in erster Linie durch eine höhere Absatzmenge bedingt war und einen entsprechend erhöhten Materialeinsatz erforderte. Insgesamt stiegen die Materialaufwendungen jedoch unterproportional zum Gesamtumsatz, was im Wesentlichen auf eine Verschiebung des Produktmixes zurückzuführen ist. Durch die geringen Materialaufwendungen konnte in allen drei historischen Jahren eine Rotertragsmarge zwischen 89,5%-90,9% erzielt werden, mit einem absoluten Anstieg des Rotertrags von 76,8 Mio. € auf 108,0 Mio. €.

Personalaufwand

102. Der historisch bereinigte Personalaufwand stieg zwischen 2022 und 2024 von -5,8 Mio. € auf - 8,1 Mio. €, was einer CAGR von 18,4% entspricht. Die Erhöhung ist im Wesentlichen auf die gestiegene Mitarbeiterzahl zurückzuführen, da im Zuge des Unternehmenswachstums die Mitarbeiterzahl konstant erhöht wurde. Während bei der PharmaSGP 2022 noch durchschnittlich 66 Mitarbeiter in Vollzeit sowie 17 in Teilzeit beschäftigt wurden, stieg die Zahl bis 2024 auf durchschnittlich 104 Mitarbeiter an, von welchen 92 Mitarbeiter Vollzeitstellen sowie 12 Teilzeitstellen innehatten. Die kumulierten Kosten für Gehälter, welche im Durchschnitt rd. 82,8% der Gesamtpersonalkosten ausmachten, stiegen im Zuge des Mitarbeiterwachstums im Durchschnitt um 18,2% jährlich, was die Personalaufwendungen im Zuge des Mitarbeiterwachstums erhöhte. Dementsprechend wuchsen auch Sozialausgaben und Zahlungen für Mitarbeiter Benefits mit rd. 20,1% jährlichem Wachstum zwischen 2022 und 2024.

Marketingaufwand

103. Der Marketingaufwand stellt innerhalb der Aufwandsposten die größte Kostenposition dar mit einem durchschnittlichen Gesamtanteil von rd. 65% der Gesamtkosten innerhalb der Jahre 2022 bis 2024. Der Marketingaufwand nahm deutlich zu von -37,4 Mio. € auf -53,3 Mio. €, entsprechend einer CAGR von 19,4%. Diese Entwicklung liegt leicht über dem Umsatzwachstum und spiegelt den Fokus auf Marken- und Marktaufbau sowie die Umsetzung der D2C-

Marketingstrategie wider. Der Marketingaufwand ist hierbei primär variabel und direkt auf den Anstieg der Umsatzerlöse zurückzuführen. Weiterhin verursachte die Verschiebung der Marketingkanäle hin zu Online-Marketing zunehmend höhere Kosten als klassische Print- und TV-Medien.

Sonstige betriebliche Erträge

104. Die historisch bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge lagen zwischen 0,2 Mio. € im Jahr 2023 und 0,3 Mio. € in den Jahren 2022 und 2024. Im Wesentlichen sind Versicherungs- und sonstige Entschädigungen aus Schadensersatzfällen sowie Erstattungen aus dem Aufwendungsausgleichsgesetz enthalten. Während im Geschäftsjahr 2022 ein einmaliger Schadensersatz erfasst wurde, führte im Geschäftsjahr 2024 die Ausbuchung einer verjährten Verbindlichkeit zu einem einmaligen Anstieg dieser Ertragsposition.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

105. Die historisch bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten im Wesentlichen Logistikaufwendungen, Kosten für Quality Assurance und Regulatory Affairs (Qualitätskontrollen und regulatorische Themen) sowie Fremdleistungen. Hinzu kommen Kosten für Retouren aus Gewährleistungsgründen, Reisekosten, Produktentwicklungskosten, Wertminderungen von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und verschiedene andere Aufwendungen sowie Rechts- und Beratungskosten und Abschluss- und Prüfungskosten. Sie stiegen von ursprünglich -5,7 Mio. € im Jahr 2022 auf -9,7 Mio. € im Jahr 2024, was einer CAGR von 30,6% entspricht. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf höhere Logistikkosten zurückzuführen, die stärker als die Umsatzerlöse zunahmen und im Durchschnitt um 25,6% p.a. wuchsen. Im Jahr 2024 betrug der Anteil der Logistikkosten 25,3% der gesamten sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Weiterhin entfielen 31,2% auf Aufwendungen für Drittparteien. Dies umfasst im Jahr 2024 insbesondere Dienstleistungen im Bereich digitaler Vertrieb inkl. Provisionsaufwendungen für den Vertriebskanal Amazon. Zusätzlich trugen zwischen 2023 und 2024 Recruiting Aufwendungen zum Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bei. Diese ergaben sich im Zuge der wachsenden Mitarbeiteranzahl. Während die PharmaSGP keine eigene Grundlagenforschung betreibt, sind innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in einem geringen Umfang Entwicklungskosten enthalten, da die konzernweite Aktivierungsquote im Durchschnitt 86,7% über die letzten drei Jahre betrug und somit nur rd. 13,3% der selbst entwickelten Zulassungen als sonstige betriebliche Aufwendungen berücksichtigt wurden. Die rd. 13,3% der Entwicklungskosten, welche innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen berücksichtigt werden, nehmen im Durchschnitt über die letzten drei historischen Jahre nur rd. 0,7% der gesamten sonstigen betrieblichen Aufwendungen ein.
106. Die gesamten bereinigten betrieblichen Aufwendungen stiegen in H1 2025 gegenüber dem Vorjahreszeitraum in allen wesentlichen Kostenpositionen an. Den stärksten Anstieg verzeichneten die Materialaufwendungen, die sich von -5,2 Mio. € in H1 2024 auf -6,4 Mio. € erhöhten, was einem Zuwachs um 23,8% entspricht. Hintergrund hierfür ist insbesondere ein veränderter Produktmix infolge der Einführung neuer Produkte, die mit höheren Herstellungskosten verbunden sind. Auch die Marketingaufwendungen stiegen von -27,4 Mio.

€ auf -32,4 Mio. €, was einem deutlichen Anstieg um 18,2% entspricht. Ursächlich hierfür war insbesondere der gestiegene Anteil digitaler Kanäle, deren Kostenintensität im Vergleich zu klassischen Formaten höher ausfällt. Der Personalaufwand erhöhte sich von -4,0 Mio. € auf -4,6 Mio. €, ein Anstieg um 13,7%. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen mit -6,0 Mio. € ebenfalls über dem Vorjahresniveau von -5,0 Mio. €, was einer Erhöhung um 21,6% entspricht.

EBITDA

107. Aufgrund der beschriebenen Umsatz- und Kosteneffekte entwickelte sich das bereinigte EBITDA positiv und wuchs von 28,2 Mio. € im Jahr 2022 auf 37,2 Mio. € im Jahr 2024, mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 14,8%. Das Wachstum lag somit leicht unter dem Umsatzwachstum, primär bedingt durch eine Zunahme der Marketingaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, welche nur teilweise durch einen reduzierten Materialaufwand kompensiert werden konnten. In der Folge verringerte sich die bereinigte EBITDA-Marge von 32,9% im Jahr 2022 auf 31,3% im Jahr 2024.
108. Die EBITDA-Marge in H1 2025 hingegen lag mit rd. 25,3% darunter. Im Gegensatz zur Jahresbetrachtung wurde im Halbjahresvergleich eine verringerte Wachstumsrate der Umsatzerlöse erzielt, während Aufwandspositionen teils anstiegen. In H1 2025 belief sich das EBITDA auf 16,7 Mio. € nach 16,9 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Damit blieb das Ergebnis trotz steigender Umsätze leicht unter dem Niveau des Vorjahres. Die EBITDA-Marge sank von 28,9% auf 25,3% und damit um über drei Prozentpunkte. Im Zuge dessen wurden die absolute EBITDA-Prognose in einer Ad-hoc Mitteilung vom 11. Juli 2025 für das Jahr 2025 vom Vorstand der PharmaSGP SE bestätigt, bei einer leicht erhöhten Umsatz-Prognose. Insofern verringerte sich die implizite prognostizierte EBITDA-Marge für das volle Jahr 2025. Diese Entwicklung resultiert im Wesentlichen aus einer veränderten Kostenstruktur infolge der Einführung neuer Produkte mit insgesamt höheren Herstellungskosten. Der dadurch bedingte Produktmix führte zu einer höheren Materialaufwandsquote, während zugleich die prozentual deutlich gestiegenen Marketingaufwendungen die Profitabilität zusätzlich belasteten.

Abschreibungen

109. Die Abschreibungen lagen konstant bei -9,3 Mio. € bis -9,4 Mio. € zwischen 2022 und 2024, und stiegen nur minimal an im Jahresverlauf. Sie entfielen primär auf planmäßige Abschreibungen der immateriellen Vermögenswerte und Nutzungsrechte, insbesondere auf die im Rahmen der GSK-Transaktion 2021 erworbenen Produktmarken und Arzneimittelzulassungen. Auf das GSK-Portfolio entfielen jeweils Abschreibungen i.H.v. 8,3 Mio. € in den Jahren 2022 bis 2024, welche im Durchschnitt rd. 95,2% der gesamten Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte ausmachten.

EBIT

110. Das bereinigte EBIT stieg im Zeitraum 2022 bis 2024 von 19,0 Mio. € auf 27,8 Mio. €, was einer jährlichen Wachstumsrate von 21,0% entspricht, welche oberhalb des EBITDA-Wachstums

liegt. Dies ist auf konstante, planmäßige Abschreibungen in Verbindung mit erhöhtem Umsatzwachstum zurückzuführen. Die EBIT-Marge verbesserte sich zunächst auf 24,4% im Jahr 2023, ausgehend von 22,1% im Vorjahr, und blieb anschließend weitgehend konstant bei 23,4% im Jahr 2024. Die EBIT-Marge in H1 2025 hingegen lag mit rd. 18,0% um 2,9 Prozentpunkte analog zur EBITDA-Marge darunter. Der Rückgang der EBIT-Marge fällt aufgrund der relativ konstanten Abschreibungen bei gestiegenen Umsatzerlösen im Vergleich zur EBITDA-Marge etwas geringer aus.

Finanzerträge

111. Die Finanzerträge erhöhten sich von 0,3 Mio. € im Jahr 2022 auf 1,1 Mio. € im Folgejahr sowie anschließend auf 1,5 Mio. € im Jahr 2024. Vor dem Hintergrund des gestiegenen Zinsniveaus hat die PharmaSGP in den letzten beiden Jahren vermehrt in kurzfristige Terminanlagen und Geldmarktfonds investiert und hierdurch Gewinne in Form von Zinserträgen sowie Kursgewinnen erwirtschaftet. Insbesondere zwischen 2022 und 2023 sorgten Zinserträge aus Termineinlagen sowie Kursgewinne aus Geldmarktfonds für einen rapiden Anstieg der Finanzerträge. Auch im Jahr 2024 vor dem Hintergrund des noch immer erhöhten Zinsniveaus konnte eine weitere Steigerung der Finanzerträge erzielt werden, welche insbesondere auf weitere Kursgewinne aus Geldmarktfonds zurückzuführen war.

Finanzaufwendungen

112. Die Finanzaufwendungen stiegen von -2,2 Mio. € im Jahr 2022 auf -3,9 Mio. € im Jahr 2023. Der Anstieg ist auf die Umwandlung einer damals kurzfristigen und niedrig verzinsten Bankenfinanzierung im Umfang von 85,0 Mio. € in eine langfristige Konsortialfinanzierung mit entsprechend höheren Zinsaufwendungen zurückzuführen. Im Jahr 2024 sanken die Zinsaufwendungen aufgrund der planmäßigen Tilgung sowie aufgrund eines verbesserten Verschuldungsgrades der PharmaSGP, welcher als „Covenant“ in die laufende Zinsermittlung einfließt. Dementsprechend gingen die gesamten Finanzaufwendungen auf -3,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2024 zurück.

Ergebnis vor Ertragsteuern

113. Das Ergebnis vor Ertragsteuern erhöhte sich von 15,8 Mio. € auf 26,0 Mio. €. Der Anteil am Umsatz stieg dabei von 18,4% auf 21,9%, was die konstanten Abschreibungen bei gestiegenen Umsatzerlösen widerspiegelt.

Ertragsteueraufwand

114. Der Ertragsteueraufwand nahm von -3,8 Mio. € im Jahr 2022 auf -6,5 Mio. € im Jahr 2024 zu. Die effektive Steuerquote blieb dabei weitgehend stabil zwischen 24,4% und 25,1%.

Jahresergebnis

115. Auch das Jahresergebnis wuchs, von ursprünglich 12,0 Mio. € im Ausgangsjahr 2022 auf 19,5 Mio. € im Jahr 2024, entsprechend einer CAGR von 27,8%, welche die Wachstumsrate der

Umsatzerlöse um rd. 10%-Punkte überstieg. Die zusammengefassten wesentlichen Effekte für die positive Entwicklung des Jahresergebnisses waren neben dem Umsatzanstieg eine verbesserte Materialeinsatzquote, unterproportional zunehmende Personalkosten, konstante Abschreibungen sowie ein durch das erhöhte Zinsniveau verbessertes Finanzergebnis.

2.3.5.2. Vermögens- und Finanzlage

116. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Vermögens- und Finanzlage der PharmaSGP zum 31. Dezember der Jahre 2022 bis 2024 nach IFRS dar:

Aktiva

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			CAGR
	2022	2023	2024	2022-2024
Immaterielle Vermögenswerte	73,9	66,1	58,8	-10,8%
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	-8,3%
Nutzungsrechte	1,2	0,9	0,9	-11,6%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	2,1	1,3	0,5	-49,7%
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	-11,6%
Vorräte	7,0	10,1	10,4	22,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen	7,8	9,2	13,5	31,7%
Sonstige Vermögenswerte	2,5	2,5	3,2	12,9%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1,2	0,0	0,0	-100,0%
Laufende Ertragsteuerforderungen	0,3	0,2	0,0	-100,0%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	32,6	40,8	15,0	-32,2%
Umlaufvermögen	51,5	62,8	42,2	-9,5%
Summe Aktiva	129,1	131,3	102,8	-10,8%

Quelle: Geschäftsberichte 2022-2024, Unternehmensinformationen

Bereinigungen der Aktiva

in Mio. € / in %

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen	Historisch (bereinigt)		
	2022	2023	2024	2024	2022	2023	2024
Immaterielle Vermögenswerte	73,9	66,1	58,8	-	73,9	66,1	58,8
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	-	0,4	0,3	0,3
Nutzungsrechte	1,2	0,9	0,9	-	1,2	0,9	0,9
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	2,1	1,3	0,5	-	2,1	1,3	0,5
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	-	77,6	68,5	60,6
Vorräte	7,0	10,1	10,4	-	7,0	10,1	10,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen	7,8	9,2	13,5	-	7,8	9,2	13,5
Sonstige Vermögenswerte	2,5	2,5	3,2	-	2,5	2,5	3,2
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1,2	0,0	0,0	-	1,2	0,0	0,0
Laufende Ertragsteuerforderungen	0,3	0,2	0,0	-	0,3	0,2	0,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	32,6	40,8	26,5	-11,5	32,6	40,8	15,0
Umlaufvermögen	51,5	62,8	53,7	-11,5	51,5	62,8	42,2
Summe Aktiva	129,1	131,3	114,3	-11,5	129,1	131,3	102,8

Quelle: Geschäftsberichte 2022-2024, Unternehmensinformationen

117. Um eine konsistente Überleitung zur Planung sicherzustellen, wurde im Rahmen der bewertungstechnischen Anpassungen die Aufsatzbilanz des Jahres 2024 in Bezug auf überschüssige Liquidität bereinigt. Aufgrund der operativ notwendigen Mindestkasse ergab sich hierbei eine Bereinigung i.H.v. -11,5 Mio. € auf Ebene der Zahlungsmittel und

Zahlungsmitteläquivalente. Die überschüssige Liquidität wurde wiederum als Sonderwert innerhalb der Bewertung berücksichtigt.

Beschreibung der bereinigten Aktiva

118. Den Hauptbestandteil der Aktiva stellen die immateriellen Vermögenswerte dar, die 2022 mit 73,9 Mio. € (57% der Bilanzsumme), 2023 mit 66,1 Mio. € (50% der Bilanzsumme) und 2024 mit 58,8 Mio. € (57% der Bilanzsumme) den größten Anteil einnahmen. Diese umfassen primär Markenrechte, erworbene Arzneimittelzulassungen oder Lohnherstellerqualifizierungen. Das durch die GSK-Transaktion im Jahr 2021 erworbene Produktportfolio, nimmt den mit Abstand größten Anteil der immateriellen Vermögenswerte ein. Der Rückgang der immateriellen Vermögenswerte ist auf planmäßige Abschreibungen zurückzuführen, welche generell über 2-10 Jahre auf linearer Basis vorgenommen werden. Der Großteil der Abschreibungen entfiel auch hier auf die von GSK erworbenen Markenrechte und Zulassungen, welche im Durchschnitt zwischen 2022 und 2024 rd. 96,3% der immateriellen Vermögenswerte einnahmen. Sofern von Regulierungsbehörden noch keine Genehmigung für beantragte Arzneimittelzulassungen erteilt wurde, werden die Kosten für die Zulassung sowie die Kosten für die vorangegangene Entwicklung von der PharmaSGP aktiviert und als „Entwicklungs- und Zulassungsverfahren“ ausgewiesen. Sobald die Genehmigung von der jeweiligen Regulierungsbehörde erteilt wird, erfolgt eine Umgliederung in die Position „Selbst entwickelte Zulassungen“ sowie die planmäßige Abschreibung. Die konzernweite Aktivierungsquote schwankte dabei zwischen 2022 und 2024 leicht und betrug im Durchschnitt rd. 86,7%. Insgesamt hatten selbst entwickelten Zulassungen und Entwicklungs- und Zulassungsverfahren nur einen Anteil von rd. 2,0% an den gesamten immateriellen Vermögenswerten im Jahr 2024, während 98,0% auf erworbene Zulassungen, Qualifizierungen, Markennamen und andere immaterielle Vermögenswerte entfielen. Die gesamten Investitionen in immaterielle Vermögenswerte beliefen sich auf 0,7 Mio. € im Jahr 2022, 0,8 Mio. € im Jahr 2023 und 1,4 Mio. € im Jahr 2024. Die Investitionsquote (gesamt) entwickelte sich hierbei ausgehend von 0,9% im Jahr 2022 und 2023 auf 1,2% im Jahr 2024.
119. Sachanlagen nahmen aufgrund des Asset-light Geschäftsmodells nur einen geringen Anteil der Aktiva ein und blieben stabil bei 0,4 Mio. € (2022), 0,3 Mio. € (2023) und 0,3 Mio. € (2024), mit durchschnittlichen Abschreibungsdauern über 3–13 Jahre. Die Sachanlagen bestehen im Wesentlichen aus IT-Equipment und Büroeinrichtung. 2024 entfielen rd. 50,8% der Sachanlagen auf Büroeinrichtung, während der Rest aus IT-Equipment bestand. Die Investitionen (ohne Leasing) beliefen sich auf jeweils etwa 0,1 Mio. € in allen drei historischen Jahren. Die Investitionen betrafen hauptsächlich IT-Equipment sowie Büroeinrichtung. Die Investitionsquote (Sachanlagen) betrug in allen drei Jahren 0,1%.
120. Die Nutzungsrechte umfassen im Wesentlichen Firmenwagen sowie Bürogebäude und sind ausgehend von 1,2 Mio. € im Jahr 2022 auf 2023 mit 0,9 Mio. € gesunken. Diese Nutzungsrechte werden gemäß IFRS 16 bilanziell erfasst. Der Rückgang der Nutzungsrechte ergibt sich aus planmäßigen Abschreibungen über die Vertragslaufzeit. Im Jahr 2024 blieb der Wert konstant bei 0,9 Mio. €. Dabei beliefen sich die nach IFRS 16 ausgewiesenen Zuführungen

zu den aktivierten Nutzungsrechten auf 1,4 Mio. € im Jahr 2022, 0,1 Mio. € im Jahr 2023 und 0,5 Mio. € im Jahr 2024.

121. Die sonstigen langfristigen Vermögenswerte entwickelten sich rückläufig von 2,1 Mio. € im Jahr 2022 auf 0,5 Mio. € im Jahr 2024 und entsprechen dem beizulegenden Zeitwert von Zinssicherungsgeschäften. Der Rückgang des Postens ergab sich aus Anpassungen im beizulegenden Zeitwert der Zinsderivate aufgrund von Änderungen des Zinsniveaus sowie aufgrund der schrittweisen Tilgung der durch die Zinsswaps abgesicherten Finanzverbindlichkeiten. Die Zinssicherungsgeschäfte wurden ursprünglich zur Absicherung der im Jahr 2022 abgeschlossenen Konsortialfinanzierung getätigt.
122. Die gleichmäßige Reduktion der langfristigen Vermögenswerte um rund 17,0 Mio. € im Zeitraum von 2022 bis 2024 resultierte im Wesentlichen aus planmäßigen Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte sowie in einem geringen Umfang durch Änderung des beizulegenden Zeitwerts von Zinsderivaten.
123. Die Vorräte stiegen im Geschäftsjahr 2023 von 7,0 Mio. € (2022) auf 10,1 Mio. € und blieben weitgehend konstant bei 10,4 Mio. € im Jahr 2024. Der Posten umfasst Rohstoffe, Verbrauchsgüter und fertige Erzeugnisse. Der Aufbau im Jahr 2023 resultierte im Wesentlichen aus einer Erhöhung der Umsatzerlöse, insbesondere vor dem Hintergrund des operativen Wachstums und der internationalen Expansion. Die von Lohnherstellern produzierten Produkte gehen üblicherweise als fertige Erzeugnisse in den Besitz der PharmaSGP über. Insofern bestand im Durchschnitt über die letzten drei historischen Jahre 93,7% der Vorräte aus fertigen Erzeugnissen während rd. 6,3% auf Rohstoffe und Verbrauchsmaterialien entfielen. Im Zuge des Unternehmenswachstums und der Aufstockung der Vorräte erhöhte sich die durchschnittliche Lagerdauer von 283 Tagen im Jahr 2022 auf 351 Tage im Jahr 2024.
124. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstige Forderungen erhöhten sich im Zeitraum von 2022 bis 2024 von 7,8 Mio. € auf 13,5 Mio. €. Der Anstieg resultierte im Wesentlichen aus dem deutlichen Umsatzwachstum im Jahr 2023 sowie 2024, insbesondere in Italien. Dort sind marktübliche Zahlungsziele länger als in Deutschland oder Österreich, was zu einem höheren Forderungsvolumen gegenüber Kunden führte. Der Posten umfasst überwiegend handelsübliche Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie sonstige Forderungen. Die Forderungen waren größtenteils nicht überfällig, und es bestanden keine nennenswerten Ausfallrisiken.
125. Die sonstigen Vermögenswerte beliefen sich in den Jahren 2022 und 2023 jeweils auf 2,5 Mio. € und stiegen im Geschäftsjahr 2024 auf 3,2 Mio. €. Sie setzen sich im Wesentlichen aus vorausbezahlten Leistungen sowie aus einem Anspruch auf Freistellungen im Zusammenhang mit einem laufenden Rechtsstreit zusammen. Letzterer ergibt sich aus einem erstinstanzlichen Urteil gegen die PharmaSGP GmbH, deren finanzielle Belastung durch eine Garantieverpflichtung vollständig kompensiert wird. Dieser Anspruch wurde in der Bilanz als sonstiger Vermögenswert erfasst und ist maßgeblich für den Anstieg im Jahr 2024 verantwortlich.

126. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte beliefen sich im Geschäftsjahr 2022 auf 1,2 Mio. € und wurden in den Jahren 2023 und 2024 nicht mehr ausgewiesen (0,0 Mio. €). Dabei handelt es sich um den kurzfristigen Anteil des beizulegenden Zeitwerts von Zinssicherungsgeschäften. Seit dem Geschäftsjahr 2023 werden diese Positionen grundsätzlich innerhalb der sonstigen langfristigen finanziellen Vermögenswerte ausgewiesen.
127. Die laufenden Ertragsteuerforderungen beliefen sich im Jahr 2022 auf 0,3 Mio. €, wurden im Jahr 2023 leicht reduziert auf 0,2 Mio. € und im Jahr 2024 vollständig abgebaut (0,0 Mio. €). Der Rückgang ist auf die Begleichung offener Steuererstattungsansprüche aus dem Vorjahr zurückzuführen.
128. Die Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente haben sich ausgehend von 32,6 Mio. € im Jahr 2022 aufgrund der positiven Ertragslage und den daraus resultierenden Zahlungsmittelzuflüssen aus der operativen Tätigkeit auf 40,8 Mio. € im Folgejahr erhöht. Wesentliche Gründe für den Rückgang des Postens im Jahr 2024 auf 15,0 Mio. € (bereinigt um überschüssige Liquidität i.H.v. 11,5 Mio. €) waren die Dividendenausschüttung von 16,3 Mio. € in Höhe des vollständigen Vorjahresperiodenergebnisses und der Aktienrückkauf i.H.v. 10,4 Mio. €.
129. Das Umlaufvermögen stieg in Summe von 51,5 Mio. € im Jahr 2022 auf 62,8 Mio. € im Folgejahr, getrieben durch den Anstieg der Vorräte, der Forderungen aus Lieferungen und Leistung sowie durch den Anstieg der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente. Anschließend reduzierten sie sich auf 42,2 Mio. € im Jahr 2024, bedingt durch den erneuten Rückgang der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente.
130. Die Aktiva blieben zwischen 2022 und 2023 nahezu konstant und stiegen nur minimal von 129,1 Mio. € auf 131,3 Mio. €. Der Anstieg der kurzfristigen Vermögenswerte wurde hier durch den Rückgang der immateriellen Vermögenswerte nahezu vollständig kompensiert. Der Rückgang der Gesamtkтива auf 102,8 Mio. € im Jahr 2024 ergibt sich hingegen durch den weiteren Rückgang der immateriellen Vermögenswerte in Kombination mit dem Rückgang der Zahlungsmittel.

Passiva

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			CAGR
	2022	2023	2024	2022-2024
Eigenkapital	31,1	39,8	20,5	-18,9%
Finanzverbindlichkeiten	80,7	73,1	65,4	-10,0%
Leasingverbindlichkeiten	1,2	0,9	1,0	-11,2%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	-10,0%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,8	9,9	4,4	-29,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9	2,0	3,4	8,6%
Laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten	0,0	1,4	3,8	n/m
Passive latente Steuern	1,2	0,8	0,8	-17,3%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	12,9	14,1	12,5	-1,5%
Rückstellungen	3,2	3,4	3,5	4,4%
Summe Passiva	129,1	131,3	102,8	-10,8%

Quelle: Geschäftsberichte 2022-2024, Unternehmensinformationen

Bereinigungen der Passiva

in Mio. € / in %

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen	Historisch (bereinigt)		
	2022	2023	2024	2024	2022	2023	2024
Eigenkapital	31,1	39,8	32,0	-11,5	31,1	39,8	20,5
Finanzverbindlichkeiten	80,7	73,1	65,4	-	80,7	73,1	65,4
Leasingverbindlichkeiten	1,2	0,9	1,0	-	1,2	0,9	1,0
Verzinsliche Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	-	81,9	74,0	66,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,8	9,9	4,4	-	8,8	9,9	4,4
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9	2,0	3,4	-	2,9	2,0	3,4
Laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten	0,0	1,4	3,8	-	0,0	1,4	3,8
Passive latente Steuern	1,2	0,8	0,8	-	1,2	0,8	0,8
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	12,9	14,1	12,5	-	12,9	14,1	12,5
Rückstellungen	3,2	3,4	3,5	-	3,2	3,4	3,5
Summe Passiva	129,1	131,3	114,3	-11,5	129,1	131,3	102,8

Quelle: Geschäftsberichte 2022-2024, Unternehmensinformationen

131. Wie bereits im Rahmen der Aktiva beschrieben, wurde die Aufsatzbilanz des Jahres 2024 in Bezug auf überschüssige Liquidität bereinigt. In Bezug auf die Passiva ergab sich hierbei eine äquivalente Bereinigung i.H.v. 11,5 Mio. € auf Ebene des Eigenkapitals.

Beschreibung der bereinigten Passiva

Eigenkapital

132. Das Eigenkapital lag 2022 bei 31,1 Mio. € (Eigenkapitalquote: 24,1%), stieg 2023 auf 39,8 Mio. € (30,3%) und sank 2024 erneut auf 20,5 Mio. € (28,0% - unbereinigt). Der Anstieg 2023 resultiert im Wesentlichen aus dem Periodenergebnis des Vorjahres, welches die Dividendenzahlung von 5,9 Mio. €, überstieg. 2024 wurde das Eigenkapital durch eine weitere Dividendenzahlung von 16,3 Mio. € i.H.v. des vollständigen Periodenergebnisses des Vorjahres sowie durch ein Aktienrückkaufprogramm i.H.v. 10,4 Mio. € (bis zu 477.701 Aktien, rd. 4,0% des Grundkapitals) beeinflusst. Diese Maßnahmen spiegeln eine Ausschüttungspolitik wider, die auf solide Cashflows (bereinigtes EBITDA: 2022: 28,2 Mio. €; 2023: 34,1 Mio. €; 2024: 37,2 Mio. €) und auf die stabile Ertragslage zurückzuführen ist. Insgesamt ergab sich für das Jahr 2022 eine

Ausschüttungsquote der PharmaSGP SE von 49,1%, für 2023 von 99,5% und für 2024 von 2,9%. Die stabile, aber moderate Eigenkapitalquote zeigt, dass PharmaSGP Wachstum teilweise durch Fremdkapital finanziert. Zudem ergaben sich Veränderungen i.H.v. 0,7 Mio. € im Jahr 2024 aufgrund der Verringerung der Rücklagen für Cashflow-Hedges.

133. Die Gesamtverbindlichkeiten lagen 2022 bei 94,8 Mio. € (73,4% der Bilanzsumme), sanken 2023 auf 88,1 Mio. € (67,1%) und 2024 auf 78,8 Mio. € (69,0%), was primär auf Tilgungen verzinslicher Darlehen zurückzuführen ist.

Verzinsliche Verbindlichkeiten

134. Die verzinslichen Verbindlichkeiten umfassen die Finanzverbindlichkeiten sowie die Leasingverbindlichkeiten. Der Posten Finanzverbindlichkeiten besteht wiederum aus den kurz- und langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten während die Leasingverbindlichkeiten die kurz- und langfristigen Leasingverbindlichkeiten beinhaltet. Den größten Posten innerhalb der verzinslichen Verbindlichkeiten stellen die Finanzverbindlichkeiten dar, in Form einer im Jahr 2022 abgeschlossenen Konsortialfinanzierung mit einer Laufzeit von fünf Jahren bis 2027 und einer ursprünglich verfügbaren Kreditfazilität von 135,0 Mio. €, welche sich aus einer Laufzeitfazilität i.H.v. 85,0 Mio. € sowie einer revolvingenden Kreditfazilität i.H.v. 50,0 Mio. € zusammensetzt. Im Rahmen einer im Juli 2025 abgeschlossenen Änderungsvereinbarung wurde die Gesamtfazilität auf 199,0 Mio. € erhöht. Die Verzinsung erfolgt auf Basis einer Marge zwischen 1,15% und 2,75%, abhängig von der Inanspruchnahme sowie des aktuellen Verschuldungsgrades der PharmaSGP, zuzüglich des EURIBOR für die relevante Zinsperiode. Der Vertrag umfasst eine halbjährliche Tilgung und wurde durch Zinsswaps abgesichert (Nominalvolumen: 82,0 Mio. € 2022; 74,0 Mio. € 2023; 66 Mio. € 2024; Laufzeit bis Juli 2027). Vor Abschluss der Konsortialfinanzierung bestand für die PharmaSGP eine Bankenfinanzierung i.H.v. 85,0 Mio. €, welche 2022 vollständig getilgt wurde. Anschließend wurde als Anschlussfinanzierung im Jahr 2022 die Konsortialfinanzierung ebenfalls i.H.v. 85,0 Mio. € abgeschlossen. Für die anschließende Tilgung des Konsortialkredits fielen inklusive sonstiger Finanzierungskosten bereits jeweils 8,1 Mio. € in den Jahren 2023 und 2024 an. Die stetige Reduktion des Swap-Volumens berücksichtigt die Rückzahlungen des Bankdarlehens, während die Absicherung Zinsrisiken minimiert, was die konservative Finanzierungsstrategie unterstreicht. Insgesamt betrugen die Finanzverbindlichkeiten im Jahr 2022 80,7 Mio. € und entwickelten sich durch die konstante Tilgung des Bankdarlehens auf 65,4 Mio. € im Jahr 2024 zurück.
135. Die Leasingverbindlichkeiten, primär für Büroflächen und Firmenwagen, repräsentieren nur rd. 1,4% der verzinslichen Verbindlichkeiten und entwickelten sich von ursprünglich 1,2 Mio. € im Jahr 2022 auf 1,0 Mio. € im Jahr 2024. Grund für den Rückgang war der planmäßige Abbau aufgrund von verringerten Vertragslaufzeiten.
136. In der Gesamtbetrachtung kam es durch die Expansion der operativen Geschäftstätigkeit (z. B. den Vertriebsausbau in Österreich und Italien) zu einer sinkenden Gesamtverschuldung bei steigendem Umsatz. Das Verhältnis von verzinslichen Verbindlichkeiten zu Eigenkapital entwickelte sich von 2,6x im Jahr 2022 auf 2,1x (unbereinigt) im Jahr 2024 zurück während auch

das Verhältnis von verzinslichen Verbindlichkeiten zu bereinigtem EBITDA von 3,0x auf 1,9x im Zeitraum 2022 bis 2024 zurückging. Das Verhältnis von den Nettofinanzverbindlichkeiten (verzinsliche Verbindlichkeiten abzüglich Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente) reduzierte sich im selben Zeitraum von 1,7x auf 1,1x.

Unverzinsliche Verbindlichkeiten

137. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten (Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung, sonstige Verbindlichkeiten, laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten sowie passive latente Steuern) lagen 2022 bei 12,9 Mio. €, 2023 bei 14,1 Mio. € und 2024 bei 12,5 Mio. €.
138. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung entwickelten sich zunächst leicht positiv von 8,8 Mio. € im Jahr 2022 auf 9,9 Mio. € im Folgejahr. Anschließend kam es zu einem Rückgang auf 4,4 Mio. € im Jahr 2024, welcher aus einem verminderten Jahresendvolumen und Lieferantenverbindlichkeiten resultiert, ausgelöst durch schnellere Zahlungen der PharmaSGP an Lieferanten und Dienstleister. Hierdurch verringerten sich die Kreditorenlaufzeit von 355 Tagen im Jahr 2022 auf nur rd. 149 Tage im Jahr 2024.
139. Die sonstigen Verbindlichkeiten blieben weitestgehend konstant, zwischen 2022 und 2024 kam es lediglich zu einem kleinen Anstieg von 2,9 Mio. € auf 3,4 Mio. €, wobei es zunächst im Jahr 2023 zu einem leichten Rückgang auf 2,0 Mio. € kam. Die sonstigen Verbindlichkeiten enthalten Umsatzsteuerverbindlichkeiten, Sozialversicherungsbeiträge, abgegrenzte, ausstehende Rechnungen, Rückerstattungsverbindlichkeiten gegenüber Großhändlern, Apotheken sowie Onlineshops, Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern sowie Zinsderivate. Der Rückgang im Jahr 2023 ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass eine im Vorjahr gebildete Verbindlichkeit für die Vergütung im Zusammenhang mit der Verlängerung der Vorstandstätigkeit nach Auszahlung im Folgejahr aufgelöst wurde. Zwischen 2023 und 2024 kam es anschließend zu einem Anstieg der erwarteten Rückerstattungsverbindlichkeiten aus Kundenverträgen, welcher aus der Erstbevorratung von neuen Vertriebspartnern resultierte.
140. Im Jahr 2022 bestanden während der Periode lediglich Ertragsteuerforderungen, jedoch keine entsprechenden Ertragsteuerverbindlichkeiten. Im Zuge des Unternehmenswachstums und des Umsatzanstiegs kam es im Jahr 2023 zu einem im Vergleich zum Vorjahr erhöhten Steueraufwand, so dass sich Ertragsteuerverbindlichkeiten i.H.v. 1,4 Mio. € ergaben, welche sich im Jahr 2024 auf 3,8 Mio. € erhöhten. Die passiven latenten Steuern stellten ebenfalls nur einen geringen Teil der Gesamtverbindlichkeiten dar und entwickelten sich leicht rückläufig von 1,2 Mio. € im Jahr 2022 auf 0,8 Mio. € im Folgejahr. Anschließend blieben sie im Jahr 2024 konstant.
141. Die Rückstellungen erhöhten sich von 3,2 Mio. € im Jahr 2022 auf 3,5 Mio. € im Jahr 2024. Diese bestehen zu großen Teilen aus Gewährleistungsrückstellungen im Fall von Rückruf oder Rücknahme potenziell betroffener Ware im Zuge von Produkthaftungsansprüchen. Zudem enthält der Posten Aufwendungen für die Hauptversammlung sowie die variable Vorstandsvergütung. Seit Dezember 2021 ist als wesentlicher Bestandteil weiterhin eine Rückstellung im Zuge eines Rechtsstreits zwischen der PharmaSGP SE und einem

Werbekooperationspartner enthalten. Die PharmaSGP SE als Beklagte befindet sich dabei aktuell im Berufungsprozess gegen das erstinstanzliche Urteil. Mit einer Rückstellung in Höhe des Erfüllungsbetrags der Rechtsstreitigkeit i.H.v. 2,8 Mio. € nimmt der Posten rd. 80% der gesamten Rückstellungen im Jahr 2024 ein.

142. Die Entwicklung der Passiva ist durch die oben beschriebenen Sachverhalte geprägt. Der Anstieg der Passiva von 129,1 Mio. € im Jahr 2022 auf 131,3 Mio. € im Folgejahr ergibt sich primär durch die Einstellung des Vorjahresperiodenergebnisses und den damit verbundenen Anstieg des Eigenkapitals, welcher jedoch durch die Tilgung der Finanzverbindlichkeiten weitgehend kompensiert wird, so dass es in Summe nur zu einer leichten Erhöhung der Passiva kommt. Im Folgejahr reduzieren sich sowohl Eigenkapital, getrieben durch die Ausschüttung des Vorjahresperiodenergebnisses sowie das Aktienrückkaufprogramm, als auch die Finanzverbindlichkeiten. Insofern kam es zu einem Rückgang der Passiva von 131,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 102,8 Mio. € im Jahr 2024.

2.3.6. SWOT-Analyse

143. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung der PharmaSGP aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der PharmaSGP einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für die PharmaSGP.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse (interne Perspektive)	
Stärken	Schwächen
• Solide finanzielle Performance und hohe Cash-Generierung: PharmaSGP erzielt eine hohe Profitabilität und weist vor diesem Hintergrund eine Cashflow-Stärke aus. • Asset-light, skalierbare Geschäftsplattform: Das skalierbare Asset-light Geschäftsmodell erlaubt schnelle Markteintritte und ermöglicht hohe operative Flexibilität. • Marktführendes Portfolio im OTC-Markt: Die Hauptmarken wie RubaXX® und Restaxil® sind in ihren Indikationsgebieten führend in Deutschland und zunehmend auch im europäischen Ausland. • Datengetriebene Direktmarketing-Strategie (D2C): PharmaSGP erreicht monatlich über 170 Mio. Konsumentenkontakte mittels digitaler Direktmarketing-Strategie. • Diversifizierte und resiliente Lieferkette: PharmaSGP verfügt über ein europaweites Netzwerk aus	• Hohe Abhängigkeit von wenigen Kernmarken: Der Großteil des Umsatzes konzentriert sich auf ein enges Markenportfolio, wodurch einzelne Produktausfälle das Geschäft beeinflussen könnten. • Geografische Fokussierung auf Deutschland: Trotz begonnener Internationalisierung entfällt weiterhin der Großteil des Umsatzes auf den deutschen Markt. Dies birgt ein Klumpenrisiko im Falle regulatorischer Änderungen oder marktbedingter Einbrüche im Inland. • Margensensitivität gegenüber Werbeausgaben: Das Geschäftsmodell basiert auf kontinuierlichem Marketing; ein Rückgang könnte Wachstum und Markenbekanntheit gefährden. • Produktkonzentration auf OTC-Mittel im Schmerzbereich (>50% Umsatzanteil): Bisherige Expansion in andere Indikationsgebiete ist begrenzt, was zu erhöhter Abhängigkeit von einer Kernkategorie führt.

Herstellern und Logistikpartnern, was die Abhängigkeit minimiert und für Stabilität auch in volatilen Zeiten sorgt.	
---	--

Markt- und Wettbewerbsanalyse (externe Perspektive)	
Gelegenheiten	Gefahren
• Strukturelle Marktchancen im OTC-Bereich: Der europäische Selbstmedikationsmarkt wächst kontinuierlich, getragen von einem demografischen Wandel und wachsendem Gesundheitsbewusstsein. • Zunehmende Nachfrage nach natürlichen Heilmitteln: Der Trend zu chemiefreien Alternativen begünstigt das Produktportfolio von PharmaSGP. • Geografische Expansion: Besonders Osteuropa und südeuropäische Märkte sind unterentwickelt und bieten Wachstumspotenzial. • Portfolioausbau & Indikationserweiterung: Neue Produkte und Indikationserweiterungen, etwa in den Bereichen Schlaf, Stress oder Sexualgesundheit, bieten Potenzial zur breiteren Umsatzdiversifizierung. • Digitale Skalierung & E-Commerce: Durch verstärkten digitalen Vertrieb kann PharmaSGP zusätzliche Märkte erschließen. • Gezielte Ergänzungsakquisitionen (Add-on M&A): Weitere Markenübernahmen nach der GSK-Transaktion könnten das Portfolio gezielt ergänzen.	• Wettbewerbsintensität im OTC-Markt: Der Markt ist durch internationale Player wie Perrigo oder Stada stark umkämpft. Dies erhöht den Preisdruck und erschwert eine nachhaltige Werbewirksamkeit. • Regulatorische Risiken & gesundheitspolitische Eingriffe: Änderungen im Arzneimittelrecht oder Werbebeschränkungen können sich negativ auf Vertrieb und Marketing auswirken. • Lieferketten- und Logistikrisiken: Globale Engpässe, Produktionsausfälle oder Störungen bei Logistikpartnern können die Versorgungssicherheit gefährden und zu erhöhten Kosten führen. • Qualitätsrisiken und potenzielle Rückrufe: Mangelhafte Chargen, Produktionsfehler oder Skandale könnten Vertrauen in die Marken nachhaltig schädigen. • E-Commerce: Trotz zusätzlicher Reichweite und Umsatzpotenziale ist dieser Vertriebskanal oft mit hohen Kosten verbunden (z. B. Logistik, Plattformgebühren, Retourenmanagement) und führt nicht zwangsläufig zu einer Reduktion der Marketingausgaben.

Ableitung des Chancen-/Risikoprofils (Kombination der internen und externen Perspektive)	
Chancen	Risiken
• Hohe Skalierbarkeit bei solider Profitabilität: PharmaSGP operiert mit einem Asset-light Geschäftsmodell und erzielt eine gute Profitabilität. Dies schafft eine solide Grundlage für organisches Wachstum und internationale Expansion bei gleichzeitiger Cashflow-Stärke. • Starkes OTC-Markenportfolio mit Marktführerschaft: Die Kernmarken wie <i>RubaXX®</i> und <i>Restaxil®</i> sind in ihren Indikationen führend. Neue Marken und Indikationserweiterungen (z. B. Schlaf, Schwindel) können die Marktposition weiter stärken. • Datengetriebenes D2C-Marketing mit hoher Reichweite: Die datenbasierte Ansprache von monatlich über 170 Mio. Konsumentenkontakten ermöglicht eine effiziente Kundengewinnung und Markenbindung ohne klassischen Außendienst. • Wachstumspotenzial durch Demografie, Selbstmedikation und Internationalisierung: Strukturelle Trends wie der demografische Wandel, wachsendes Gesundheitsbewusstsein und die zunehmende Akzeptanz natürlicher Präparate fördern die Nachfrage. Besonders osteuropäische Märkte gelten als unterpenetriert. • Produktinnovationen und neue Darreichungsformen: Die Entwicklung neuer Rezepturen und Verabreichungsformen, z.B. mit schnellerer Wirkung, besserer Verträglichkeit oder natürlichen Inhaltsstoffen, bietet PharmaSGP die Möglichkeit zur klaren Differenzierung im OTC-Markt. Dadurch können bestehende Marken gestärkt, neue Kundengruppen erschlossen und höhere Preissetzungsspielräume realisiert werden.	• Hohe Umsatzkonzentration auf wenige Marken und Produkte: Der Großteil des Umsatzes entfällt auf eine Handvoll etablierter Marken. Ausfälle oder Imageverluste einzelner Produkte können sich unmittelbar auf die Geschäftsentwicklung auswirken. • Abhängigkeit vom Heimatmarkt Deutschland: Trotz wachsender Internationalisierung bleibt Deutschland der Hauptumsatzträger. Regulatorische Änderungen, z. B. bei Zulassung oder Werbung, bergen somit erhebliche Klumpenrisiken. • Margensensitivität bei steigendem Marketingaufwand und höheren Kosten durch E-Commerce: Das Geschäftsmodell ist auf kontinuierliche, wachstumsorientierte Werbeausgaben angewiesen. In angespannten Kapital- oder Konsummärkten könnte dies zu sinkender Profitabilität führen. Höhere Kosten für den E-Commerce-Kanal könnten die Margen zusätzlich belasten. • Intensiver Wettbewerb und regulatorische Gegenwinde: Der europäische OTC-Markt ist durch internationale Wettbewerber stark umkämpft. Zudem könnten politische Maßnahmen (z. B. Werbebeschränkungen, Zulassungsanforderungen) das Wachstum bremsen oder zusätzliche Kosten verursachen. • IT- und Datensicherheitsrisiken: Störungen, Datenverlust oder Cyberangriffe könnten operative Prozesse beeinträchtigen und das Vertrauen in die Marke schädigen. • Rechtliche Risiken: Gesetzesänderungen oder Verstöße gegen regulatorische Vorgaben könnten Bußgelder, Reputationsverluste oder operative Einschränkungen verursachen.

144. Das Chancen-Risiko-Profil der PharmaSGP dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen.

2.4. Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen)

145. Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen des Bewertungsobjekts werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (sog. „Peer Group“) herangezogen. Die Peer Group ist essentieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Planungsrechnung (sog. Benchmarking-Analyse), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.

2.4.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group-Unternehmen

146. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Unternehmen in der Peer Group berücksichtigt.⁴²
147. Für die Auswahl der Peer Group wurden börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgangspunkt ist eine breite Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen der Pharmabranche mit Schwerpunkt auf OTC-Produkten und Gesundheitsprodukten zuzuordnen sind. Auf Basis qualitativer Faktoren wurden daraus eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines sog. Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit dem Bewertungsobjekt verglichen.
148. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen, bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher.⁴³ Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen,

⁴² Vgl. DVFA, Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“, Dezember 2012, insb. D.2, D.3, I.2 sowie H.1

⁴³ Vgl. Marco Muschallik / Maximilian Rowoldt, Peer Group-Verwendung in der Bewertungspraxis (Teil I) – Eine Analyse auf Basis öffentlicher Bewertungsgutachten, in: Corporate Finance, Nr. 10, 04.10.2016, S. 363 ff.

wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.

149. Das Geschäftsmodell von PharmaSGP zeichnet sich durch einen Fokus auf den Vertrieb und die Vermarktung evidenzbasierter, OTC-Arzneimittel aus. Ausgehend davon wurde auf Basis qualitativer und quantitativer Kriterien eine Longlist potenzieller Vergleichsunternehmen erstellt. Im ersten Schritt wurden börsennotierte Unternehmen identifiziert, die in ihrer Geschäftsbeschreibung Begriffe wie „OTC“, „Over-the-counter“ oder „non-prescription drugs“ führen, um sicherzustellen, dass ein Bezug zum nicht verschreibungspflichtigen Arzneimittelmarkt besteht. Zusätzlich wurde sichergestellt, dass der Unternehmenssitz in Europa, den Vereinigten Staaten oder Kanada liegt, da diese Märkte hinsichtlich Regulierung, Marktzugang und Wettbewerbsumfeld vergleichbar sind. Das Screening führte zu einer Longlist von 51 Unternehmen. Zur weiteren Eingrenzung wurden nur Unternehmen berücksichtigt, die ein Asset-light Geschäftsmodell verfolgen. Als Ausschlusskriterium wurde eine F&E-Quote von über 10% angesetzt, da ein hoher Forschungsanteil typischerweise mit einem kapitalintensiven, forschungsgetriebenen Geschäftsmodell einhergeht. Darüber hinaus wurden Unternehmen ausgeschlossen deren Produktportfolio überwiegend aus kosmetischen, Wellness- oder nahrungsergänzungsmittelbasierten Produkten besteht, da diese Segmente andere Marktmechanismen und Margestrukturen aufweisen, oder deren Tätigkeitsschwerpunkt im Bereich Medizintechnik, Diagnostik oder Labordienstleistungen liegt, da diese Branchen in Geschäftsmodell, Kundenstruktur und regulatorischem Rahmen erheblich von PharmaSGP abweichen.
150. Im Anschluss erfolgte eine Analyse der Liquidität und Datenverfügbarkeit der verbleibenden Unternehmen. Ausgeschlossen wurden Unternehmen mit zu geringer Marktkapitalisierung, unzureichender Liquidität der Aktien (Bid-Ask-Spread von über 2%) oder fehlender Analysten-Coverage. Weitere Ausschlusskriterien waren eine unzureichende Profitabilität sowie ein zu geringer Umsatzanteil mit OTC-Produkten. Die verbleibenden Unternehmen wurden anschließend hinsichtlich ihrer geografischen Umsatzverteilung analysiert. Voraussetzung für die Aufnahme in die finale Peer Group war, dass mindestens 60% des Umsatzes in Europa und Amerika erzielt werden.
151. Die verwendeten quantitativen Auswahlkriterien beziehen sich auf die aktuelle Umsatzgröße, das erwartete Umsatzwachstum, die operative Ergebnismarge (EBITDA-Marge), sowie die Effizienz in der Nutzung des eingesetzten Kapitals (Kapitalumschlag). Diese Kennzahlen sind fundamental begründet und tragen nachweislich zur Erhöhung der Aussagekraft rein qualitativer Selektionsansätze bei.
152. Alle oben aufgeführten Kriterien, sowohl qualitativ als auch quantitativ, fließen gleichwertig in die Scoring-Analyse ein, so dass 12 Unternehmen identifiziert wurden, die eine ausreichende

Vergleichbarkeit zur PharmaSGP aufweisen. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgender Peer Group:

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Umsatz 2024 Mio. €	Umsatz CAGR 2024-27	EBITDA-Marge 2024	Kapitalumschlag 2024	Allgemeine Vergleichbarkeit
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	Spanien	Mittel	Hoch	341	7,3%	10,4%	1,01x	●
Faes Farma, S.A.	Spanien	Mittel	Mittel	510	7,5%	23,7%	0,63x	●
Boiron SA	Frankreich	Sehr hoch	Hoch	488	n/a	15,8%	0,84x	●
Krka, d. d.	Slowenien	Mittel	Hoch	1.910	5,1%	36,7%	0,68x	●
Dermapharm Holding SE	Deutschland	Hoch	Sehr hoch	1.195	2,1%	21,7%	0,56x	●
Sandoz Group AG	Schweiz	Mittel	Hoch	9.598	6,1%	29,6%	0,53x	●
Hikma Pharmaceuticals PLC	Großbritannien	Mittel	Mittel	2.890	5,8%	30,8%	0,64x	●
Prestige Consumer Healthcare Inc.	USA	Sehr hoch	Mittel	1.060	0,3%	33,4%	0,34x	●
Haleon plc	Großbritannien	Hoch	Mittel	13.268	2,3%	27,4%	0,33x	●
Antibiotice S.A.	Romanien	Mittel	Hoch	138	n/a	n/a	0,57x	●
Perrigo Company plc	Irland	Hoch	Mittel	4.042	0,9%	19,9%	0,43x	●
Lavipharm S.A.	Griechenland	Hoch	Hoch	53	n/a	n/a	0,44x	●
PharmaSGP Holding SE	Deutschland			119	9,15%	29,02%	1,02x	

Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

2.4.2. Peer Group-Übersicht

153. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren jeweilige Geschäftstätigkeit, lässt sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

Dermapharm Holding SE

154. Dermapharm Holding SE („Dermapharm“) mit Sitz in Grünwald bei München wurde im Jahr 1991 gegründet und ist ein europaweit tätiges Pharmaunternehmen mit Fokus auf patentfreie Markenprodukte und integrierte Gesundheitslösungen. Das diversifizierte Produktportfolio umfasst OTC- Arzneimittel, Nahrungsergänzungsmittel, pflanzliche Präparate, medizinische Geräte sowie ausgewählte verschreibungspflichtige Generika. Zu den bekanntesten Marken zählen Dekristol®, Keltican® und bite away®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei über 60%. Dermapharm verfolgt ein Asset-light orientiertes Geschäftsmodell mit einer Forschungs- und Entwicklungsquote von unter 5%. Die Produktionskapazitäten sind mehrheitlich in Deutschland angesiedelt, während die Umsätze nahezu vollständig auf europäische Märkte entfallen. Das Unternehmen beschäftigt rund 3.600 Mitarbeitende.

Faes Farma, S.A.

155. Faes Farma S.A. („Faes Farma“) mit Sitz in Leioa, Spanien, wurde im Jahr 1933 gegründet und ist ein international tätiges Pharmaunternehmen mit einem Fokus auf markenbasierte Gesundheitslösungen und OTC-Arzneimittel. Rund 90% der Umsätze fallen auf das Segment Pharma, während etwa 10% dem Segment Tiermedizin zuzurechnen sind. Das Segment Pharma umfasst ein diversifiziertes Portfolio mit Humanarzneimittel, Nahrungsergänzungsmittel sowie pharmazeutischen Rohstoffen. Zu den bekanntesten OTC-Marken zählen Bilaxten®, Hidroferol® und Actimag®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei rund 30%. Faes Farma verfolgt ein breit aufgestelltes Geschäftsmodell mit einer Forschungs- und Entwicklungsquote von unter 5%. Die Produktionskapazitäten sind mehrheitlich in Spanien angesiedelt, während rund 45% der Umsätze auf den spanischen Markt entfallen. Die verbleibenden 55% des Umsatzes werden

mehrheitlich in Lateinamerika, Afrika und Asien erwirtschaftet. Das Unternehmen beschäftigt rund 1.900 Mitarbeitende.

Laboratorio Reig Jofre, S.A.

156. Laboratorio Reig Jofre S.A. („Reig Jofre“) mit Sitz in Barcelona, Spanien, wurde im Jahr 1929 gegründet und ist ein im Wesentlichen europaweit tätiges Pharmaunternehmen mit Fokus auf markenbasierte Arzneimittel und Gesundheitsprodukte. Das Produktportfolio umfasst pharmazeutische Spezialarzneimittel, Nahrungsergänzungsmittel sowie dermatologische und frauenspezifische OTC-Präparate. Zu den bekanntesten OTC-Marken zählen Forté Pharma®, Milrosine+® und Halazone®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei rund 25%, mit wachsender Tendenz. Reig Jofre betreibt vier eigene Produktionsstätten in Europa. Die Forschungs- und Entwicklungsquote des Unternehmens liegt bei unter 5%. Nahezu 90% der Umsätze entfallen auf europäische Märkte. Das Unternehmen beschäftigt rund 1.300 Mitarbeitende.

Boiron SA

157. Die Boiron S.A. („Boiron“) mit Sitz in Messimy bei Lyon, Frankreich, wurde im Jahr 1932 gegründet und ist ein international tätiges Pharmaunternehmen mit Fokus auf OTC-homöopathische Arzneimittel und ergänzende Gesundheitsprodukte. Das diversifizierte Portfolio umfasst homöopathische Spezialitäten, pflanzliche Präparate, Nahrungsergänzungsmittel, Kosmetika sowie Medizinprodukte wie z.B. Testkits. Zu den bekanntesten Marken zählen Oscillococcinum®, Stodal®, Arnigel® und Camilia®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei 100%. Boiron verfolgt ein spezialisiertes Geschäftsmodell im Bereich der Homöopathie mit einer Forschungs- und Entwicklungsquote von unter 5%. Rund 70% der Umsätze werden in Europa erzielt. Das Unternehmen verfügt über eigene Produktionsstätten und beschäftigt rund 2.300 Mitarbeitende.

Prestige Consumer Healthcare Inc.

158. Prestige Consumer Healthcare Inc. („Prestige“) mit Sitz in New York, USA, wurde im Jahr 1996 gegründet und ist ein international tätiges Pharmaunternehmen mit exklusivem Fokus auf OTC-Arzneimittel und Gesundheitsprodukte. Das breit gefächerte Markenportfolio umfasst Produkte aus den Bereichen Augenpflege, Mund- und Zahnhygiene, Schmerzbehandlung, Magendarm, Frauengesundheit sowie Erkältungs- und Schlafmittel. Zu den bekanntesten Marken zählen Clear Eyes®, Chloraseptic®, DenTek® und Monistat®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei 100%. Prestige verfolgt ein Asset-light Geschäftsmodell mit vollständig ausgelagerter Produktion über Dritthersteller und ausgewählten eigenen Standorten. Die Forschungs- und Entwicklungsquote liegt bei unter 1%. Knapp 80% der Umsätze werden in den USA erzielt. Das Unternehmen beschäftigt rund 600 Mitarbeitende.

Perrigo Company plc

159. Die Perrigo Company plc („Perrigo“) mit Sitz in Dublin, Irland, wurde im Jahr 1887 gegründet und ist ein international tätiges Gesundheitsunternehmen mit Schwerpunkt auf OTC-Arzneimittel. Das diversifizierte Portfolio umfasst unter anderem Produkte aus den Bereichen

Allergiebehandlung, Schmerztherapie, Verdauung und Magen, Hautpflege sowie Frauengesundheit und Raucherentwöhnung. Zu den bekanntesten OTC-Marken zählen Mederma®, Nasonex®, Compeed® und ellaOne®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei rd. 80%. Perrigo verfolgt ein Asset-light Geschäftsmodell mit einer Kombination aus eigener Produktion und ausgelagerten Fertigungsprozessen. Die Forschungs- und Entwicklungsquote beträgt ca. 3%. Rd. 60% der Umsätze werden in Amerika und in Kanada generiert während ca. 36% auf Europa fallen. Das Unternehmen beschäftigt rund 8.400 Mitarbeitende.

Haleon plc

160. Die Haleon plc („Haleon“) mit Sitz in Surrey, England, wurde im Jahr 1715 gegründet und ist ein weltweit führender Anbieter im Bereich Consumer Health mit Schwerpunkt auf OTC-Arzneimittel und Gesundheitsprodukten. Das diversifizierte Produktportfolio umfasst unter anderem Schmerzmittel, Erkältungs- und Allergiepräparate, Nahrungsergänzungsmittel sowie Produkte aus den Bereichen Mund- und Verdauungsgesundheit. Zu den bekanntesten Marken zählen Voltaren®, Panadol®, Otrivine® und Parodontax®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei über 50%. Haleon verfolgt ein hybrides Geschäftsmodell mit eigener Produktion und ausgewähltem Outsourcing und weist eine Forschungs- und Entwicklungsquote von unter 5% auf. Etwa 63% des Umsatzes entfällt auf den US-amerikanischen und den europäischen Markt. Das Unternehmen beschäftigt rund 24.500 Mitarbeitende.

Krka, d.d.

161. Die Krka d.d. („Krka“) mit Sitz in Novo Mesto, Slowenien, wurde im Jahr 1954 gegründet und ist ein europaweit tätiges Pharmaunternehmen mit Fokus auf generische Arzneimittel und ausgewählte OTC-Produkte. Das diversifizierte Portfolio umfasst unter anderem Medikamente zur Behandlung von Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Magen-Darm-Beschwerden, Diabetes, Infektionen sowie Schmerz- und Erkältungssymptomen. Zu den bekanntesten Marken zählen Septolete®, Nalgesin® und Bilobil®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei rund 10%. Krka verfolgt ein integriertes Geschäftsmodell mit zunehmender Auslagerung von Entwicklungs- und Produktionsprozessen und weist eine Forschungs- und Entwicklungsquote von knapp 10% auf. Der überwiegende Teil der Umsätze entfällt mit rd. 80% auf europäische Märkte. Das Unternehmen beschäftigt rund 13.000 Mitarbeitende.

Sandoz Group AG

162. Die Sandoz AG („Sandoz“) mit Sitz in Basel, Schweiz, ist seit dem 4. Oktober 2023 ein eigenständiges, börsennotiertes Unternehmen, nachdem sie im Rahmen eines vollständigen Spin-offs von der Novartis-Gruppe ausgegliedert wurde. Sandoz fokussiert sich exklusiv auf Generika und Biosimilars. Das diversifizierte Produktportfolio deckt zahlreiche Therapiegebiete ab, darunter kardiovaskuläre Erkrankungen, zentrale Nervensystemerkrankungen, Diabetes, Hämatologie und Augenheilkunde. Zu den bekanntesten Marken zählt unter anderem Hexal®. Rund 70% des Umsatzes entfällt auf klassische Generika und 30% der Umsätze entfallen auf Biosimilars. Genaue Umsatz Anteile spezifisch für den OTC-Bereich innerhalb der Generika-Sparte lassen sich dem Geschäftsbericht jedoch nicht eindeutig entnehmen, da im Reporting keine separate Aufschlüsselung dieser Produktkategorie erfolgt. Sandoz verfolgt ein hybrides

Geschäftsmodell mit eigener Produktion und ausgelagerten Fertigungskapazitäten und weist eine Forschungs- und Entwicklungsquote von rund 10% auf. Über die Hälfte der Umsätze werden auf europäischen Märkten erzielt. Das Unternehmen beschäftigt rund 22.000 Mitarbeitende.

Antibiotice S.A.

163. Die Antibiotice S.A. („Antibiotice“) mit Sitz in Iași, Rumänien, wurde im Jahr 1955 gegründet und ist ein international tätiges Pharmaunternehmen mit Schwerpunkt auf generischen Arzneimitteln und ausgewählten OTC-Produkten. Das diversifizierte Portfolio umfasst unter anderem Dermatika, gynäkologische Präparate, Nahrungsergänzungsmittel sowie medizinische Kosmetika. Zu den bekanntesten Marken zählen Rompirin®, Fluxiv® und Equilibra®. Der Umsatzanteil des OTC-Segments liegt bei rund 25%. Antibiotice verfolgt ein integriertes Geschäftsmodell mit eigener Wirkstoffproduktion und kombiniertem Fertigungsansatz. Die Forschungs- und Entwicklungsquote beträgt rund 3 %. Etwa 60% der Umsätze werden in europäischen Märkten erzielt. Das Unternehmen beschäftigt rund 1.300 Mitarbeitende.

Hikma Pharmaceuticals PLC

164. Hikma Pharmaceuticals PLC („Hikma“) mit Sitz in London, England, wurde im Jahr 1978 gegründet und ist ein international tätiges Pharmaunternehmen mit Fokus auf Generika, Markenprodukte und lizenzierte Arzneimittel. Das diversifizierte Portfolio umfasst feste, flüssige, halbsolide und injizierbare Darreichungsformen in verschiedenen Therapiegebieten wie Schmerzbehandlung, Onkologie und Atemwegserkrankungen. Der überwiegende Teil des Umsatzes entfällt mit rd. 60% auf den nordamerikanischen Markt und rd. 7% des Umsatzes fällt auf den europäischen Markt. Hikma verfolgt ein hybrides Geschäftsmodell mit eigener Produktion und umfassendem Outsourcing und weist eine Forschungs- und Entwicklungsquote von rd. 5% auf. Das Unternehmen beschäftigt rund 9.500 Mitarbeitende.

Lavipharm S.A.

165. Lavipharm S.A. („Lavipharm“) mit Sitz in Paiania, Griechenland, wurde im Jahr 1911 gegründet und ist ein europaweit tätiges Pharmaunternehmen mit Fokus auf verschreibungspflichtige Arzneimittel, OTC-Präparaten, sowie Nahrungsergänzungsmittel. Das diversifizierte Portfolio umfasst Produkte in den Bereichen Kardiologie, Onkologie/Urologie, zentrales Nervensystem, chronische Schmerzen und Selbstmedikation. Der überwiegende Teil des Umsatzes entfällt mit rund 35% auf den europäischen Markt und rd. 54% des Umsatzes fällt auf den griechischen Markt. Lavipharm verfolgt ein integriertes Geschäftsmodell mit teilweise eigener Forschung, Entwicklung und Produktion und weist eine Forschungs- und Entwicklungsquote von unter 3% auf. Das Unternehmen beschäftigt rund 300 Mitarbeitende.

3. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

166. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
167. Auftragsgemäß nehmen wir eine Bewertung der PharmaSGP zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Börsenkurses, sowie des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vor. Im Folgenden werden die sich aus diesen Grundsätzen der Unternehmensbewertung ergebenden Vorgehensweisen und die gesetzten Prämissen sowie deren jeweiligen Unterschiede dargestellt.

3.1. Abfindungsermittlung nach § 327a AktG

168. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung muss den wahren Wert der Unternehmensbeteiligung ersetzen.⁴⁴ Die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses ist grundsätzlich für die Ermittlung des Werts einer Beteiligung geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.⁴⁵
169. Der Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Das kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktenge vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat.⁴⁶ Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktenge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder, wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.⁴⁷ Zudem scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs aus, wenn Marktteilnehmer durch eine fehlende Informationsbasis, wie beispielsweise nach einem durchgeführten Delisting und dem entsprechenden Wegfall von Veröffentlichungspflichten, nicht mehr in der Lage sind, sich ausreichend über das Unternehmen zu informieren und dessen Ertragskraft zutreffend zu bewerten.

⁴⁴ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 305f.; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 19.

⁴⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 20.

⁴⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 309; BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. – II ZB 15/00, 116.

⁴⁷ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011, Az. – 1 BvR 2658/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 51; BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22 Rn. 27.

170. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH setzt die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung anhand des Börsenkurses nicht voraus, dass der Kapitalmarkt vollständig informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁴⁸
171. Auftragsgemäß nehmen wir daher zunächst eine Analyse des Börsenkurses der PharmaSGP-Aktien vor. Zusätzlich wird auftragsgemäß eine eigenständige Bewertung der PharmaSGP SE unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vorgenommen. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1, und in den DVFA-Empfehlungen gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.⁴⁹ Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung allein auf den Börsenkurs abgestellt werden.⁵⁰
172. In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung wird die Ermittlung des Unternehmenswerts der PharmaSGP SE zum Zeitpunkt der über den Squeeze Out beschlussfassenden Hauptversammlung vorgenommen. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1. Gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) ist auch für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung durch den gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer eine Fundamentalbewertung vorzunehmen, die sich gemäß den berufsständischen Vorgaben des IDW nach dem IDW S 1 richtet.⁵¹
173. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass erforderlich.

⁴⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. - II ZB 12/21, Rn. 20., BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. - II ZB 5/22, DB 2024, S. 1196 Rn. 26.

⁴⁹ Vgl. DVFA, Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung. Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“, Dezember 2012, insb. A.2–A.3, A.3.1, A.3.3 sowie B und C.

⁵⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 18, S. 2

⁵¹ Vgl. FAUB, FAUB zur Relevanz des Börsenkurses, <https://www.idw.de/idw/themen-branchen/unternehmensbewertung-bwl/boersenkurse.html>, abgerufen am 17. April 2024.

174. Darüber hinaus stellt die Wertermittlung nach den DVFA-Empfehlungen eine mögliche Vorgehensweise dar.

3.2. Relevanz von Preisen und Börsenkursen

175. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (z.B. qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark von dem Wert des Eigenkapitals bzw. dem quotalen Anteil am Wert des Eigenkapitals abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Wertes des Eigenkapitals ungeeignet sein kann.
176. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen.⁵²
177. Gemäß den DVFA-Empfehlungen stellt der Börsenkurs grundsätzlich ein eigenständiges Bewertungsverfahren dar. Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingten Umsatzerlösen, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein können. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Werts des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.
178. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist die Abfindung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln.⁵³ Nach dieser Rechtsprechung bildet der gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs (vor Bekanntgabe der Maßnahme) die Untergrenze der angemessenen Abfindung, sofern nicht aufgrund von Marktmanipulationen, Insiderhandel oder Marktengen der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert der Aktie entspricht. In die Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses nach der Vorgehensweise der BaFin gehen nur solche Geschäfte ein, die mit den fraglichen Aktien in einem organisierten Markt⁵⁴ in Deutschland getätigt wurden. Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, bleiben

⁵² Vgl. IDW S 1, Tz. 13.

⁵³ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BGH, Beschluss vom 12. März 2001 · Az. II ZB 15/00 und BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

⁵⁴ Zur Definition organisierter Märkte vgl. § 2 Abs. 11 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. § 1 Abs. 1, § 2 Abs. 7 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

entsprechend der Vorgehensweise der BaFin bei der Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses grundsätzlich unberücksichtigt.

179. Als Reaktion auf die zunehmende Relevanz der börsenkursbasierten Kompensation bei der Ermittlung der angemessenen Kompensation im Rahmen von Strukturmaßnahmen hat das Institut der Wirtschaftsprüfer am 14. Mai 2025 den „Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17)“ veröffentlicht. Die Anwendung des IDW ES 17 für die Angemessenheitsprüfung im Rahmen von aktienrechtlichen Squeeze Outs ist hierbei explizit gegeben.⁵⁵
180. Es ist darauf hinzuweisen, dass die Inhalte des IDW ES 17 Entwurfs aus juristischer Sicht kontrovers diskutiert werden, insbesondere, weil das IDW Anforderungen an Börsenkurse formuliert, welche sich nicht in der höchstrichterlichen Rechtsprechung widerspiegeln.⁵⁶
181. Als zentrales Ziel des IDW ES 17 soll sichergestellt werden, dass auch im Fall einer börsenkursorientierten Barabfindungsermittlung der volle wirtschaftliche Wert der Minderheitsaktionäre kompensiert wird. Hierfür muss sichergestellt werden, dass der Börsenkurs den wahren Wert der Anteile am Unternehmen widerspiegelt. Voraussetzungen hierfür sind unter anderem ein funktionierender Kapitalmarkt, also ein vorliegender Marktmechanismus mit effektiver Informationsverarbeitung und Informationsbewertung.⁵⁷ Zur Beurteilung dessen im Einzelfall hat das IDW Kriterien vorgeschlagen, die bei der Analyse des Börsenkurses als Maßstab für die Festlegung der angemessenen Kompensation, zu prüfen sind. Bei den sechs vorgeschlagenen Kriterien handelt es sich um Anteilseigner-Struktur, Liquidität, Marktabdeckung, Umfang der Berichterstattung, Stichtagsprinzip und Kursbeeinflussung. Schlussendlich sind diese Kriterien in eine Gesamtbeurteilung zu überführen, die auch eine allgemeine Analyse der Kapitalmarktentwicklung beinhalten kann.⁵⁸
182. Die sechs vorgeschlagenen Kriterien werden anhand eines Ampelsystems beurteilt, wobei bei ausschließlich grünen Ausprägungen der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert als Indikation für den wahren Wert herangezogen werden darf und eine Ermittlung des Ertragswerts nach IDW S 1 somit nicht mehr notwendig wäre.⁵⁹ Bei Vorliegen von mindestens einer gelben Ausprägung ist neben dem Börsenkurs der Ertragswert nach IDW S 1 zwingend zu ermitteln, wobei die Entscheidung, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert den wahren Wert widerspiegelt eigenverantwortlich zu treffen ist.⁶⁰ Bei Vorliegen von mindestens einer roten Ausprägung ist der Börsenkurs als Maßstab für den wahren Wert zu verwerfen und die Kompensationsermittlung hat anhand des Ertragswerts nach IDW S 1 zu erfolgen.⁶¹

⁵⁵ Vgl. IDW ES 17, Tz 12.

⁵⁶ Vgl. DVFA-Arbeitsgruppe Corporate Transaction & Valuation, Stellungnahme zu IDW ES 17

⁵⁷ Vgl. IDW ES 17, Tz 27.

⁵⁸ Vgl. IDW ES 17, Tz 35.

⁵⁹ Vgl. IDW ES 17, Tz 39.

⁶⁰ Vgl. IDW ES 17, Tz 38.

⁶¹ Vgl. IDW ES 17, Tz 37.

3.3. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA

183. Der Wert des Eigenkapitals wird durch das zweckgerichtete Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
184. Der Wert des Eigenkapitals ist anlass- und zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).⁶²
185. Generell wird in der Unternehmensbewertung zwischen Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren unterschieden. Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen Unternehmensbewertungsmethoden auf Basis von Kapitalwertkalkülen, wie z.B. die verschiedenen Varianten der Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) und die Ertragswert-Methode sowie die Multiplikator-Methode. Zu den Einzelbewertungsverfahren zählen bspw. der Liquidationswert und der Substanzwert.⁶³
186. 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 Alternativanlage repräsentieren. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.⁶⁴ Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswert-Methode und die Varianten der DCF-Methode verwendet. 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.⁶⁵
187. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus.

⁶² Vgl. IDW S 1 Rz. 22, 32

⁶³ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

⁶⁴ Vgl. IDW S 1 Rz. 25.

⁶⁵ Vgl. IDW S 1 Rz. 101.

Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).

188. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich daher direkt durch Netto-Kapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswert-Methode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der DCF-Methode (sog. „Cashflow to Equity-Ansatz“) ermitteln (sog. „Equity“-Ansätze“). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden (sog. „Entity-Ansätze“). Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value oder Entity Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
189. Dabei ist bei Ermittlung des Werts des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Mehrheitsaktionärs beispielsweise umsetzen ließe, ist gemäß IDW S 1 für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals nicht maßgeblich.
190. Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass in dieser Gutachtlichen Stellungnahme die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals auch unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1, d.h. mit typisierter Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern) aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner, erfolgt.
191. Gemäß den DVFA-Empfehlungen ist das Bewertungskonzept des „markttypischen Unternehmenserwerbers“ als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abzuleitenden Fundamentalwerts anzuwenden. Die DVFA-Empfehlungen stellen damit viel stärker auf die empirisch beobachtbare Perspektive realer Unternehmenserwerber ab. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode grundsätzlich gleichberechtigt zu den zahlungsstromorientierten Diskontierungsverfahren ist. Wertbandbreiten und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Unternehmenserwerbers sind transparent darzustellen. Persönliche Einkommensteuern werden nicht einbezogen.

3.4. Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode

192. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode oder nach der Ertragswert-Methode ermittelt werden.⁶⁶ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode innerhalb der DCF-Methoden (Cashflow to Equity-, WACC-, APV- und Total Cashflow-Ansatz) bzw. der Ertragswert-Methode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals. Gemäß IDW S 1 sind diese auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.⁶⁷
193. Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen. Die dritte Phase, die sogenannte Fortführungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“), unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand, innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.⁶⁸

3.4.1. Ermittlung des Ertragswerts (nach persönlichen Steuern)

194. 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.
195. Bei der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis ermittelt. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

⁶⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
=	Jahresergebnis
-	Gewinnthesaurierung
=	Finanzieller Überschuss
	<i>davon Dividendenausschüttung (abzüglich Abgeltungsteuer + SolZ (26,4%))</i>
	<i>davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich hälftiger Abgeltungsteuer + SolZ (13,2%))</i>
=	Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern

196. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.

197. 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.

3.4.2. Ermittlung des DCF-Werts (vor persönlichen Steuern)

198. Beim Cashflow to Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows („Cashflow to Equity“) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet.

199. Im Cashflow to Equity-Ansatz wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis ermittelt. Davon sind die Investitionen in das Anlagevermögen abzüglich Abschreibungen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.⁶⁹

⁶⁹ Dies gilt nur soweit keine Eigenkapitalmaßnahmen zu berücksichtigen sind.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
=	Jahresergebnis
+	Abschreibungen
-	Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
-/+	Veränderung des Netto-Umlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
-/+	Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten
=	Gewinnthesaurierung
=	Cashflow to Equity bzw. finanzieller Überschuss

200. Da der Cashflow to Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüssen entspricht, ist der Cashflow to Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zu diskontieren. Die Berechnung des DCF-Werts erfolgt vor persönlichen Steuern der Anteilseigner und berücksichtigt somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1.

3.5. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA

201. Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen.
202. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 zwischen sog. unechten und echten Synergien zu unterscheiden.⁷⁰ Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergienstiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind.⁷¹ Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.
203. Der markttypische Unternehmenserwerber wird seine rein käuferindividuellen Synergien bzw. wertbestimmenden Faktoren in einer unterstellten fiktiven Verhandlungssituation nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen. Rein käuferindividuelle Synergien sind dabei unabhängig von der Definition echter oder unechter Synergien des IDW S 1. So

⁷⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 ff.

⁷¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008 Rz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

stellen rein käuferindividuelle Synergien unabhängig vom jeweiligen Bewertungsanlass jenen Anteil am gesamten Synergiepotential dar, der ausschließlich dem spezifischen Käufer bzw. Mehrheitsaktionär zuzuordnen ist. Diese sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen („Market Participant-Synergien“).

3.6. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

204. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts auf Basis des Börsenkurses, sowie der DCF- bzw. der Ertragswert-Methode können Unternehmenswerte mit Hilfe der Multiplikator-Methode ermittelt werden.
205. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgrößen) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von geeigneten Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Dabei können analog zu DCF- und Ertragswert-Methode 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.
206. Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung, sondern lediglich ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren dar. Die Multiplikator-Methode kann nach den Grundsätzen des IDW S 1 lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode verwendet werden.⁷²
207. Die DVFA-Empfehlungen stellen auf die Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers ab, welcher verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. In den DVFA-Empfehlungen steht die Multiplikator-Bewertung daher grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,⁷³ sofern nicht branchenbedingte, unternehmensspezifische oder bewertungsanlassspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer bestimmten Methode rechtfertigen.
208. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. „Law of One Price“ (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter auf demselben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, da andernfalls Arbitrage-Möglichkeiten bestehen würden. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass

⁷² Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

⁷³ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012.

vergleichbare Vermögenswerte (z.B. Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.

209. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass als Ausgangspunkt für die Bewertung beobachtbare Preise dienen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten. Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.
210. Ein Vorteil der Multiplikator gestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung der Kapitalkosten aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.
211. Im Folgenden werden für die Multiplikator gestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen genutzt. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis derselben Planungsrechnung wie bei der DCF-bzw. Ertragswert-Methode) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose kürzer als bei Anwendung von Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen.
212. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. „LTM-Multiplikatoren“ bzw. „Stichtags-Multiplikatoren“) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. „Forward-Multiplikatoren“). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren

auf Ist-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren.

3.7. Liquidationswert

213. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet.⁷⁴ Der Liquidationswert wird in den Grundsätzen des IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.⁷⁵ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
214. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögenswerte oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.⁷⁶
215. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt für die zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen und Vorräten zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
216. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass durch eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) einerseits die finanziellen Überschüsse relativ früh anfallen, andererseits jedoch auch negative Auswirkungen auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, zu erwarten sind. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
217. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu

⁷⁴ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 8.

⁷⁵ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 8.

⁷⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140f.

liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.

218. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.⁷⁷ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.

⁷⁷ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

4. UNTERNEHMENSPLANUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

219. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.⁷⁸ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte unbeachtlich.⁷⁹ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.⁸⁰ Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.⁸¹
220. Ergänzend wird im IDW Praxishinweis 2/2017⁸² konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung soll in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität,
 - Interne Plausibilität,
 - Externe Plausibilität.
221. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen soll eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der

⁷⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 29.

⁷⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 32.

⁸⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 81.

⁸¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 27 i.V.m. Rz. 81.

⁸² Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

Unternehmensplanung. Letztlich ist die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe zu plausibilisieren. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht im Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essenziell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung.

DVFA-Empfehlungen

222. Auftragsgemäß haben wir eine Würdigung der Unternehmensplanung unter dem Wertkonzept eines „markttypischen Unternehmenserwerbers“, wie er in den DVFA-Empfehlungen für Unternehmensbewertung vorgesehen ist, vorgenommen. Hiernach bewertet der markttypische Unternehmenserwerber das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen würde.⁸³ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung) basierend auf den tatsächlichen Erwartungen und dem Kenntnisstand des unterstellten markttypischen Unternehmenserwerbers am Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Wertaufhellungsprinzips.⁸⁴
223. Der nach den DVFA-Empfehlungen anzuwendende Maßstab in Bezug auf die der Bewertung zugrundeliegenden Planung bezieht sich somit auf die rechnerische Richtigkeit, die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planannahmen beruhen, die Widerspruchsfreiheit sowie die Analyse, ob die Planungsrechnung mit den fiktiven Annahmen eines markttypischen Unternehmenserwerbers übereinstimmt.
224. Zur weiteren Interpretation des Konzeptes des markttypischen Unternehmenserwerbers und der von diesem zu unterstellenden Unternehmensplanung kann auf das durch den Rechnungslegungsstandard IFRS 13 zur Ermittlung beizulegender Zeitwerte (sog. Fair Value Measurement) etablierte Konzept der üblichen Marktteilnehmer (sog. Market Participant) zurückgegriffen werden.⁸⁵ Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswerts anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den

⁸³ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

⁸⁴ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

⁸⁵ Vgl. IFRS 13, Anhang A: Im Standard wird der beizulegende Zeitwert auf der Grundlage eines „Abgangspreises“ definiert und eine Fair-Value-Hierarchie eingeführt, was zu einer marktbasierten und nicht unternehmensspezifischen Bewertung führt. Der beizulegende Zeitwert ist gemäß IFRS 13 „der Preis, der im Zuge eines geordneten Geschäftsvorfalles unter Marktteilnehmern am Bemessungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswerts zu erhalten wäre oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen wäre.“

Vermögenswert zugrunde legen würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln.⁸⁶ Gleichzeitig ist die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, durch die Verwendung des Vermögenswerts wirtschaftlichen Nutzen zu erzeugen.⁸⁷ Bei Unterstellung einer fiktiven Verhandlungssituation wird ein rational handelnder markttypischer Erwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögenswerts unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Eine Prämie wird der rational handelnde markttypische Erwerber jedoch nur in der Höhe zahlen, als dies für den sicheren Erwerb der Anteile und damit zu seiner eigenen Wertoptimierung notwendig ist. Insofern sind bei Unterstellung eines marktüblichen Unternehmenserwerbers rein käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung und Bewertung zu berücksichtigen.

225. Die Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzung des Vermögenswerts durch den markttypischen Erwerber ist nicht als Meistbegünstigungsprinzip zu verstehen, welches zu einer nicht mehr realistischen, plausiblen oder auf konsistenten Prämissen beruhenden Planung führen würde. Gleichzeitig liegt eine optimale wirtschaftliche Nutzung jedenfalls auch dann nicht vor, wenn sich die ihr zugrundeliegenden Planannahmen als offensichtlich konservativ, pessimistisch oder auch zu optimistisch herausstellen oder ggf. sogar auf falschen Tatsachen beruhen. Insofern stehen die DVFA-Empfehlungen in Einklang mit der betriebswissenschaftlichen Literatur, in welcher die Verwendung von Erwartungswerten zur Ableitung von Unternehmenswerten mit risikoangepassten Kapitalkosten gefordert wird.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

226. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.⁸⁸ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Werts des Eigenkapitals durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung der PharmaSGP SE vorgenommen.
227. Der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung bezieht sich analog zu IDW S 1, den DVFA-Empfehlungen und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
228. Unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld werden kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt.

⁸⁶ Vgl. IFRS 13, Tz. 22.

⁸⁷ Vgl. IFRS 13, Tz. 27.

⁸⁸ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24.05.2012, Abs. 12.

Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen.

4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

229. Der Ermittlung des Unternehmenswerts liegt die aktualisierte Unternehmensplanung der PharmaSGP SE für die Planjahre 2025-2027 zugrunde („Planungsrechnung“). Diese Planungsrechnung wurde vom Vorstand und Aufsichtsrat der PharmaSGP SE am 12. August 2025 verabschiedet. Die Planungsrechnung der PharmaSGP SE wurde im regulären Planungsprozess erstellt. Die Planungsverantwortung trägt der Chief Executive Officer (CEO) für die Umsatz-, Marketing- und Vertriebsplanung, während der Chief Financial Officer (CFO) für die weitere Kosten- und Bilanzplanung verantwortlich ist. Die organisatorische und methodische Durchführung des gesamten Planungsprozesses obliegt dem CFO unterstützt durch die Controlling-Abteilung.
230. Der Planungsprozess der PharmaSGP SE beginnt in der Regel in der zweiten Jahreshälfte und wird im Dezember abgeschlossen, spätestens zu Beginn des ersten Planjahres. Er wird in jährlichem Turnus durchgeführt und erstreckt sich über einen Planungszeitraum von insgesamt drei Jahren und umfasst die Planung für das kommende Jahr (Budget), die im Gegenstromverfahren (Bottom Up/Top Down) erstellt wird, sowie eine Top Down-Planung für zwei weitere Jahre mit einem geringeren Detailgrad. Im Jahresverlauf wird die Planung im Rahmen einer rollierenden Fortschreibung überprüft und bei Bedarf angepasst, d.h. es erfolgen in der Regel Aktualisierungen, u.a. über Forecasts (FC1 und FC2), wobei der Fokus dabei jeweils auf dem laufenden Jahr liegt. Der erste Forecast (FC1) wird i.d.R. im ersten Quartal/Anfang des zweiten Quartals erstellt und basiert auf den Ist-Ergebnissen der ersten Monate des Geschäftsjahres. Der zweite Forecast (FC2) erfolgt im dritten Quartal und berücksichtigt die (vorläufigen) Ist-Ergebnisse für H1 des jeweiligen Jahres. Diese Überarbeitungen dienen dazu, den Planungsstand mit der tatsächlichen Geschäftsentwicklung abzugleichen und gegebenenfalls Anpassungen vorzunehmen.
231. Die Planungsrechnung erfolgt als Konzernplanung und besteht aus einer integrierten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, Planbilanz und einer hieraus abgeleiteten Plan-Kapitalflussrechnung. Für den Bewertungsstichtag ist die bewertungsrelevante Planung die FC2-Planung für das Jahr 2025, welche bereits die vorläufigen H1-Ergebnisse berücksichtigt. Zum Bewertungsstichtag liegen keine Erkenntnisse vor, die eine Anpassung oder Aktualisierung der zugrunde gelegten Planungsrechnung erforderlich machen würden. Die Planungserstellung erfolgte nach den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IFRS und in Euro. Die Budgetplanung basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Bottom-Up-Planung, die produkt- und länderspezifisch durchgeführt wird. Grundlage hierfür bilden die zugrunde liegende Marketingstrategie sowie die geplanten Marketingausgaben unter Berücksichtigung verschiedener Medienkanäle. Die Top-Down-Planung aggregiert diese Einzelplanungen auf Unternehmensebene und ergänzt sie um strategische Annahmen zu Umsatz-, Kosten- und Finanzierungsgrößen.

232. Die inhaltlichen Bestandteile der Planung umfassen die Umsatz- und Marketingplanung als Ausgangspunkt, die Ermittlung der produktbezogenen Kosten, insbesondere der Produkt- und Vertriebskosten in Abhängigkeit von Medienkanälen, sowie die Berechnung des Produkt-EBITDA. Hinzu kommen die Planung der unternehmensweiten Kosten, insbesondere im Bereich Personal, die Steuer-, Finanzierungs- und Bilanzplanung. Letztere enthält unter anderem Annahmen zum Fremdkapitaltilgungsplan, zur Investitionsplanung und zur Working Capital Planung. Gegebenenfalls werden relevante Sonderthemen abgebildet. Die Umsatz- und Marketingplanung nach Produkt und Land stützt sich auf die historische Geschäftsentwicklung sowie auf eine Analyse der Wirksamkeit vergangener Marketingmaßnahmen. Geplante Preissteigerungen werden, sofern vorgesehen, separat kalkuliert. Auf dieser Basis erfolgt die detaillierte Planung der produktspezifischen Kosten. Hierzu zählen insbesondere Produkt- und Vertriebskosten, die in Abhängigkeit von den jeweiligen Marketingmaßnahmen und Vertriebskanälen ermittelt werden. M&A-Aktivitäten sind in der vorliegenden Planung nicht enthalten.

4.3. Analyse der Planungstreue

233. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wird neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von drei Jahren betrachtet und die Einhaltung der budgetierten operativen Steuerungskennzahlen von PharmaSGP auf Basis der Prognosen analysiert. Es wurden dabei jeweils die Erstprognosen herangezogen. Da PharmaSGP auf Basis der finanziellen Leistungsindikatoren Umsatzerlöse sowie EBITDA gesteuert wird, sind dies die relevanten Kennzahlen für die Analyse der Planungstreue. Darüber hinaus wurde ergänzend die EBITDA-Marge betrachtet. Hierbei wurden den jeweiligen Prognosen die tatsächlichen Ist-Werte gegenübergestellt.
234. Die nachfolgende Darstellung fasst die einjährige Planungstreue der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 zusammen. In diesem Zeitraum konnte PharmaSGP in allen drei Jahren die Prognose hinsichtlich der Umsatzerlöse und des EBITDA erreichen oder übertreffen. Die Prognosen zur EBITDA-Marge wurden in einem der drei Jahre erfüllt und in zwei Jahren lediglich leicht verfehlt.

Planungstreue der PharmaSGP Planungen im Bewertungszeitraum von 2022-2024

in Mio. €

	Ist		Prognose		Delta zu Ist		Ist		Prognose		Delta zu Ist		Ist		Prognose		Delta zu Ist	
	FY2022	FY2022	FY2022	FY2022	absolut	in %	FY2023	FY2023	FY2023	FY2023	absolut	in %	FY2024	FY2024	FY2024	FY2024	absolut	in %
Konzernumsatz	85,8	80,0	85,8	80,0	5,8	7,3%	101,1	93,5	101,1	93,5	7,6	8,1%	118,8	109,5	118,8	109,5	9,3	8,5%
EBITDA (bereinigt)	28,2	25,2	28,2	25,2	3,0	11,9%	34,1	32,0	34,1	32,0	2,1	6,6%	37,2	36,5	37,2	36,5	0,7	1,9%
EBITDA-Marge (bereinigt)	32,9%	31,5%	32,9%	31,5%	1,4%		33,7%	34,2%	33,7%	34,2%	-0,5%		31,3%	33,3%	31,3%	33,3%	-2,0%	

Quelle: PharmaSGP Geschäftsberichte

235. Im Geschäftsjahr 2022 wurden die Zielvorgaben hinsichtlich Umsatz, EBITDA sowie EBITDA-Marge übertroffen. Die Umsatzerlöse lagen hier mit 7,3% über dem Prognosewert. Die

Kategorie Health Brands wuchs um rd. 35% und unterstreicht damit die starke Wachstumsdynamik im Geschäftsjahr. Weiterhin lag das EBITDA um 11,9% über dem Prognosewert. Diese Verbesserung resultierte im Wesentlichen aus dem höheren Umsatzvolumen bei einem gleichzeitig effizienteren Marketingeinsatz. In der Folge erhöhte sich die EBITDA-Marge auf 32,9% und lag damit 1,4 Prozentpunkte über Plan.

236. Im Geschäftsjahr 2023 übertraf PharmaSGP die Prognosewerte für Umsatzerlöse und EBITDA erneut. Die Umsatzerlöse lagen um rd. 8,1% über den ursprünglich prognostizierten Werten. Das Wachstum ergab sich aufgrund der soliden Dynamik der Kategorie Health Brands und der erfolgreichen D2C-Marketingstrategie mit Multi-Channel-Ansatz (TV, Print, Online). Das EBITDA erreichte 34,1 Mio. € und lag damit 2,1 Mio. € bzw. 6,6% über Plan. Im Wesentlichen bedingt durch das höhere Umsatzvolumen. Die EBITDA-Marge betrug 33,7% und lag damit 0,5 Prozentpunkte unter dem Prognosewert von 34,2%, da sich die erwarteten Margeneffekte aus Marketingeffizienz und Kostenstrukturverbesserungen nicht vollständig realisieren ließen.
237. Im Geschäftsjahr 2024 übertraf PharmaSGP die Umsatzprognose. Die Umsatzerlöse beliefen sich auf 118,8 Mio. € und lagen damit 9,3 Mio. € bzw. 8,5% über Plan. Wachstumstreiber war vor allem die Kategorie Health Brands (+18%), die in fast allen relevanten internationalen Märkten zulegte. Das EBITDA lag hier 1,9% über der ursprünglichen Prognose, gestützt durch höheres Absatzvolumen, operative Effizienzsteigerungen und konsequentes Kostenmanagement. Die EBITDA-Marge lag mit 31,3% jedoch 2,0 Prozentpunkte unter Plan (33,3%). Ursache waren höhere operative Aufwendungen, vor allem im Marketing und Vertrieb. Zudem belasteten gestiegene sonstige betriebliche Aufwendungen insbesondere für Vertrieb die EBITDA-Marge, darunter Aufwendungen für den Ausbau von Vertriebskanälen und für Recruiting-Maßnahmen.
238. Die Analyse der Planungstreue zeigt, dass PharmaSGP in den vergangenen drei Geschäftsjahren die Umsatz- und EBITDA-Prognosen durchgehend erreicht oder übertroffen hat. Abweichungen bei der EBITDA-Marge resultieren primär aus höher als erwarteten Marketing- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen, insbesondere im Geschäftsjahr 2024, während die absolute Ergebnisentwicklung stets im Rahmen oder oberhalb der Prognose lag. Wesentliche Treiber für die durchweg positive Umsatzentwicklung waren die anhaltende Wachstumsdynamik der Health Brands, die vereinzelt erfolgreiche internationale Expansion sowie die Umsetzung der Multi-Channel-Marketingstrategie.
239. Insgesamt lassen die Ergebnisse der Analyse keine Anzeichen erkennen, dass die vorliegende, verabschiedete Planungsrechnung, die auf einem etablierten und in der Vergangenheit belastbaren Planungsprozess basiert, keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung darstellen würde. Die Prognoseabweichungen waren relativ gering und stellen keine systematische Planungsungenauigkeit dar. Die vorliegende Planungsrechnung ist grundsätzlich eine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung. Sie berücksichtigt die Unternehmensstrategie sowie die aus ihr abgeleiteten Ziele und Erwartungen der PharmaSGP. Sie wurde darüber hinaus im Zuge eines institutionalisierten Prozesses vom Vorstand erstellt und vom Vorstand sowie vom Aufsichtsrat verabschiedet. Im

Folgenden wird die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planungsrechnung bezüglich ihrer Plausibilität analysiert.

4.4. Analyse der Planungsrechnung

240. Die Planungsrechnung der PharmaSGP wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunktbezogenen Kennzahlen- und Benchmarking-Analysen zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können. Die Planungsrechnung von PharmaSGP stellt sich folgendermaßen dar:

Gewinn- und Verlustrechnung: Historie und Planung⁸⁹

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			CAGR 2024-2027
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	137,8	147,8	154,5	9,1%
Wachstum in %	n/a	17,8%	17,5%	16,0%	7,2%	4,6%	
Materialaufwand	-9,0	-9,5	-10,8	-13,9	-15,1	-15,9	13,7%
Rohertrag	76,8	91,6	108,0	123,9	132,7	138,6	8,7%
in % der Umsatzerlöse	89,5%	90,6%	90,9%	89,9%	89,8%	89,7%	
Personalaufwand	-5,8	-7,4	-8,1	-9,3	-9,8	-10,7	9,6%
Marketingaufwand	-37,4	-43,4	-53,3	-64,0	-70,3	-74,3	11,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	-24,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,7	-7,0	-9,7	-13,7	-15,2	-16,0	18,1%
EBITDA	28,2	34,1	37,2	37,1	37,5	37,7	0,5%
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,7%	31,3%	26,9%	25,4%	24,4%	
Abschreibungen	-9,3	-9,4	-9,4	-9,5	-10,0	-10,3	2,9%
EBIT	19,0	24,7	27,8	27,5	27,4	27,5	-0,4%
in % der Umsatzerlöse	22,1%	24,4%	23,4%	20,0%	18,6%	17,8%	
Finanzerträge	0,3	1,1	1,5	0,8	0,3	0,4	-36,7%
Finanzaufwendungen	-2,2	-3,9	-3,1	-2,9	-3,1	-3,2	1,4%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-1,3	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	-100,0%
Ergebnis vor Ertragssteuern	15,8	21,9	26,0	24,9	24,7	24,7	-1,8%
in % der Umsatzerlöse	18,4%	21,7%	21,9%	18,0%	16,7%	16,0%	
Ertragsteueraufwand	-3,8	-5,5	-6,5	-6,2	-6,1	-6,1	-2,3%
Effektive Steuerquote in %	24,4%	25,1%	25,0%	24,8%	24,6%	24,6%	
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	18,7	18,6	18,6	-1,6%
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%	13,6%	12,6%	12,0%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

4.4.1. Umsatzerlöse

241. Die Umsatzerlöse entwickeln sich im Planungszeitraum von 118,8 Mio. € im Jahr 2024 auf 154,5 Mio. € im Jahr 2027, was einer jährlichen Wachstumsrate von 9,1% entspricht. Das Wachstum ist damit weiterhin positiv, verlangsamt sich aber gegenüber den historischen Raten der Vorjahre. Während für 2025 mit einem überdurchschnittlich hohen Umsatzwachstum gerechnet wird, geht die Planung bis 2027 von einer Annäherung an das Marktwachstum sowie

⁸⁹ Der Posten Materialaufwand ist äquivalent zum Posten „Aufwendungen für Rohstoffe, Verbrauchsmaterial und fertige Erzeugnisse“ der PharmaSGP.

Die Finanzerträge wurden in den Jahren 2026 und 2027 um jeweils 0,1 Mio. € nach oben angepasst. Hierbei handelte es sich um eine bewertungstechnische Anpassung in Abstimmung mit der PharmaSGP, welche sich aus der Verzinsung der operativ notwendigen Mindestkasse ergab. Eine Übersicht der Anpassungen findet sich in [Anlage 5](#).

an das Wachstum der Peer Group aus. Die erwartete Wachstumsrate von 4,6% im Jahr 2027 liegt über dem Marktwachstum und ist nahezu auf Peer Group-Niveau von 4,8%.

242. Die Gründe für diese Entwicklung liegen hauptsächlich in einer reduzierten Wachstumsaussicht für das Bestandsportfolio (alle Marken mit Ausnahme von pureSGP®). Grundsätzlich setzt sich das Gesamtportfolio der PharmaSGP aus wachsenden und fallenden Marken bzw. Produkten zusammen. Auf Basis der derzeitigen Portfoliostruktur können rückläufige Umsätze bei fallenden Marken nicht durch Wachstumsprodukte in dem Maße wie in der Vergangenheit überkompensiert werden. Für rückläufige Produkte werden die Rückgänge weiterhin im bekannten Maß erwartet. Dies liegt beispielsweise an einem weiterhin bestehenden Preisdruck oder an fehlender Markenloyalität sogenannter Impulskäufer, welche durch kurzfristige Maßnahmen und Produktpreise beeinflussbar sind („markenflexible Kunden“). Während Wertschöpfungspotenziale insbesondere durch neue Marketingkanäle und -kampagnen (insbesondere Online) oft bereits in der Vergangenheit gehoben wurden, wird davon ausgegangen, dass diese zusätzlichen Potenziale im Planungszeitraum teilweise geringer ausfallen werden. Für die klassischen Marketingkanäle (TV und Print) wird in der Planung von einer abnehmenden Effizienz ausgegangen.
243. Aktuell verzeichnen die Produkte Baldriparan®, Restaxil® sowie RubaXX® die größten Umsatzbeiträge. Für diese Marken gilt, dass die Marketingmaßnahmen auf einem konstant hohen Niveau gehalten werden müssen, um Umsatzniveaus aufrecht zu erhalten. Für Restaxil® wird zwischen 2024 und 2027 eine jährliche Wachstumsrate im niedrigen zweistelligen Bereich prognostiziert, bei nahezu gleichbleibenden Umsatzanteilen in Relation zum Konzernumsatz. Der Großteil des Baldriparan®-Umsatzes zwischen 2025 bis 2027 wird voraussichtlich auf Deutschland entfallen. In Bezug auf Restaxil® werden im Planungszeitraum drei Viertel der Umsätze in Deutschland sowie nahezu ein Viertel in Österreich erwirtschaftet. RubaXX® und Mavosten® wurden auf konstantem Niveau geplant, jedoch reduziert sich der Umsatzbeitrag am Konzernumsatz im Planungszeitraum.
244. Um der rückläufigen Wachstumsrate des Umsatzes des Bestandsportfolios entgegenzuwirken, soll insbesondere die Produktkategorie pureSGP innerhalb des Planungszeitraums weiter ausgebaut werden. Das hat der Vorstand der PharmaSGP SE in seiner Pressemitteilung vom 11. September 2025 bestätigt.⁹⁰ Die Produktkategorie umfasst aktuell u.a. Kollagen Peptide und ein Magnesiumpräparat und soll innerhalb des Planungszeitraums um weitere Nahrungsergänzungsmittelpräparate erweitert werden. Im Jahr 2024 wurden nur geringe Anteile des Konzernumsatzes durch die Produkte der Marke pureSGP generiert. Für den Planungszeitraum werden jedoch zwei-bis dreistellige jährliche Wachstumsraten p.a. ausgehend von einem geringen Niveau und ein entsprechender Anstieg des Umsatzbeitrags zum Konzernumsatz bis zum Jahr 2027 erwartet. Nahezu alle durch pureSGP erzielten Umsatzerlöse werden hierbei in Deutschland erwartet. Insgesamt zeigt sich durch die Umsatzbeiträge des Bestandsportfolios zum Konzernumsatz sowie durch die hohen erwarteten Wachstumsraten der pureSGP-Produktfamilie die langsame Verschiebung des Produktmixes

⁹⁰ Vgl. PharmaSGP: Investor Relations; PharmaSGP veröffentlicht vorläufige Halbjahreszahlen 2025; Verfügbar unter: https://ir.pharmasgp.com/wp-content/uploads/2025/09/20250911_CN_PharmaSGP_prelimsH1-2025_DE_vf.pdf 11.09.2025.

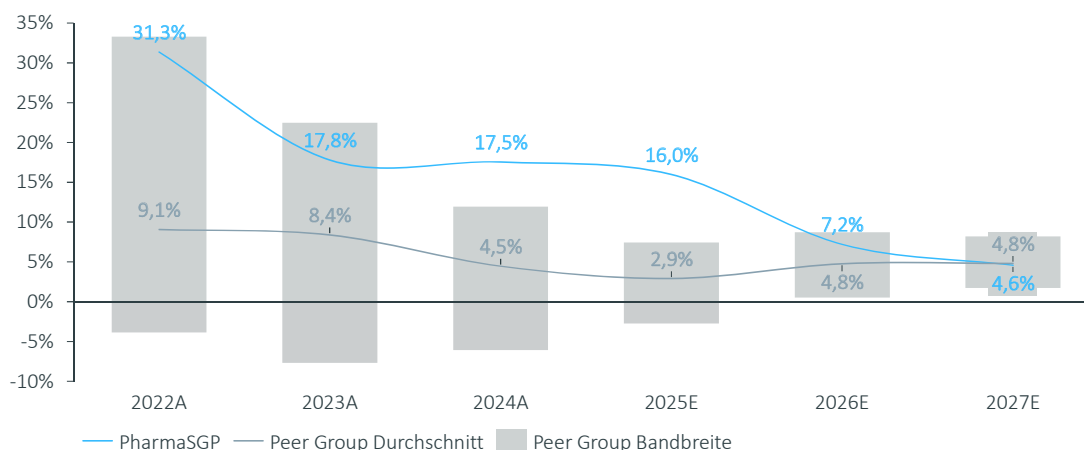
hin zu margenschwächeren Produkten. Produktübergreifend liegt der Fokus zunehmend auf dem deutschen Markt. Darüber hinaus wurden in der Planungsrechnung auch Umsatzerlöse aus im Bestandsportfolio vorgesehenen Neuprodukten berücksichtigt. Diese betreffen teilweise Erweiterungen bestehender Produktfamilien oder zusätzliche Darreichungsformen.

245. Deutschland stellt im Planungszeitraum mit rd. 12,8% jährlichem Umsatzwachstum den bedeutendsten Wachstumsmarkt dar, während Italien eine jährliche Wachstumsrate von knapp unter 1,0% verzeichnet. Ein geplanter Wachstumstreiber in Deutschland ist insbesondere die wachstumsstärkere Produktfamilie pureSGP mit einer auf den deutschen Markt ausgerichteten, vielseitigen Kampagne, zu der u.a. auch die Zusammenarbeit mit Eva Padberg gehört, welche erst kürzlich im Juni 2025 anlief.⁹¹ Im Planungszeitraum bleibt der italienische Anteil am Konzernumsatz mit rd. 15-16% weitgehend stabil auf dem historisch erreichten Niveau. Das in der Vergangenheit erzielte Wachstum in Italien kann nicht fortgeschrieben werden, wie bereits die Ist-Zahlen für H1 2025 zeigen. Das Wachstum beruhte im Wesentlichen auf einem einmaligen Wachstumseffekt durch erfolgreiche Marketingkampagnen für Mavosten®, die das Umsatzniveau nachhaltig angehoben haben. Künftig wird dieses erhöhte Umsatzniveau auf stabilem Niveau fortgeschrieben. Zusätzliche Marketingkampagnen in Italien zeigten nicht mehr den Wachstumseffekt aus dem vergangenen Jahr, da die verfügbaren Kanäle bereits stark genutzt werden. Den Erwartungen nach liegt das Wachstum des österreichischen Marktes bei rd. 0,3% p.a. im Planungszeitraum.
246. Nach den hohen Wachstumsraten innerhalb der Historie, die insbesondere durch den italienischen Markt im Jahr 2024 begründet sind, werden im Bestandsportfolio in den kommenden Jahren Marktsättigungseffekte auf dem erreichten hohen Niveau erwartet, kombiniert mit einem Fokus auf Deutschland als wichtigsten Wachstumstreiber.

⁹¹ Vgl. Apotheke adhoc: Eva Padberg wirbt für pureSGP; <https://www.apotheke-adhoc.de/branchennews/alle-branchennews/branchennews-detail/eva-padberg-wirbt-fuer-puresgp-chance-fuer-die-beratung/>; 02.06.2025.

247. In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Umsatzerlöse der PharmaSGP mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen:

Benchmarking des Wachstums der Umsatzerlöse



Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

248. Im historischen Betrachtungszeitraum nach der COVID-19-Pandemie verzeichnete die Peer Group im Durchschnitt ein leicht rückläufiges Umsatzwachstum – von 9,1% im Jahr 2022 auf 4,5% im Jahr 2024. Im Gegensatz dazu konnte PharmaSGP in allen drei Jahren höhere Wachstumsraten erzielen. Der hohe Zuwachs im Jahr 2022 resultierte vor allem aus der erstmaligen ganzjährigen Konsolidierung des im Jahr 2021 erworbenen GSK-Portfolios (u. a. Baldriparan®, Formigran®, Spalt®). In den Jahren 2023 und 2024 blieb das Wachstum insgesamt weiter über dem Peer Group-Durchschnitt.
249. In den Planungsperioden zeigt sich für PharmaSGP zunächst ein überdurchschnittliches Wachstum im Vergleich zur Peer Group. Für das Jahr 2025 wird noch ein Umsatzzanstieg um 16,0% erwartet, während der Durchschnitt der Peer Group lediglich 2,9% beträgt. Dieser große Abstand ist vor allem auf den geplanten Aufbau der Produktfamilie pureSGP sowie weiterhin robuste Entwicklungen bei den Kernmarken zurückzuführen. Im Jahr 2026 verlangsamt sich das Wachstum auf 7,2%, liegt damit jedoch noch über dem Peer Group-Durchschnitt von 4,8% und positioniert sich am oberen Ende der Bandbreite der Vergleichsunternehmen. Diese Entwicklung resultiert aus der zunehmenden Verschiebung des Produktmixes hin zu wachstumsstarken Nahrungsergänzungsmitteln, die die Wachstumsdynamik stützen. Für 2027 plant PharmaSGP mit einer Wachstumsrate von 4,6% eine weitere Normalisierung der Wachstumsdynamik; in diesem Jahr bewegt sich PharmaSGP im mittleren Bereich der Bandbreite. Um die Umsatzerlöse auf dem hohen Niveau aufrechtzuerhalten und um die Positionierung der Marken des Bestandsportfolios zu sichern, musste bereits intensiv Marketingaufwand betrieben werden, wobei eine abnehmende Effizienz des Marketings festgestellt wurde. Weitere Gründe liegen in der nachlassenden Dynamik der etablierten Produkte (z. B. RubaXX®, Mavosten®), im starken Wettbewerb sowie in einer zunehmenden Marktsättigung, die auch die neue Produktfamilie pureSGP betrifft.

Fazit Umsatzerlöse

250. Vor dem Hintergrund von Sättigungseffekten im bestehenden Portfolio, der aktuellen Phase im Produktzyklus sowie der geplanten Einführung neuer Produkte in einem für das Unternehmen neuen Marktsegment erscheint das von PharmaSGP angestrebte Umsatzwachstum nachvollziehbar und plausibel. Im Ergebnis der Analyse werden die von PharmaSGP geplanten Umsatzerlöse für Zwecke der Unternehmensbewertung unverändert übernommen.

4.4.2. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

251. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die geplanten Aufwandsposten der PharmaSGP, die zum operativen Ergebnis führen, analysiert.

252. Die EBITDA-Marge entwickelt sich im Planungszeitraum insgesamt rückläufig. Der geplante Rückgang lässt sich insbesondere aus folgenden Entwicklungen ableiten:

- **Abnehmende Effizienz des Marketings:** Es ist davon auszugehen, dass die Effizienz der Marketingmaßnahmen künftig abnimmt. Während in der Vergangenheit geringere Aufwendungen notwendig waren, um die relevanten Zielgruppen zu erreichen, erfordert das heutige Marktumfeld aufgrund stärkerer Wettbewerbsintensität, zunehmender Fragmentierung der Kommunikationskanäle sowie veränderter Konsumgewohnheiten höhere Ausgaben je zusätzlichem Neukunden oder Umsatzbeitrag.
- **Kostenintensiveres Online-Marketing insb. bei Wachstumsprodukten:** Bei denjenigen Produktkategorien, die überdurchschnittliche Wachstumsraten verzeichnen, steigen die Marketingaufwendungen überproportional an. Das Erschließen neuer Kundensegmente oder Märkte erfordert zumeist intensivere Werbeimpulse, differenziertere Kampagnen sowie eine stärkere Markenpräsenz, was in der Konsequenz höhere Kosten verursacht und die Margenentwicklung belastet.
- **Strukturell höhere Vertriebskosten durch E-Commerce:** Die zunehmende Bedeutung des E-Commerce führt zu einer strukturellen Verschiebung der Vertriebskosten. Online-Vertriebskanäle sind zwar unverzichtbar, um auch künftig Reichweite und Kundenbindung sicherzustellen, sie gehen jedoch mit zusätzlichen Aufwendungen einher – etwa für Plattformgebühren, Logistik- und Retouren-Kosten sowie digitale Marketingmaßnahmen. Diese Kostenkomponenten sind im Branchenvergleich üblich und müssen akzeptiert werden, reduzieren jedoch die Margenbasis.
- **Verschiebung des Produktmixes:** Darüber hinaus trägt die Verschiebung des Produktmixes zum Rückgang der Marge bei, da ein zunehmender Anteil des Umsatzes auf neue, wachstumsstärkere, aber margenschwächere Produkte unter der Marke pureSGP entfällt. Dies wurde vom Vorstand der PharmaSGP SE in der Pressemitteilung vom 11. September 2025 bestätigt. Diese Entwicklung basiert auf den vom Vorstand getroffenen Entscheidungen und als Reaktion auf die Markt- und Wettbewerbssituation, sowie der Feststellung von einer zunehmend stagnierenden Entwicklung im Bestandsportfolio. Vor

diesem Hintergrund wird vom Vorstand geplant Marktanteile zu sichern und mittel- bis langfristig eine stabile bis leicht wachsende Ertragsbasis aufzubauen. Darüber hinaus sind die neuen Produkte in der Produktfamilie pureSGP in bereits merklich umkämpften Segmenten des Nahrungsergänzungsmittelmarkts positioniert, welche durch Wettbewerbsdruck die Margen zusätzlich belasten. Des Weiteren führen im Vergleich zum Bestandsportfolio erhöhte Materialaufwendungen u.a. aufgrund von teureren Rohstoffen und Verpackungsmaterialien zu geringeren Margen.

Materialaufwand

253. Die Materialaufwandsquote bewegt sich im Planungszeitraum zwischen 10,1-10,3% und erreicht, ausgehend von 9,1% im Jahr 2024, im letzten Planjahr 2027 eine Quote von 10,3%. Grund für den Anstieg ist die Verschiebung des Produktmixes. Grundsätzlich ist das Bestandsportfolio im OTC-Bereich im Durchschnitt mit einem geringeren Materialaufwand verbunden als die pureSGP-Produkte.

Personalaufwand

254. Während sich historisch ein entgegengesetzter Trend zeigte, bleibt die Personalaufwandsquote im Planungszeitraum nahezu konstant, ausgehend von 6,8% im Jahr 2024 auf 6,9% im letzten Planjahr 2027. Der Mitarbeiterstamm wird nur moderat ausgebaut. Die neuen Mitarbeiter sind insbesondere in den Bereichen digitale Vertriebskanäle, Online-Marketing sowie Datenverarbeitung und -aufbereitung vorgesehen. Zudem werden aufgrund des höheren Umsatzniveaus weitere Mitarbeiter in produktnahen Bereichen wie Einkauf oder Qualitätssicherung notwendig. Insgesamt ergeben sich in Folge des Mitarbeiterwachstums leicht erhöhte Personalaufwandsquoten. Zwischen 2024 und 2025 wird mit einer Erhöhung von 91 auf 106 Mitarbeiter geplant, während anschließend in den Jahren 2026 und 2027 jeweils mit sechs neuen Mitarbeitern geplant werden. In der Planungsrechnung wird unterstellt, dass die Gehälter im Durchschnitt um rund 3,0% p.a. ansteigen.

Marketingaufwand

255. In der Planungsrechnung wird mit einem Anstieg der Marketingaufwandsquote geplant, der die bereits von 2023 auf 2025 zu beobachtende Entwicklung fortführt. Insbesondere in Folge von verstärktem kostenintensiverem Online-Marketing erhöhte sich die Marketingaufwandsquote bereits im historischen Betrachtungszeitraum von 2023 bis 2025 und steigt erwartungsgemäß im Planungszeitraum bis 2027 weiter an, verstärkt vom Aufbau der Produktfamilie pureSGP. Ausgehend von 44,8% im Jahr 2024 wird mit einem Anstieg auf 48,1% im letzten Planjahr 2027 geplant. Der Marketingaufwand stellt nach wie vor die mit Abstand größte Kostenposition dar. Aufgrund der Verschiebung der Marketingkanäle hin zum Online-Marketing erhöhen sich die Marketingaufwendungen im Planungszeitraum. Die Ausweitung der Marketingaktivitäten wird hierbei vom Vorstand der PharmaSGP SE als ein unternehmerisches Erfordernis erachtet, um im Wettbewerb kompetitiv zu bleiben und die bestehende Marktposition nachhaltig zu sichern sowie weitere Markenbekanntheit und Kundenloyalität aufzubauen. Für das Bestandsportfolio werden ebenfalls zunehmend Onlinekanäle als primäres Marketingmedium präferiert. Die

Änderung des Produktmixes und der weitere Aufbau der pureSGP-Produktfamilie verursacht zusätzlichen Marketingaufwand. Insgesamt wird ein weiterer Ausbau der E-Commerce- und digitalen Direktmarketingkanäle für alle Produkte geplant, die zwar höhere Kosten verursachen, jedoch als essentiell für die Beibehaltung der Wettbewerbsfähigkeit angesehen werden.

Sonstige betriebliche Erträge

256. Die sonstigen betrieblichen Erträge bleiben im Planungszeitraum konstant bei 0,1 Mio. € und nehmen nur 0,1% der Umsatzerlöse ein. Wie bereits in der Historie werden hier primär Versicherungs- und sonstige Entschädigungen aus Schadensersatzfällen sowie Erstattungen aus dem Aufwendungsausgleichsgesetz erwartet.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

257. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen („sbA“) wird u.a. durch steigende Kosten in der Kategorie E-Commerce-Gebühren getrieben, welche Produkte aus dem Bestandsportfolio mit Direktvermarktungspotenzialen und pureSGP betreffen. E-Commerce-Gebühren betreffen bspw. Payment-Gebühren aus eigenen digitalen Vertriebskanälen oder Gebühren für die Nutzung von Amazon als Verkaufsplattform. Der zusätzliche Vertrieb über Amazon wird als notwendig eingeschätzt, um im Marktumfeld wettbewerbsfähig zu bleiben. Mit dem steigenden E-Commerce-Anteil verbunden sind weiter ansteigende Gebühren für Abfertigung und Retouren von Produkten sowie die entsprechende Logistik und Lagerung.
258. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu den Umsatzerlösen steigt in der Planungsrechnung ausgehend von 8,1% im Jahr 2024 auf 10,3% im Jahr 2027. Im Planungszeitraum entfällt hierbei ein wesentlicher Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von durchschnittlich 27,0% auf die Logistikkosten. Diese umfassen Kosten in Zusammenhang mit dem Vertriebskanal Amazon, Kosten für die Abwicklung von Käufen über eigene digitale Vertriebskanäle sowie Kosten für den Warentransport von Logistikdienstleistern zu Großhändlern und Apotheken. Zwischen 2024 und 2027 wird ein jährliches Wachstum von rd. 24,0% für Logistikkosten erwartet, ein wesentlicher Grund für den Anstieg des Gesamtpostens. Rd. 9,0% der sbA entfallen zudem auf den Bereich Legal, auf Themen in Zusammenhang mit Abschlussprüfungen sowie auf allgemeine Beratungskosten. Weiterhin nehmen zwischen 2025 und 2027 Aufwendungen für Drittparteien rd. 39,0% der sbA ein. Wesentlicher Bestandteil sind hierbei Fremdleistungen sowie Retouren-, Bearbeitungs- und Platzierungskosten von Produkten in Online-Markenshops. Während die Fremdleistungen im Planungszeitraum weitestgehend konstant bleiben, sind insbesondere die oben dargestellten steigenden E-Commerce Kosten für den Anstieg der sbA mitverantwortlich. Diese waren in der Historie noch nicht in den sbA enthalten, wachsen jedoch bis 2025 auf rd. 2,6 Mio. € an und nehmen damit allein rd. 16,0% des Gesamtpostens ein. Im Jahr 2025 werden die sbA um planmäßige 0,6 Mio. € bereinigt, welche im Zusammenhang mit dem Delisting-Erwerbsangebot anfielen.

EBITDA

EBITDA-Übersicht: Planung und Historie

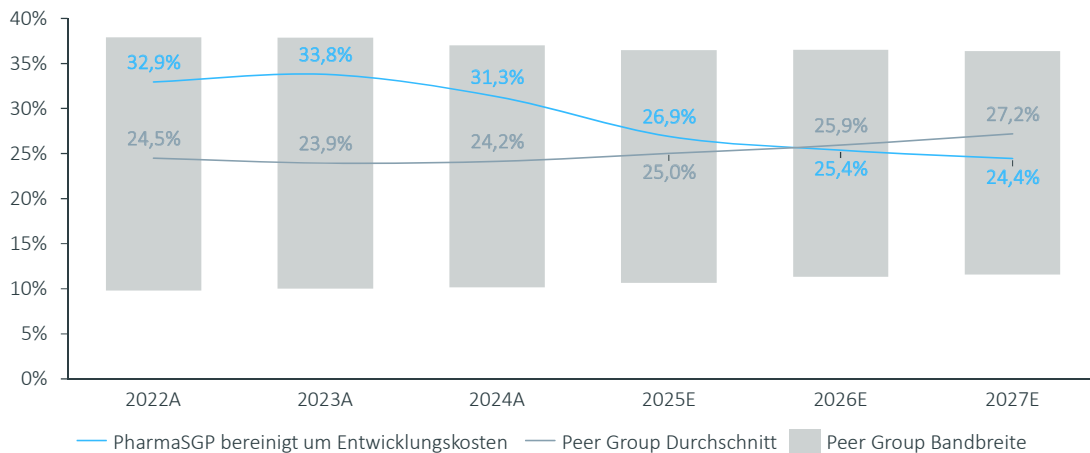
in Mio. € / in %

	Historie			Business Plan			CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
EBITDA unbereinigt	26,9	34,0	37,1	36,5	37,5	37,7	0,6%
in % der Umsatzerlöse	31,4%	33,6%	31,2%	26,5%	25,4%	24,4%	
EBITDA bereinigt	28,2	34,1	37,2	37,1	37,5	37,7	0,5%
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,7%	31,3%	26,9%	25,4%	24,4%	
EBITDA bereinigt angepasst um Entwicklungskosten	28,3	34,2	37,2	37,1	37,5	37,8	0,5%
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,8%	31,3%	26,9%	25,4%	24,4%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

259. Die Reduktion der EBITDA-Marge, ausgehend von 31,3% im Jahr 2024 auf 24,4% im Jahr 2027, lässt sich auf die Reduktion der Wachstumsraten der Umsatzerlöse in Kombination mit einem vergleichsweise stärkeren Anstieg von Aufwandsquoten insb. in Bezug auf Marketing und sbA, aufgrund einer notwendigen Forcierung der Online-Marketingaktivitäten, vermehrter digitaler Vertriebskanäle bzw. E-Commerce Tätigkeit mit strukturell höheren Vertriebskosten, zurückführen. Während die Effizienz des Marketings abnimmt, werden die gesteigerten Marketingtätigkeiten als notwendig erachtet, um zukünftig die Kundenreichweite aufrecht zu erhalten. Darüber hinaus führen die intensivierten E-Commerce Aktivitäten zu strukturell höheren Vertriebskosten. Die Entwicklungen zeigen sich bereits im Jahr 2024 und verstärkt in H1 2025. Während die wachsenden Produkte des Bestandsportfolios grundsätzlich ein kostenintensiveres Marketing benötigen, belastet die Verschiebung des Produktmixes hin zu wachstumsstärkeren, aber margenschwächeren pureSGP Produkten die Margen. Steigende Aufwendungen für Logistik und Abwicklung für das Gesamtportfolio sorgen produktübergreifend für zusätzliche Margenbelastung. Insgesamt ist nominal ein Anstieg des EBITDA geplant, wobei die Marge abnimmt. Diese Entwicklung ist bereits in H1 2025 zu sehen und wurde vom Vorstand der PharmaSGP SE in der Pressemitteilung vom 11. September 2025 bestätigt.
260. Im Folgenden wird die EBITDA-Marge in Relation zur Peer Group betrachtet. Um einen konsistenten Vergleich sicherzustellen, wurde hierbei die EBITDA-Marge der PharmaSGP sowie die der Peer Group-Unternehmen um Entwicklungskosten innerhalb der Aufwendungen bereinigt. Der Großteil der Entwicklungskosten wurde in der Vergangenheit aktiviert, mit einer durchschnittlichen historischen Aktivierungsquote von rd. 86,7% zwischen 2022 und 2024, so dass nur ein minimaler Teil der Entwicklungskosten in den Aufwendungen der PharmaSGP bereinigt wurde.

Benchmarking der EBITDA-Marge



Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

261. Im historischen Betrachtungszeitraum 2022 bis 2024 lag die bereinigte EBITDA-Marge von PharmaSGP mit Werten zwischen 31,3% und 33,8% am oberen Ende der Bandbreite der Peer Group-Margen. Während die Margenentwicklung der Vergleichsunternehmen im Durchschnitt in allen drei Jahren weitgehend stabil blieb, konnte PharmaSGP durch gezieltes Marketing und gehobene Wertschöpfungspotenziale der übernommenen Marken des Bestandsportfolios eine Margenverbesserung im Jahr 2023 erzielen welche jedoch bereits ab 2024 einen erneuten Abwärtstrend zeigte, der sich in den vorläufigen Zahlen für H1 2025 bestätigte.
262. In den Planungsperioden 2025 bis 2027 wird eine Margenentwicklung erwartet, die zu einer fortschreitenden Annäherung der EBITDA-Marge an das Peer Group-Niveau führt. Die Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen basieren auf Analystenprognosen. Analystenprognosen sind nicht immer objektiv, da sie teilweise von Interessenlagen ihrer Arbeitgeber oder Marktstimmungen beeinflusst werden können, was im Ergebnis zu tendenziell überwiegend positiven Einschätzungen führen kann.⁹² Für 2025 wird eine Marge von 26,9% prognostiziert, womit die PharmaSGP jedoch dennoch leicht über dem Peer Group-Durchschnitt von 25,0% liegt. Ab 2026 nähert sich die PharmaSGP mit 25,4% dem Peer Group-Niveau von 25,9% an. Der Planung nach wird die EBITDA-Marge im Jahr 2027 bei 24,4% liegen, unterhalb des Peer Group-Durchschnitts von 27,2%, aber immer noch über dem aktuellen Durchschnitt der Peer Group basierend auf den Ist-Zahlen für das Jahr 2024. Die EBITDA-Marge sinkt in den Planjahren 2025 bis 2027 durch die rückläufigen Wachstumsraten des margenstarken Bestandsportfolios in Kombination mit dem Wechsel hin zu margenschwächeren pureSGP-Produkten. Darüber hinaus kommt es zu einer Ausweitung der Marketingausgaben durch eine Forcierung der kostenintensiven digitalen Marketingaktivitäten. In diesem Zusammenhang kommt es ebenfalls zu wachsenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen (insb. Logistik und E-Commerce-Gebühren inkl. Aufwendungen für den Vertriebsweg Amazon).

⁹² Vgl. Easterwood/Nutt, 1999, Inefficiency in analysts' earnings forecasts: systematic misreaction or systematic optimism?, Journal of Finance, 54, 1777-1797.

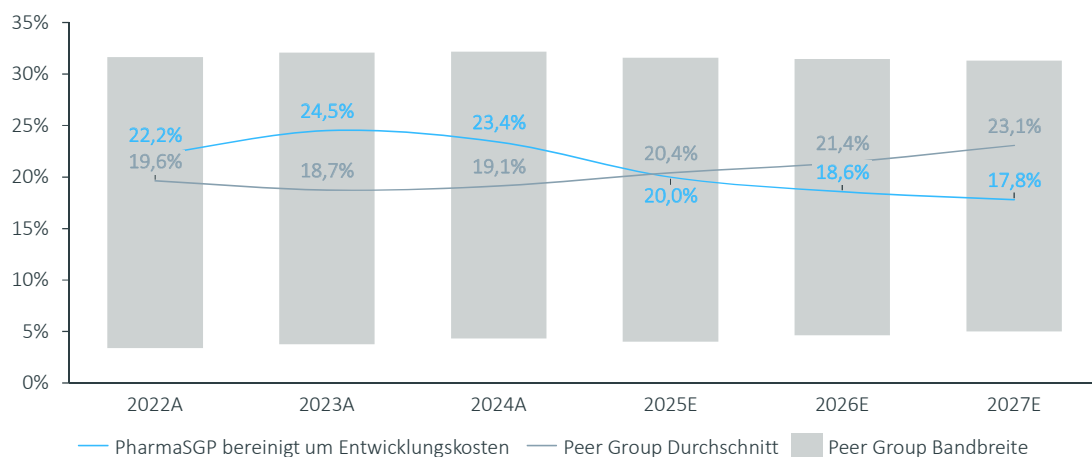
Abschreibungen

263. Die Abschreibungen werden im ersten Planjahr 2025 nahezu konstant geplant, ausgehend von 9,4 Mio. € im Jahr 2024 erfolgt planungsgemäß 2025 also nur ein leichter Anstieg auf 9,5 Mio. €. Anschließend kommt es im Jahr 2026 zu einer Erhöhung auf 10,0 Mio. € und einem weiteren Anstieg in der Planungsrechnung auf 10,3 Mio. € im Jahr 2027. Die im Rahmen der GSK-Transaktion erworbenen Marken werden über einen Zeitraum von 10 Jahren abgeschrieben. Zum Ende des Planungszeitraums liegt die GSK-Transaktion bereits 6 Jahre zurück und die erworbenen Marken wurden dementsprechend bereits über 50,0% abgeschrieben. Insofern wird erwartungsgemäß und im Einklang mit Produktlebenszyklen von OTC-Marken mit einem Rückgang der buchhalterischen Markenwerte gerechnet. Im Rahmen der GSK-Transaktion wurden dabei Auftragsbeziehungen mit einzelnen Lohnherstellern übernommen. Um Abhängigkeit von einzelnen Lohnherstellern zu vermeiden und auf Komplexität, und Markttrends reagieren zu können sowie robuste Lieferketten sicherzustellen, wird vom Unternehmen die Zertifizierung weiterer Lohnhersteller für das GSK-Produktportfolio geplant („Second Source Aktivierungen“). Entwicklungskosten für Lohnherstellerqualifizierungen werden vom Unternehmen aktiviert, wenn sie innerhalb der Entwicklungsphase anfallen und die Kriterien des IAS 38.65 erfüllen. Dies führt insgesamt zu einer Erhöhung der Abschreibungen auf Second Source Aktivierungen in den Jahren 2026 und 2027.

EBIT

264. Die EBIT-Marge bewegt sich zwar konsistent zu EBITDA-Marge rückläufig, sinkt jedoch etwas schwächer ab. Treiber dieser Entwicklung waren das Umsatzwachstum in Verbindung mit konstanten, planmäßigen Abschreibungen, die im Wesentlichen auf die im Rahmen der GSK-Transaktion erworbenen Marken und Zulassungen entfielen. Im Folgenden wurde wie bereits zuvor, die um Entwicklungskosten angepasste EBIT-Marge der PharmaSGP im Peer Group-Vergleich betrachtet.

Benchmarking der EBIT-Marge



Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

265. Im historischen Betrachtungszeitraum 2022 bis 2024 lag die um Entwicklungskosten angepasste EBIT-Marge der PharmaSGP mit Werten zwischen 22,2% und 24,5% zunächst auf einem nahezu identischen Ausgangsniveau wie die Peer Group. Durch erfolgreiches Marketing konnte das Bestandsportfolio in dieser Phase jedoch stärker als erwartet vermarktet werden, was zu einem Anstieg der Profitabilität führte. Während die EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen weitgehend stabil blieben, baute die PharmaSGP insbesondere im Jahr 2023 die Profitabilität spürbar aus und konnte diese auch 2024 noch auf einem hohen Niveau halten. Ab 2024 ist jedoch bereits ein Rückgang dieser Effekte erkennbar, sodass sich die EBIT-Marge wieder in Richtung des Peer Group-Niveaus bewegt.
266. Im Planungszeitraum zeigt sich, dass die EBIT-Marge von PharmaSGP sich dem Niveau der Peer Group angleicht. Während sich die Peer Group im Durchschnitt stabil bis leicht steigend entwickelt, ist bei PharmaSGP eine rückläufige Tendenz zu beobachten, die im Wesentlichen aus der Normalisierung der zuvor überdurchschnittlichen Margeneffekte durch erfolgreiches Marketing sowie aus der Verschiebung des Produktmixes hin zu den wachstumsstärkeren, aber margenschwächeren pureSGP-Produkten resultiert. Hier führt der Aufbau zu einer temporären Belastung der Profitabilität. Hinzu kommen erhöhte Aufwendungen und leicht steigende Abschreibungen aus den Second-Source-Aktivierungen, die die EBIT-Marge zusätzlich beeinträchtigen.

Fazit EBIT

267. Insgesamt ist die Entwicklung der Profitabilität im Planungszeitraum insbesondere auch vor dem Hintergrund der Benchmarking-Analyse mit den Peer Group-Unternehmen als plausibel zu bewerten. Im Ergebnis der Analyse wird die von der PharmaSGP geplante EBIT-Marge für Zwecke der Unternehmensbewertung unverändert übernommen.

4.4.3. Finanzergebnis

268. Das geplante Finanzergebnis der PharmaSGP setzt sich aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten zum einen und Zinserträgen aus der unterstellten operativen Mindestliquidität zum anderen zusammen.
269. Die Finanzerträge entwickeln sich rückläufig von 1,5 Mio. € im Jahr 2024 auf 0,4 Mio. € im Planjahr 2027. Wesentlicher Treiber hierfür ist Rückgang der Erträge aus Geldmarktfonds, welche in der Vergangenheit für erhöhte Zinseinnahmen gesorgt hatten und die bewertungstechnisch angenommene Ausschüttung der überschüssigen Liquidität. Aufgrund der weiter voranschreitenden Absenkung des Zinsniveaus sind die erwarteten Erträge ab 2026 merklich rückläufig.
270. Die Finanzaufwendungen bleiben im Planungszeitraum weitgehend konstant. Ausgehend von 3,1 Mio. € im Jahr 2024 erfolgt ein minimaler Anstieg auf 3,2 Mio. € im letzten Planjahr 2027. Wesentlicher Bestandteil der Position sind Zinsaufwendungen für den Konsortialkredit, welche durch die Tilgung des Kredits im Planungszeitraum rückläufig sind. Im Unterschied zur Historie ist im Planungszeitraum statt einer halbjährlichen Tilgung von 4 Mio. € eine halbjährliche

Tilgung von 2 Mio. € vorgesehen auf Basis des abgeschlossenen neuen Konsortialkreditvertrags. Rückläufige Erlöse aus der Abwicklung von Zinssicherungsgeschäften wirken den sinkenden Zinsaufwendungen leicht entgegen, so dass der Gesamtposten weitgehend konstant bleibt im Planungszeitraum. Die bestehenden Zinssicherungsgeschäfte sind hierbei noch nicht vollständig an den neuen Tilgungsplan angepasst, sodass im Planungszeitraum mit leichten Abweichungen zwischen Kreditbetrag und abgesichertem Betrag geplant wird. Die Zinskosten bewegen sich voraussichtlich in einer Spanne von rund 3,3% bis 4,0%, abhängig vom Verschuldungsgrad und dem zugrunde liegenden Margenraster.

271. Durch die Kombination aus sinkenden Zinserträgen sowie nahezu gleichbleibenden Zinsaufwendungen verringert sich das Finanzergebnis von -1,6 Mio. € im Jahr 2024 auf -2,8 Mio. € im Jahr 2027.

4.4.4. Außerordentliches Ergebnis

272. Das außerordentliche Ergebnis umfasst im Jahr 2025 die Rückbereinigung von 0,6 Mio. €, welche im Wesentlichen im Zusammenhang mit dem Delisting-Erwerbsangebot auf Ebene der sbA bereinigt wurden.

4.4.5. Ertragsteuern

273. Für die Gesellschaften der PharmaSGP, die allesamt ihren Sitz in Deutschland haben, namentlich die PharmaSGP SE und ihre Tochtergesellschaften, besteht eine ertragsteuerliche Organschaft. Für die steuerliche Organschaft wird ausgehend vom geplanten Ergebnis vor Steuern (EBT) gemäß IFRS durch die Adjustierung um steuerbilanzielle Abweichungen das zu versteuernde Einkommen berechnet. Die hierauf anzusetzende Steuerlast setzt sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag zusammen.

274. Für die Steuerberechnung werden die folgenden Annahmen angesetzt:

- Gewerbesteuerhebesatz: 250%
- Körperschaftsteuersatz: 15,0%
- Solidaritätszuschlag: 5,5%

275. Der nominale Steuersatz beträgt somit 24,6%, woraus im Mittel eine effektive Steuerquote bezogen auf das EBT von 24,6% resultiert. Zum Bewertungsstichtag bestehen keine steuerlichen Verlustvorträge.

276. Der kumulierte Ertragsteueraufwand bewegt sich ausgehend von 6,5 Mio. € im Jahr 2024 auf 6,1 Mio. € im Jahr 2027 mit einer durchschnittlichen geplanten Steuerquote von rd. 24,6%.

4.4.6. Jahresergebnis

277. Ausgehend von 19,5 Mio. € im Jahr 2024 entwickelt sich das Jahresergebnis grundsätzlich analog zum EBITDA, jedoch aufgrund etwas höherer Abschreibungen auf geplante Second Source Aktivierungen und eines geringeren Finanzergebnisses rückläufig auf 18,6 Mio. € im Jahr 2027.

4.4.7. Bilanzplanung

278. Im Rahmen der Bewertungstätigkeit wurden die der Bewertung zugrundeliegenden Plan-Bilanzen der PharmaSGP zum 31. Dezember der Jahre 2025-2027 nachvollzogen und im Folgenden analysiert:

Aktiva: Historie und Planung

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			CAGR 2024-2027
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Immaterielle Vermögenswerte	73,9	66,1	58,8	50,8	42,7	34,2	-16,5%
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	22,0%
Nutzungsrechte	1,2	0,9	0,9	0,5	0,1	5,6	81,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	2,1	1,3	0,5	0,2	0,1	0,0	-100,0%
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	51,8	43,3	40,4	-12,7%
Vorräte	7,0	10,1	10,4	12,5	13,6	14,4	11,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen	7,8	9,2	13,5	16,1	17,1	17,9	9,8%
Sonstige Vermögenswerte	2,5	2,5	3,2	3,2	0,5	0,5	-47,3%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Laufende Ertragsteuerforderungen	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	32,6	40,8	15,0	17,4	18,7	19,5	9,1%
Umlaufvermögen	51,5	62,8	42,2	49,3	49,8	52,2	7,4%
Summe Aktiva	129,1	131,3	102,8	101,1	93,1	92,6	-3,4%

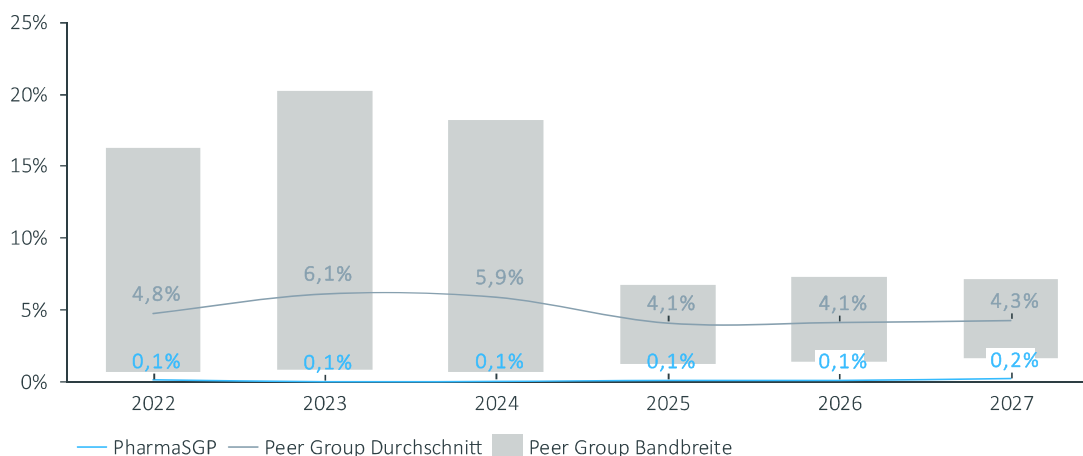
Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

Anlagevermögen

279. Insgesamt kommt es im Planungszeitraum zu einer Reduktion des Anlagevermögens um rd. - 12,7% p.a. zwischen 2024 und 2027. Die immateriellen Vermögenswerte nehmen hier im Planungszeitraum durchschnittlich 94,0% des Anlagevermögens ein.
280. Immaterielle Vermögenswerte umfassen auch im Planungszeitraum hauptsächlich das GSK-Portfolio (rd. 93,0% der Immateriellen Vermögenswerte) sowie Second Source Aktivierungen. Durch die hohen Abschreibungen des GSK-Portfolios reduziert sich der Posten auf 34,2 Mio. € bis zum Ende des Planungszeitraums mit Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte zwischen 8,9-9,5 Mio. € pro Jahr zwischen 2025 und 2027. Die Investitionen in immaterielle Vermögensgegenstände, hauptsächlich in Zusammenhang mit Second Source Aktivierungen, schwanken dabei im Gegenzug zwischen 1,0-1,3 Mio. € pro Jahr im Planungszeitraum mit einem Anteil von rd. 0,6-0,9% der Umsatzerlöse. Hinzu kommen laufende Investitionen für die Pflege und Anpassung des bestehenden Arzneimittelpartikels mit rund 80 bis 90 Zulassungen, die jährlich aktualisiert werden müssen. Hierunter fallen bspw. potenzielle Änderungen in Bezug auf das Dossier oder Änderungen der Produktionsprozesse bei Lohnherstellern, welche durch Anpassung der Arzneimittelzulassung erfasst werden müssen.

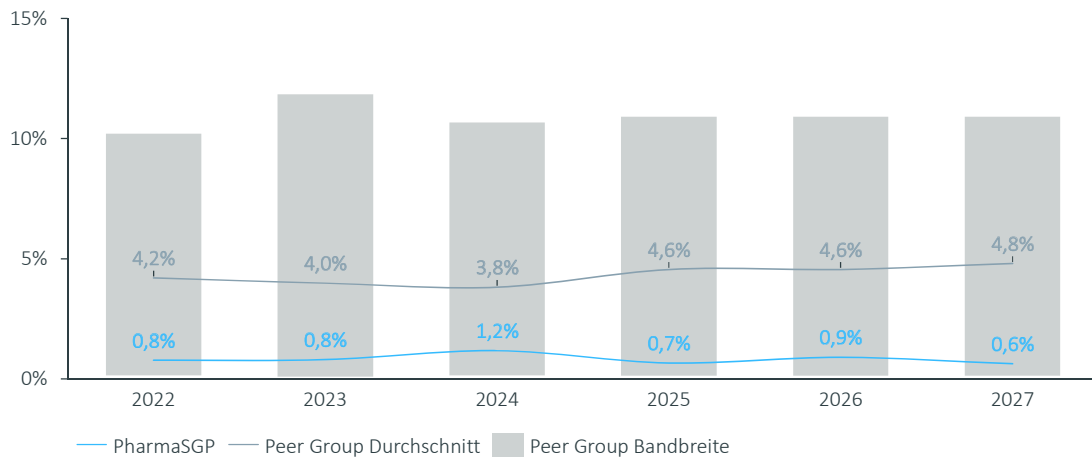
281. Die Sachanlagen hingegen nehmen nach wie vor nur einen geringen Anteil des Anlagevermögens ein und bleiben bis zum Jahr 2026 weitgehend konstant. Für das Jahr 2027 ist ein Umzug der Büroräume der PharmaSGP vorgesehen, da der bestehende Mietvertrag im gleichen Jahr ausläuft. Insofern kommt es hier zum Abschluss eines neuen Mietvertrags sowie dem Bezug neuer Räumlichkeiten. Hierbei führen geplante Mietereinbauten in den neuen Büroräumlichkeiten zu einem Anstieg des Postens auf 0,6 Mio. €. Die Einbauten umfassen im Wesentlichen zusätzliche Investitionen in Ausstattung und Digitalisierung. Die Abschreibungen im Planungszeitraum betragen rd. 0,1 Mio. € p.a. bei Investitionen zwischen 0,2-0,3 Mio. € p.a., welche nur rd. 0,1-0,2% der Umsatzerlöse einnehmen.
282. Die Nutzungsrechte entwickeln sich aufgrund der Abschreibungen auf Firmenwägen und Büroräumlichkeiten zunächst bis zum Jahr 2026 auf 0,1 Mio. € rückläufig. Anschließend kommt es im Jahr 2027 zum Abschluss eines neuen Mietvertrags sowie einem Anstieg der Nutzungsrechte auf 5,6 Mio. €.
283. Im Rahmen der nachfolgenden Analyse der Investitionstätigkeit wird das Verhältnis von CAPEX zu den Umsatzerlösen (im Folgenden „CAPEX-Quote“) betrachtet. Die CAPEX der PharmaSGP (exklusive Investitionen in Nutzungsrechte) betragen im Jahr 2025, 2026 und 2027 in Summe 1,1 Mio. €, 1,5 Mio. € und 1,3 Mio. €. Werden CAPEX inklusive Investitionen in Nutzungsrechte betrachtet, ergeben sich 1,1 Mio. €, 1,6 Mio. € und 7,4 Mio. €. Der Anstieg im letzten Planjahr resultiert aus dem Abschluss des neuen Mietvertrags.
284. Zur Plausibilisierung des Investitionsvolumens wurde die CAPEX-Quote differenziert nach immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen betrachtet und mit der Peer Group verglichen:

Investitionsquote - Sachanlagen



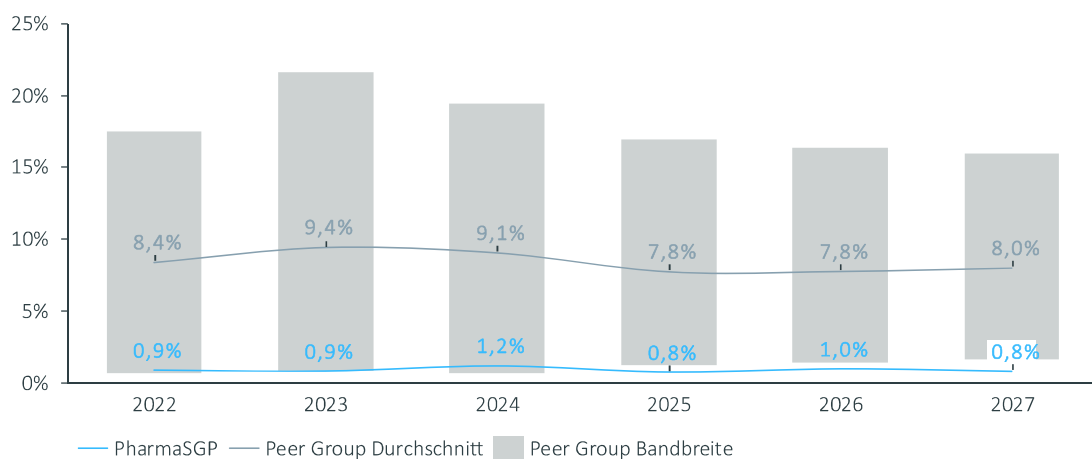
Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Investitionsquote – Immaterielle Vermögenswerte



Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Investitionsquote – Sachanlagen und Immaterielle Vermögenswerte⁹³



Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

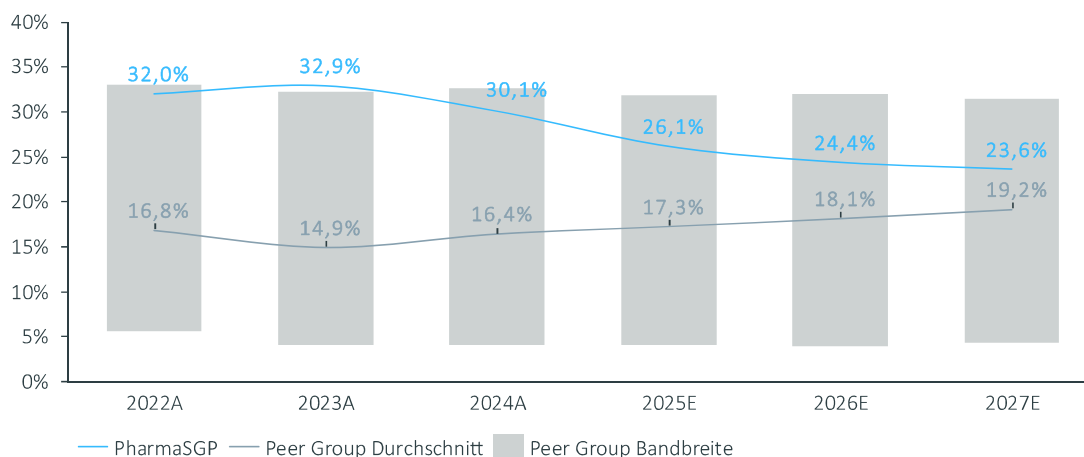
285. Die Investitionsquote, exklusive der Investitionen in Nutzungsrechte, schwankt im Planungszeitraum zwischen 0,8-1,0% und bewegt sich unter dem Peer Group-Durchschnitt sowie historisch betrachtet am Minimum der Bandbreite. Im Planungszeitraum bewegt sich die Quote anschließend außerhalb der Bandbreite der Vergleichsunternehmen, welche mit Durchschnittswerten von 7,8-8,0% in allen drei Planjahren um ein Vielfaches über der Quote der PharmaSGP liegen. Während die Vergleichsunternehmen konstant hohe Investitionen in Marken- und Produktportfolien durchführten, sind in der Planungsrechnung der PharmaSGP keine Investitionen in die Akquisition einzelner Marken, Produkte oder umfassender Marken-

⁹³ Anm.: Die Investitionsquote für Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte entspricht nicht der Summe der jeweiligen Einzelquoten, da den Durchschnittswerten unterschiedliche Unternehmenszahlen zugrunde liegen. In der Berichterstattung von Dermapharm wird nicht zwischen Investitionen in Sachanlagen und Immaterielle Vermögenswerte unterschieden, wurde vereinfachend vollständig bei den Investitionen in Sachanlagen berücksichtigt, Prestige hat keine Investitionen in immaterielle Vermögenswerte.

und Produktportfolien vorgesehen, da der Fokus auf der kurzfristigen organischen Weiterentwicklung liegt.

286. Im Ergebnis der Analyse werden die Investitionen der PharmaSGP im Planungszeitraum 2025 bis 2027 für Zwecke der Unternehmensbewertung unverändert übernommen.

Benchmarking der OpFCF-Marge



Quelle: PharmaSGP Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

287. Die OpFCF-Marge (operating free Cashflow-Marge) der PharmaSGP basiert auf dem um Entwicklungskosten angepassten EBITDA abzüglich Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte im Verhältnis zu den Umsatzerlösen. Im historischen Betrachtungszeitraum weist die PharmaSGP eine deutlich höhere OpFCF-Marge als die Peer Group auf, was im Wesentlichen auf die überdurchschnittliche EBITDA-Marge sowie auf deutliche Unterinvestitionen im Vergleich zur Peer Group zurückzuführen ist und damit kein nachhaltig erzielbares Ergebnis darstellt. Ab 2024 beginnt eine sukzessive Annäherung an den Peer Group-Durchschnitt aufgrund leicht sinkender Profitabilität der PharmaSGP bei weiterhin niedrigen Investitionen. Bis 2027 konvergiert PharmaSGP auf ein mit der Peer Group vergleichbares Niveau, erzielt aber auch im letzten Planjahr 2027 noch eine überdurchschnittlich hohe OpFCF-Marge, die die Peer Group deutlich um 4,4 Prozentpunkte übertrifft.

Umlaufvermögen

288. Das Umlaufvermögen erhöht sich im Planungszeitraum ausgehend von 42,2 Mio. € im Jahr 2024 auf 52,2 Mio. € im Jahr 2027. Wesentliche Treiber sind der umsatzbedingte Anstieg der Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistung sowie der Zahlungsmittel.
289. Der Anstieg der Vorräte um rd. 11,2% jährlich zwischen 2024 und 2027 resultiert maßgeblich aus dem initialen Anstieg des Gesamtpostens zwischen 2025 und 2026, welcher sich aus dem hohen Umsatzwachstum im ersten Planjahr ergibt. Anschließend verzeichnet der Posten nur noch moderate Anstiege in den Jahren 2026 und 2027. Zudem verursacht der Ausbau der pureSGP-Produktfamilie einen im Vergleich zur Historie erhöhten Materialeinsatz, da

Herstellungsprozesse und Materialkosten im Vergleich zu bestehenden Altprodukten höhere Aufwendungen verursachen. Die durchschnittliche Lagerdauer sinkt von 351 Tagen im Jahr 2024 auf 329 Tage im Jahr 2027 und resultiert aus einer geplanten Optimierung der Lagerbestände.

290. Für die Forderungen aus Lieferungen und Leistung ergibt sich eine ähnliche Entwicklung. Zwischen 2025 und 2026 kommt es aufgrund des weiterhin hohen Umsatzwachstums zu einem stärkeren Anstieg, anschließend steigt der Posten in den Planjahren 2026 und 2027 nur moderat an. Die Forderungslaufzeit bleibt mit 42 Tagen zwischen 2024 und 2027 unverändert.
291. Die sonstigen Vermögenswerte bleiben zwischen 2024 und 2025 konstant. Anschließend kommt es im Jahr 2026 zu einem merklichen Rückgang auf 0,5 Mio. €. Dieser resultiert aus dem Wegfall des Anspruchs auf Freistellungen im Zusammenhang mit einem laufenden Rechtsstreit, da für 2027 von einer Inanspruchnahme des Freistellungsanspruchs ausgegangen wird.
292. In Bezug auf Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente geht die PharmaSGP von einem operativen Mindestbestand von 15,0 Mio. € aus. Entsprechend wurde bewertungstechnisch die historische Rate von operativem Mindestbestand zu Umsatzerlösen aus dem letzten historischen Jahr 2024 im Planungszeitraum entsprechen fortgeschrieben und zur Verfügung stehende liquide Mittel ausgeschüttet. Der Posten steigt bis zum Ende des Planungszeitraums auf 19,5 Mio. € an, ausgehend von 15,0 Mio. € im Jahr 2024. Der Anstieg resultiert aus dem geplanten Anstieg der Umsatzerlöse.
293. Der Rückgang der Aktiva auf 92,6 Mio. € bis zum Jahr 2027 wird im Wesentlichen durch den Rückgang des Anlagevermögens bzw. der immateriellen Vermögenswerte getrieben. Dem entgegen stehen moderate Anstiege im Umlaufvermögen auf Ebene der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstigen Forderungen sowie der Vorräte und der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente.

Passiva

294. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet:

Passiva: Historie und Planung

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024-2027
Eigenkapital	31,1	39,8	20,5	25,7	24,7	22,1	2,6%
Finanzverbindlichkeiten	80,7	73,1	65,4	60,1	56,6	53,0	-6,8%
Leasingverbindlichkeiten	1,2	0,9	1,0	0,5	0,0	6,4	87,5%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	60,6	56,6	59,3	-3,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,8	9,9	4,4	3,5	3,6	3,9	-4,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9	2,0	3,4	1,7	1,7	1,6	-21,9%
Laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten	0,0	1,4	3,8	4,6	4,3	3,8	-0,4%
Passive latente Steuern	1,2	0,8	0,8	1,1	1,0	0,6	-11,8%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	12,9	14,1	12,5	10,9	10,6	9,8	-7,6%
Rückstellungen	3,2	3,4	3,5	3,8	1,2	1,3	-28,6%
Summe Passiva	129,1	131,3	102,8	101,1	93,1	92,6	-3,4%

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

Eigenkapital

295. Das Eigenkapital bleibt weitgehend konstant im Planungszeitraum und entwickelt sich bis zum Jahr 2027 auf 22,1 Mio. €. Dabei ist die bewertungstechnische Ausschüttungsannahme hinterlegt, dass alle über die operativ notwendige Mindestkasse zur Verfügung stehenden liquiden Mittel ausgeschüttet werden.

Verzinsliche Verbindlichkeiten

296. Die verzinslichen Verbindlichkeiten entwickeln sich aufgrund des Rückgangs der Finanzverbindlichkeiten rückläufig bis zum Jahr 2027. Innerhalb der Finanzverbindlichkeiten ist eine schrittweise Tilgung des Konsortialkredits vorgesehen. Im Unterschied zur Historie ist im Planungszeitraum statt einer halbjährlichen Tilgung von 4 Mio. € eine halbjährliche Tilgung von 2 Mio. € geplant. Die Verzinsung erfolgt im Planungszeitraum auf Basis einer Marge zwischen 1,3% und 2,7%, abhängig von der Inanspruchnahme sowie des aktuellen Verschuldungsgrades der PharmaSGP, zuzüglich des EURIBOR für die relevante Zinsperiode. Der erwartete Verschuldungsgrad, das Verhältnis von verzinslichen Verbindlichkeiten zum EBITDA, bewegt sich hierbei im Planungszeitraum in einer Spanne von 1,5x-1,7x mit einer erwarteten Gesamtzinsrate zwischen 3,3-4,0%.
297. Die Leasingverbindlichkeiten entwickeln sich aufgrund von planmäßigen Tilgungen gemäß IFRS 16 in den Jahren 2025 und 2026 ebenfalls rückläufig. Im Jahr 2027 kommt es aufgrund des

beabsichtigten Abschlusses des neuen Mietvertrags zu einem erneuten Anstieg des Gesamtpostens. Die Zinsrate beträgt im Planungszeitraum rd. 3,4%.

Unverzinsliche Verbindlichkeiten

298. Aufgrund des moderaten Rückgangs der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung sowie der sonstigen Verbindlichkeiten entwickeln sich die unverzinslichen Verbindlichkeiten leicht rückläufig bis zum Ende des Planungszeitraums.
299. Nach einem initialen Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung im ersten Planjahr 2025 steigt der Posten bis zum Ende des Planungszeitraums wieder moderat an und erreicht im Jahr 2027 einen Wert i.H.v. 3,9 Mio. €. Durch den Rückgang verringert sich die Kreditorenlaufzeit von 149 Tagen im Jahr 2024 auf 88 Tage. Dies liegt unter anderem an kürzeren Zahlungszielen von Kreditoren, insbesondere in Bezug auf Verbindlichkeiten in Zusammenhang mit dem Mediengeschäft.
300. Die sonstigen Verbindlichkeiten reduzieren sich zwischen 2024 und 2025 um rd. 50,0% und verbleiben anschließend bis zum Ende des Planungszeitraums auf einem konstanten Niveau. Grund für den initialen Rückgang des Postens sind die Reduktion der sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten, welche nach IFRS 15 Rückerstattungsverbindlichkeiten gegenüber Onlineshops enthalten. Diese laufen während des Jahres 2025 schrittweise aus und sind in den Planjahren 2026 und 2027 nicht weiter enthalten. Im Wesentlichen handelt es sich hierbei um eine historische Verbindlichkeit gegenüber einem Kunden, welcher sich zur Erstbevorratung mit einem überhöhten Warenbestand eingedeckt hatte. Dieser konnte nicht zeitnah abverkauft werden. Das Geschäft wird insofern im Laufe des Jahres 2025 durch neue Kunden ersetzt, für welche jedoch noch keine erwarteten Vorauszahlungen abgeschätzt werden können. Insofern wurden auch keine Rückerstattungsverbindlichkeiten eingeplant.
301. Die Ertragsteuerverbindlichkeiten steigen planungsgemäß im Jahr 2025 kurzfristig leicht an und stabilisieren sich im weiteren Verlauf des Planungszeitraums auf einem mit dem Niveau des Jahres 2024 vergleichbaren Wert. Auch die passiven latenten Steuern verzeichnen nur geringfügige Schwankungen zwischen 2024 und 2027. Die effektive Steuerquote im Planungszeitraum bewegt sich zwischen 24,6%-24,8%.
302. Die Rückstellungen bleiben im Jahr 2025 zunächst weitgehend konstant und reduzieren sich anschließend im Jahr 2026 um rd. 2,6 Mio. €. Grund hierfür ist die Entnahme der Rückstellung im Zuge eines Rechtsstreits, welche in Q1 2026 erwartungsgemäß aufgelöst wird. Anschließend bleibt der Posten nahezu konstant im Jahr 2027.
303. Der Rückgang der Passiva zwischen 2025 und 2026 wird im Wesentlichen durch die Ausschüttungen, den Rückgang der verzinslichen Verbindlichkeiten sowie der Entnahme der Rückstellung im Zuge des Rechtsstreits im Jahr 2026 getrieben. Anschließend wird der Rückgang der Finanzverbindlichkeiten und des Eigenkapitals durch einen Anstieg der

Leasingverbindlichkeiten im Jahr 2027 kompensiert, sodass die Passiva im letzten Planjahr nahezu unverändert bleiben.

4.4.8. Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

304. 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.
305. Aktuelle Marktaussichten zeigen für die PharmaSGP auf der einen Seite positive Trends (siehe Beschreibung des Markt- und Wettbewerbsumfelds des OTC-Markts in Kapitel 2.3.4), aber auf der anderen Seite signifikante Herausforderungen durch Wettbewerber, die einen deutlichen Kostendruck erzeugen können. Hierzu gehören der Rückgang stationärer Apotheken, ein verstärkter Fokus auf digitale Marketingkanäle, steigende Kosten für Drittanbieter und Online-Shops, hohe erforderliche Investitionen in Sichtbarkeit, Logistik und IT-Infrastruktur sowie eine wettbewerbsintensive, überwiegend fragmentierte Marktstruktur mit einer Vielzahl regionaler und spezialisierter Anbieter. Um die Zielgruppe weiterhin erreichen zu können, ist es notwendig, weiterhin Marketing in den teurer werdenden klassischen Kanälen (TV und Print) zu betreiben und zusätzlich kostenintensive Marketingkanäle (Online) auszubauen. Die Effizienz des Marketings, u.a. um die relevanten Zielgruppen zu erreichen, nimmt aufgrund stärkerer Wettbewerbsintensität, zunehmender Fragmentierung der Kommunikationskanäle sowie veränderter Konsumgewohnheiten, ab. Hierdurch steigt die Marketingaufwandsquote zukünftig an. Zusätzlich sieht die PharmaSGP die unternehmerische Notwendigkeit, die bestehende Zielgruppe auch über zusätzliche Vertriebskanäle zu erreichen, die strukturell höhere Vertriebskosten durch E-Commerce verursachen. Die aktuelle Portfolioerweiterung findet im Bereich Nahrungsergänzungsmittel statt, da der Vorstand der PharmaSGP SE zunehmend eine Stagnation im Bestandsportfolio festgestellt hat. Die Produkterweiterung führt zu einer Verschiebung des Produktmixes hin zu wachstumsstärkeren, aber margenschwächeren Produkten. Vor diesem Hintergrund wird die Planungsrechnung der PharmaSGP als plausibel erachtet.
306. Die Planungsrechnung zeichnet ein insgesamt konsistentes Bild der Geschäftsentwicklung im Zeitraum 2025 bis 2027. Zwar verlangsamt sich das Umsatzwachstum gegenüber den Vorjahren, was jedoch durch den Rückgang einzelner Produkte des Bestandsportfolios nachvollziehbar begründet werden kann. Baldriparan® und Restaxil® tragen weiterhin zum Umsatzwachstum bei, weisen jedoch im Planungszeitraum im Vergleich zur Historie eine moderatere Entwicklung auf, während RubaXX® und Mavosten® konstante Umsatzbeiträge verzeichnen. DESEO® und Neradin®, beide Kernprodukte aus dem Bereich der sexuellen Schwäche, zeigen noch einstellige jährliche Wachstumsraten zwischen 2024 und 2027. Rückgänge im Bestandsportfolio werden durch den Aufbau der pureSGP-Produkte teilweise ausgeglichen. Diese Entwicklung führt in Summe zu einer Verschiebung des Produktmixes. Geografisch bleibt zudem der italienische Markt nach ersten Auswertungen in H1 2025 insgesamt hinter den Erwartungen zurück.

307. Die zentrale Wachstumsperspektive liegt im Aufbau der neuen pureSGP-Produkte, die zwar zusätzliche Umsätze generieren, jedoch margenschwächer sind und aufgrund höherer Materialaufwendungen sowie erheblicher Marketinginvestitionen zunächst belastend auf die Profitabilität wirken. Hinzu kommen externe Kostentreiber wie steigende Amazon-Drittgebühren, höhere Logistikkosten sowie ein zunehmender Einsatz von Online-Werbung, welche die Aufwendungen zusätzlich erhöhen.
308. Vor diesem Hintergrund ist der Rückgang der EBITDA-Marge im Planungszeitraum nachvollziehbar. Dies entspricht den Erwartungen angesichts des stärkeren Anteils margenschwächerer Produkte im Portfolio und reflektiert die Analysen und Entscheidungen des Vorstands, Margenbelastungen zugunsten einer langfristig stabilen Ertragsbasis in Kauf zu nehmen und um dem stagnierenden Bestandsportfolio entgegenzuwirken.
309. Externe Benchmarking-Analysen bestätigen die Plausibilität der Planung: Das Umsatzwachstum bewegt sich bis 2027 im Durchschnitt vergleichbarer Unternehmen, die EBITDA-Marge folgt einer ähnlichen Entwicklung und liegt zum Ende des Planungszeitraums im erwarteten Korridor. In der Planungsrechnung konvergiert die EBITDA-Marge gegen den Durchschnitt der Peer Group, sodass die Margenplanung als nachvollziehbar erscheint. Marktbetrachtungen in den relevanten Zielmärkten zeigen ebenfalls nur Wachstumsraten im einstelligen Bereich von 2,0%-2,5% und bestätigen die geplante Reduktion des Umsatzwachstums.
310. Aufgrund der durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung, der Benchmarking-Analysen mit der Peer Group, der mit dem Vorstand der PharmaSGP SE geführten Gespräche und der Analyse des Planungsprozesses wird die Planungsrechnung als plausibel erachtet.

4.5. Konvergenz- und Fortführungsphase

311. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in mindestens zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst i.d.R. drei bis fünf Geschäftsjahre. Zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase kann es zweckmäßig sein, eine weitere Zwischenphase (sog. Konvergenz- oder Grobplanungsphase) zu modellieren.
312. Die DVFA-Empfehlungen teilen den Prognosezeitraum explizit in mindestens zwei Phasen. Die Detailplanungsphase umfasst dabei i.d.R. 3 bis maximal 10 Geschäftsjahre. Hier sind detaillierte Planungen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse zu beschreiben. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Befindet sich das Unternehmen noch in einer Anpassungsphase, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sollte vor der Rentenphase eine Konvergenz- bzw. Grobplanungsphase modelliert

werden. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Dabei wurde zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses zunächst eine Konvergenzphase für den Zeitraum von zwei Jahren (2028 bis 2029) berücksichtigt und anschließend eine ewige Rente angesetzt.

4.5.1. Konvergenzphase

313. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2027 befindet sich die PharmaSGP noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, so dass der Planungszeitraum um eine zweijährige Konvergenzphase erweitert wurde. In der Konvergenzphase wird die im letzten Planjahr 2027 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 4,6% über einen Zeitraum von zwei Jahren auf das für die ewige Rente angenommene nachhaltige Niveau von 1,0% überführt.
314. Nach plausibler Auskunft des Vorstands der PharmaSGP SE wird nach der Detailplanungsphase im Bestandsportfolio von konstant hohen EBITDA-Margen ausgegangen. Die EBITDA-Margen der Produktfamilie pureSGP erhöhen sich erwartungsgemäß weiter. Bei erwarteten gleichbleibenden EBITDA-Margen des Bestandsportfolios sowie ansteigenden EBITDA-Margen der Produktfamilie pureSGP kommt es somit insgesamt zu einer Steigerung der Profitabilität. Aufgrund der im Vergleich zur Peer Group deutlich geringeren Investitionsquote erzielt die PharmaSGP zudem im Planungszeitraum eine erheblich höhere OpFCF-Marge. Während die Peer Group im Planungszeitraum bei rd. 18,2% liegt, erzielt die PharmaSGP im Durchschnitt eine OpFCF-Marge von rd. 24,7% zwischen 2025 und 2027.⁹⁴ Die EBITDA-Marge steigt annahmegemäß von 24,4% im letzten Planjahr 2027 auf ein nachhaltiges Niveau von 25,1% in der Ewigen Rente (im Jahr 2030). Die OpFCF-Marge wird aufgrund einer nachhaltig angenommenen erhöhten Investitionsquote auf ein Niveau von rd. 21,6% überführt und nähert sich damit der Peer Group an, übersteigt aber den Peer Group-Durchschnitt der Jahre 2025 bis 2027 immer noch um rd. 3,4 Prozentpunkte und ist somit ambitioniert.
315. Das nachhaltige Finanzergebnis von PharmaSGP ergibt sich aus der Fortentwicklung der liquiden Mittel sowie der verzinslichen Verbindlichkeiten, die sich im Wesentlichen aus Finanzverbindlichkeiten zusammensetzen. Dabei wird der Zinssatz von 2,0% auf liquide Mittel aus dem letzten Planjahr 2027 fortgeschrieben. Für die Verbindlichkeiten wurden die impliziten Zinssätze auf Basis von EURIBOR-Forward-Rates und der dem Verschuldungsgrad entsprechenden Kreditmarge unter Berücksichtigung des relevanten Zeitraums abgeleitet und auf dieser Basis ein Gesamtzinssatz von 3,7% bis in die Ewige Rente fortgeschrieben.
316. Die effektive Steuerquote innerhalb der Konvergenzphase wird maßgeblich durch das steuerliche Investitionsprogramm der Bundesregierung beeinträchtigt. Der „Gesetzesentwurf für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland“ wurde von Bundestag und Bundesrat verabschiedet und trat am 19. Juli 2025 in Kraft. Unter anderem beinhaltet das Gesetz eine schrittweise Absenkung der

⁹⁴ OpFCF-Marge auf Basis des um Entwicklungskosten angepassten EBITDA sowie auf Basis von Investitionen in immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen.

Körperschaftsteuer ab dem Jahr 2028. Hierbei sinkt die Körperschaftsteuer schrittweise bis zum Jahr 2032 in fünf Schritten um jeweils ca. 1,0 Prozentpunkt ab, ausgehend von 15,0% im Jahr 2027. Ausgehend von einer effektiven Steuerquote von rd. 24,6% ergibt sich hieraus für die PharmaSGP eine Steuerquote von 23,5% für das Jahr 2028, 22,5% für das Jahr 2029, 21,4% für das Jahr 2030, 20,4% für das Jahr 2031 und 19,3% für das Jahr 2032. Nachdem die Ewige Rente bereits im Jahr 2030 angenommen wird, wurde im Rahmen der Bewertung bereits für das Jahr 2030 die volle Reduktion der Körperschaftsteuer aus dem Jahr 2032 angesetzt und von einer effektiven Steuerquote von 19,3% ausgegangen. Die Differenz zur tatsächlich zu erwartenden Steuerlast in den Jahren 2030 und 2031, in welchen eine höhere Steuerquote anzuwenden wäre, wurde als Sonderwert in der Bewertung berücksichtigt.

317. Das Jahresergebnis erhöht sich im ersten Konvergenzjahr 2028 im Vergleich zum letzten Planjahr 2027. Grund hierfür ist im Wesentlichen die Überleitung der Abschreibungen auf ein nachhaltig angenommenes Niveau, während im Planungszeitraum hohe Abschreibungen auf das GSK-Portfolio für ein im Vergleich zur Konvergenz vermindertes Jahresergebnis verantwortlich sind. Bis zum Ende des Jahres 2031 wurde das GSK-Portfolio annahmegemäß vollständig abgeschrieben. Aufgrund der in den Jahren 2028 bis 2031 entstehenden Differenz zwischen nachhaltig angenommenen Abschreibungen innerhalb der Konvergenz- und Fortführungsphase sowie den tatsächlich geplanten Abschreibungen des GSK-Portfolios bis zum Ende des Jahres 2032 wurde hierfür ein Sonderwert angesetzt. Dieser wird im Rahmen des Kapitels 6.2.2 näher thematisiert.
318. Es wurde eine nachhaltige Investitionsquote von 3,5% (exkl. Nutzungsrechte) angesetzt. Inklusive der Nutzungsrechte wurde eine nachhaltige Investitionsquote von 3,9% abgeleitet. Diese ergibt sich im Wesentlichen aus den Investitionen in immaterielle Vermögenswerte. Im Vergleich zu Peer Group-Unternehmen bewegt sich die Investitionsquote der PharmaSGP unterhalb des Peer Group-Durchschnitts und innerhalb des Planungszeitraums sogar unterhalb der Peer Group-Bandbreite. Die Großteils im Zuge vorheriger Transaktionen erworbenen Marken des Bestandsportfolios, insbesondere das GSK-Portfolio, weisen Produktlebenszyklen von OTC- bzw. Gesundheitsprodukten auf und verfügen somit über eine begrenzte Nutzungsdauer in Bezug auf das Ausschöpfen von Wertsteigerungspotenzialen. Insofern muss nachhaltig von höheren Investitionen in immaterielle Vermögenswerte insbesondere OTC-Marken und -Produkte sowie Gesundheitsprodukte ausgegangen werden. Auf Basis von Analysen zu Nutzungsdauern von OTC-Marken im Pharmabereich wurde daher eine geschätzte Reinvestitionsdauer von rd. 20 Jahren abgeleitet. Aufgrund der Abschreibungsdauer von 10 Jahren der Marken des GSK-Portfolios könnte auch eine geringere Nutzungsdauer und somit höhere notwendige Reinvestition angenommen werden. Für Bewertungszwecke wurde die ambitionierte und werterhöhende Annahme einer ökonomischen Nutzungsdauer von 20 Jahren herangezogen. Hieraus ergibt sich unter Einbezug der Anschaffungskosten des GSK-Portfolios sowie der im Planungszeitraum beobachtbaren Investitionen für den Erhalt des Bestandsportfolios und die Qualifizierung von Lohnherstellern eine nachhaltige Investitionsquote von rd. 3,4% für immaterielle Vermögensgegenstände. Diese liegt noch immer unter dem Peer Group-Durchschnitt im Planungszeitraum von 4,6% und ist insofern als ambitioniert und werterhöhend einzuschätzen.

319. Für Sachanlagen und Nutzungsrechte wurden die im Planungszeitraum angesetzten Investitionen mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Für die Investitionen in Sachanlagen ergibt sich eine Investitionsquote von 0,1% und für die Nutzungsrechte von 0,4%.
320. Das nachhaltige Niveau der Working Capital Posten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräte sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wird anhand der jeweiligen Kennzahlen Debitorenlaufzeit (DSO), Lagerreichweite (DIO) und Kreditorenlaufzeit (DPO) des letzten Jahres der Detailplanung fortentwickelt.
321. Die liquiden Mittel in der Konvergenz- und Fortführungsphase ergeben sich aus der integrierten Fortentwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz sowie unter Berücksichtigung der Dividendenausschüttung. Nachhaltig wird eine operativ notwendige Mindestkasse i.H.v. ca. 12,6% der Umsatzerlöse angenommen.
322. Die Entwicklung des Eigenkapitals erfolgt integriert unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses der jeweiligen Periode und der Dividendenausschüttungen. Dabei wird in der Vorsteuerrechnung annahmegemäß die über die operativ notwendige Mindestkasse hinausgehende Liquidität vollständig ausgeschüttet. Zwecks Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuern bei der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern wird eine Ausschüttungsquote von 50% des Jahresergebnisses angenommen.
323. Der Bewertungsstandard IDW S 1 sieht vor, dass die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzubilden ist. Diese Kapitalstruktur wird in der Konvergenzphase fortgeführt. Zum Ende der Konvergenz bestehen insofern verzinsliche Verbindlichkeiten von 61,1 Mio. €, die sich aus finanziellen Verbindlichkeiten und von 54,6 Mio. € und Leasingverbindlichkeiten von 6,5 Mio. € zusammensetzen. Die Planung der Leasingverbindlichkeiten in der Konvergenzphase basiert auf der oben dargestellten konstanten Entwicklung der Leasingvermögenswerte. In der Fortführungsphase werden die verzinslichen Verbindlichkeiten mit der langfristigen Wachstumsrate fortgeschrieben.

4.5.2. Fortführungsphase

324. Die Fortführungsphase beschreibt anschließend eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.⁹⁵ Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand des Unternehmens abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.
325. Bei der Planungsrechnung der PharmaSGP handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der

⁹⁵ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

Ewigen Rente muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.⁹⁶ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens Relevanz hat, sind zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben dem preisbedingten Wachstum auch andere Komponenten, wie beispielsweise die Möglichkeit zur Weitergabe von Preissteigerungen an Kunden oder die Entwicklung und Zukunftsaussichten der relevanten Absatzmärkte, einzubeziehen. PharmaSGP ist in einem Marktumfeld tätig, das durch einen intensiven Wettbewerb und daraus resultierende Preiskämpfe gekennzeichnet ist. Vor diesem Hintergrund ist die Möglichkeit, Preissteigerungen vollständig und unmittelbar an die Endkunden weiterzugeben, nur eingeschränkt gegeben.

326. Bei der Diskussion des erwarteten Preiswachstums ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiterer Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag ist die PharmaSGP auf Deutschland fokussiert. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls ausschließlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa.⁹⁷ Bereits in der Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum regelmäßig um den durch die Zentralbanken angegebenen Zielwert schwankt.
327. Eine einführende Analyse hierzu wurde bereits im Rahmen des Kapitels „Makroökonomische Situation und Ausblick“ vorgenommen. In Deutschland, dem nach den Umsatzerlösen gewichteten Hauptabsatzland, liegt die tatsächliche (durchschnittliche) Inflationsrate erwartungsgemäß bei rd. 2,2% ab 2028. Für die Europäische Union ergibt sich ein ähnliches Bild. Hier geht der IWF von einer Inflationsrate von 2,1% für die Jahre ab 2028 aus (vgl. Kapitel 2.3.3). Hierbei können zukünftige Krisenphasen und exogene Schocks auftreten, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen berücksichtigt werden können und die Wachstumserwartungen dämpfen.
328. Darüber hinaus ist PharmaSGP in Nischenmärkten des OTC-Markts tätig. Der OTC-Markt wird hinsichtlich Wachstumschancen und Margenentwicklung zwar einerseits aufgrund von

⁹⁶ Vgl. WP-Handbuch Edition „Bewertung und Transaktionsberatung“ (2018): Teil A, Rz. 427

⁹⁷ Vgl. Europäische Zentralbank, 2011, S. 7 und 64.

demographischer Entwicklung und zunehmendem Gesundheitsbewusstsein weiterhin von einem Mengenwachstum geprägt sein, andererseits ist PharmaSGP jedoch einer relativ hohen Transparenz, hohem regulatorischen Einfluss, hohem Wettbewerb und zudem hohem Preisdruck ausgesetzt. Das Marktumfeld ist durch ein begrenztes Wachstumspotenzial innerhalb der bestehenden Produkt- und Markenportfolios geprägt. Die Nutzungsdauer der Marken des Bestandsportfolios ist limitiert, und die Marktattraktivität einzelner Produkte nimmt über die Zeit ab, da diese einen Produktlebenszyklus durchlaufen. Gleichzeitig ist ein leichter Rückgang der Markenbekanntheit und -loyalität zu beobachten, was die Möglichkeiten einer nachhaltigen Mengenausweitung und Umsatzwachstumspotential weiter einschränkt.

329. Ergänzend ist zu berücksichtigen, dass die verstärkte Ausrichtung des Geschäftsmodells in Richtung alternativer Vertriebskanäle – insbesondere E-Commerce – zwar kurzfristig Wachstum generieren kann, mittelfristig jedoch zu einem strukturell höheren Wettbewerbsdruck bei gleichzeitig strukturell höheren Vertriebskosten führt und damit tendenziell zu sinkenden Margen. Preissteigerungen infolge der Inflation können nur eingeschränkt an die Endkunden weitergegeben werden, da die Produkte bereits eher hochpreisig positioniert sind und gleichzeitig zunehmendem Preisdruck ausgesetzt bleiben.
330. Weitere Marktfaktoren, die die Wachstumsfähigkeit begrenzen, sind die hohe Transparenz und der intensive Wettbewerb im OTC-Segment, regulatorische Restriktionen sowie die beschränkten Möglichkeiten zur Effizienzsteigerung über Kostensenkungen oder Produktmixverschiebungen. In Summe führen diese strukturellen Gegebenheiten dazu, dass PharmaSGP auf lange Sicht nur ein geringfügiges, aber nachhaltiges Wachstum der finanziellen Überschüsse realisieren kann.
331. Zur Bestimmung der Wachstumsrate werden die prognostizierte Entwicklung des BIP (vgl. Kapitel 2.3.3), die zukünftige Entwicklung des OTC-Markts insbesondere in Deutschland, die Marktpräsenz der PharmaSGP (vgl. Kapitel 2.3.4), das Geschäftsmodell (vgl. Kapitel 2.3.1) und die Möglichkeiten, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels Preissteigerungen umsatzseitig an die Kunden weiter zu geben berücksichtigt.
332. In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten wurde insbesondere vor dem Hintergrund des intensiven Markt- und Wettbewerbsumfelds eine nachhaltige, branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 1,0% gewählt.

4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber

333. Abschließend werden die angepassten Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen der PharmaSGP dargestellt, welche für die Ableitung der finanziellen Überschüsse maßgeblich sind, und durch die Übersicht der finanziellen Werttreiber (Kennzahlen) zusammengefasst.

Angepasste Gewinn- und Verlustrechnung:⁹⁸

in Mio. €/ in %

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			Konvergenz		TV	CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2024-2027
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	137,8	147,8	154,5	158,9	160,4	162,0	9,1%
Wachstum in %	n/a	17,8%	17,5%	16,0%	7,2%	4,6%	2,8%	1,0%	1,0%	
Materialaufwand	-9,0	-9,5	-10,8	-13,9	-15,1	-15,9	-16,4	-16,5	-16,6	13,7%
Rohhertrag	76,8	91,6	108,0	123,9	132,7	138,6	142,5	144,0	145,5	8,7%
in % der Umsatzerlöse	89,5%	90,6%	90,9%	89,9%	89,8%	89,7%	89,7%	89,7%	89,8%	
Personalaufwand	-5,8	-7,4	-8,1	-9,3	-9,8	-10,7	-11,0	-11,1	-11,1	9,6%
Marketingaufwand	-37,4	-43,4	-53,3	-64,0	-70,3	-74,3	-76,4	-76,8	-77,3	11,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-24,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,7	-7,0	-9,7	-13,7	-15,2	-16,0	-16,4	-16,5	-16,6	18,1%
EBITDA	28,2	34,1	37,2	37,1	37,5	37,7	38,9	39,7	40,7	0,5%
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,7%	31,3%	26,9%	25,4%	24,4%	24,5%	24,8%	25,1%	
Abschreibungen	-9,3	-9,4	-9,4	-9,5	-10,0	-10,3	-5,9	-5,9	-6,0	2,9%
EBIT	19,0	24,7	27,8	27,5	27,4	27,5	33,0	33,8	34,7	-0,4%
in % der Umsatzerlöse	22,1%	24,4%	23,4%	20,0%	18,6%	17,8%	20,8%	21,1%	21,4%	
Finanzerträge	0,3	1,1	1,5	0,8	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-36,7%
Finanzaufwendungen	-2,2	-3,9	-3,1	-2,9	-3,1	-3,2	-2,2	-2,2	-2,2	1,4%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-1,3	-0,1	-0,2	-0,6	-	-	-	-	-	-100,0%
Ergebnis vor Ertragssteuern	15,8	21,9	26,0	24,9	24,7	24,7	31,2	32,0	32,9	-1,8%
in % der Umsatzerlöse	18,4%	21,7%	21,9%	18,0%	16,7%	16,0%	19,7%	20,0%	20,3%	
Ertragsteueraufwand	-3,8	-5,5	-6,5	-6,2	-6,1	-6,1	-7,3	-7,2	-6,3	-2,3%
Effektive Steuerquote in %	24,4%	25,1%	25,0%	24,8%	24,6%	24,6%	23,5%	22,5%	19,3%	
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5	-1,6%
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%	13,6%	12,6%	12,0%	15,0%	15,5%	16,4%	

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

Angepasste Bilanz:⁹⁹

in Mio. €/ in %

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			Konvergenz		TV	CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2024-2027
Immaterielle Vermögenswerte	73,9	66,1	58,8	50,8	42,7	34,2	34,5	34,9	35,2	-16,5%
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	22,0%
Nutzungsrechte	1,2	0,9	0,9	0,5	0,1	5,6	5,7	5,7	5,8	81,0%
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	2,1	1,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	51,8	43,3	40,4	40,8	41,2	41,6	-12,7%
Vorräte	7,0	10,1	10,4	12,5	13,6	14,4	14,8	14,9	15,1	11,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen	7,8	9,2	13,5	16,1	17,1	17,9	18,4	18,6	18,8	9,8%
Sonstige Vermögenswerte	2,5	2,5	3,2	3,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-47,3%
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Laufende Ertragsteuerforderungen	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	32,6	40,8	15,0	17,4	18,7	19,5	20,1	20,3	20,5	9,1%
Umlaufvermögen	51,5	62,8	42,2	49,3	49,8	52,2	53,7	54,2	54,8	7,4%
Summe Aktiva	129,1	131,3	102,8	101,1	93,1	92,6	94,4	95,4	96,3	-3,4%

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			Konvergenz		TV	CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2024-2027
Eigenkapital	31,1	39,8	20,5	25,7	24,7	22,1	23,1	23,3	23,6	2,6%
Finanzverbindlichkeiten	80,7	73,1	65,4	60,1	56,6	53,0	53,5	54,1	54,6	-6,8%
Leasingverbindlichkeiten	1,2	0,9	1,0	0,5	0,0	6,4	6,4	6,5	6,5	87,5%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	60,6	56,6	59,3	59,9	60,5	61,1	-3,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,8	9,9	4,4	3,5	3,6	3,9	4,0	4,0	4,0	-4,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9	2,0	3,4	1,7	1,7	1,6	1,7	1,7	1,7	-21,9%
Laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten	0,0	1,4	3,8	4,6	4,3	3,8	3,9	3,9	4,0	-0,4%
Passive latente Steuern	1,2	0,8	0,8	1,1	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	-11,8%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	12,9	14,1	12,5	10,9	10,6	9,8	10,1	10,2	10,3	-7,6%
Rückstellungen	3,2	3,4	3,5	3,8	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	-28,6%
Summe Passiva	129,1	131,3	102,8	101,1	93,1	92,6	94,4	95,4	96,3	-3,4%

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

⁹⁸ Finanzaufwendungen basieren auf der angepassten Planungsrechnung der PharmaSGP (vgl. Kapitel 4.4.).

⁹⁹ Finanzaufwendungen basieren auf der angepassten Planungsrechnung der PharmaSGP (vgl. Kapitel 4.4.).

Wesentliche Kennzahlen und Werttreiber auf Basis der angepassten Planungsrechnung:

in Mio. € / in %

	Historisch (bereinigt)			Business Plan			Konvergenz		TV
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	137,8	147,8	154,5	158,9	160,4	162,0
Wachstum in %	-	17,8%	17,5%	16,0%	7,2%	4,6%	2,8%	1,0%	1,0%
EBITDA	28,2	34,1	37,2	37,1	37,5	37,7	38,9	39,7	40,7
in % der Umsatzerlöse	32,9%	33,7%	31,3%	26,9%	25,4%	24,4%	24,5%	24,8%	25,1%
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%	13,6%	12,6%	12,0%	15,0%	15,5%	16,4%
NOPLAT	13,6	19,3	21,8	20,9	20,9	21,0	25,5	26,5	28,3
in % der Umsatzerlöse	15,9%	19,1%	18,4%	15,2%	14,2%	13,6%	16,1%	16,5%	17,5%
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	51,8	43,3	40,4	40,8	41,2	41,6
Wachstum in %	-	-11,8%	-11,5%	-14,5%	-16,5%	-6,7%	1,0%	1,0%	1,0%
Umschlagshäufigkeit	-	1,3x	1,7x	2,3x	2,9x	3,6x	3,9x	3,9x	3,9x
CAPEX	-	-1,1	-2,3	-1,1	-1,6	-7,4	-6,3	-6,3	-6,4
in % der Umsatzerlöse	-	-1,1%	-1,9%	-0,8%	-1,1%	-4,8%	-3,9%	-3,9%	-3,9%
Nettoumlaufvermögen	35,4	45,2	26,2	34,5	38,0	41,1	42,3	42,7	43,1
Wachstum in %	-	27,7%	-42,1%	31,5%	10,2%	8,2%	2,8%	1,0%	1,0%
Umschlagshäufigkeit	-	2,9x	2,6x	5,3x	4,3x	4,1x	3,9x	3,8x	3,8x
Invested Capital (asset side)	113,0	113,7	86,8	86,3	81,3	81,5	83,0	83,9	84,7
Wachstum in %	-	0,6%	-23,7%	-0,6%	-5,8%	0,3%	1,9%	1,0%	1,0%
Umschlagshäufigkeit	-	0,9x	1,0x	1,6x	1,7x	1,9x	1,9x	1,9x	1,9x
Verzinsliche Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	60,6	56,6	59,3	59,9	60,5	61,1
Verzinsliche Verbindlichkeiten/EBITDA	2,9x	2,2x	1,8x	1,6x	1,5x	1,6x	1,5x	1,5x	1,5x
Fremdkapitalquote (zu Buchwerten)	63,5%	56,3%	64,5%	60,0%	60,8%	64,1%	63,5%	63,5%	63,5%
Eigenkapital (Buchwert) EOP	31,1	39,8	20,5	25,7	24,7	22,1	23,1	23,3	23,6
Eigenkapital (Marktwert) EOP	-	-	-	301,6	314,9	322,9	329,7	335,6	340,3
Rendite des investierten Kapitals (ROIC) zu Buchwerten	-	17,1%	19,2%	24,1%	24,3%	25,9%	31,3%	32,0%	33,8%
Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	-	-	-	7,9%	8,0%	8,0%	7,8%	7,8%	7,9%
Differenz ROIC - WACC (zu Buchwerten)	-	-	-	16,2%	16,3%	17,8%	23,5%	24,1%	25,9%
Rendite auf das eingesetzte Kapitel (ROCE) zu Buchwerten	-	21,9%	24,4%	31,7%	31,8%	33,8%	40,5%	40,7%	41,4%
Eigenkapitalrendite (ROE) zu Buchwerten	-	52,7%	49,1%	91,4%	72,5%	75,4%	107,9%	107,5%	113,7%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	-	-	-	8,9%	8,8%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Differenz ROE - Verschuldete Eigenkapitalkosten (zu Buchwerten)	-	-	-	82,5%	63,8%	66,8%	99,2%	98,8%	105,0%
Free Cashflow (FCF)	-	-	-	21,4	26,0	20,8	24,0	25,7	27,5
Wachstum in %	-	-	-	-	21,1%	-19,8%	15,3%	7,1%	6,9%

Quelle: Geschäftsberichte, Unternehmensinformationen

5. KAPITALKOSTEN

334. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit geeigneten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Diese werden aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bilden die Kapitalkosten die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Die Kapitalkosten repräsentieren dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹⁰⁰
335. Für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird der Cashflow to Equity-Ansatz der DCF-Methode verwendet. Dabei werden die finanziellen Überschüsse bzw. der Cashflow to Equity vor persönlichen Steuern unter Anwendung der mittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet.
336. Im Rahmen der Ertragswert-Methode wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Grundlage der unmittelbaren Typisierung nach IDW S 1 ermittelt.
337. Grundlage für diese Wertermittlung sind jeweils die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse. Demnach werden die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen.

¹⁰⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 113ff.

5.1. Eigenkapitalkosten

338. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern werden periodenspezifisch folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^{V;vSt} = r_{f(v.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{(v.pers.Steuern)}$$

mit

$r_{EK}^{V;vSt}$: Verschuldete Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern

$r_{f(v.pers.Steuern)}$: Basiszinssatz (vor persönlichen Steuern)

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

$MRP_{(v.pers.Steuern)}$: Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern)

339. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern werden periodenspezifisch folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^{V;nSt} = r_{f(n.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{(n.pers.Steuern)}$$

mit

$r_{EK}^{V;nSt}$: Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern

$r_{f(n.pers.Steuern)}$: Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)

β_V : Levered Betafaktor

$MRP_{(n.pers.Steuern)}$: Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)

340. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen.

5.1.1. Basiszinssatz

341. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann eine Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt

den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

342. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve¹⁰¹ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).
343. Auf dieser Grundlage gehen wir unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von 3,00% vor persönlichen Steuern aus.
344. Nach Berücksichtigung der Abgeltungsteuer i.H.v. 25% und dem Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 2,21%.

5.1.2. Risikozuschlag

345. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die für die Übernahme dieses Risikos geforderte Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.

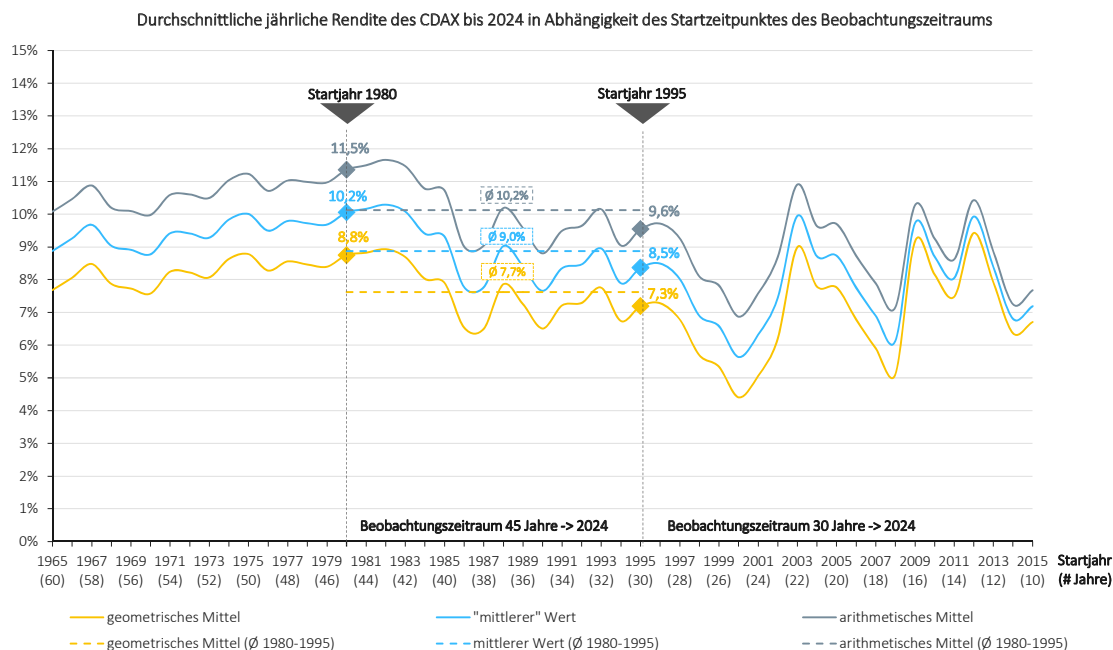
Marktrisikoprämie

346. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
347. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Anleihen. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 7,7% bis 10,2% vor persönlichen Steuern.¹⁰²

¹⁰¹ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

¹⁰² Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten.

Durchschnittliche jährliche Rendite des CDAX bis 2024 in Abhängigkeit des Startzeitpunktes des Beobachtungszeitraums

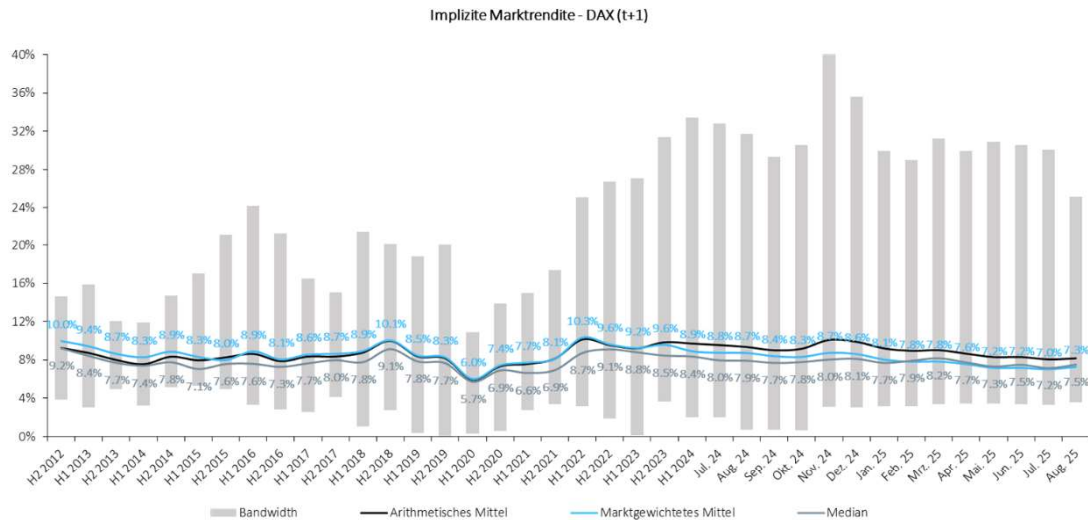


348. Da historische berechnete Markttrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen unter anderem durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie die anschließende Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Markttrenditen abgeleitet werden. Diese basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen und den Ergebnisprognosen der Analysten, wobei hier unterschiedliche Prognosen für die Perioden verwendet werden können. Dabei bezieht sich die Prognose t+1 auf das jeweils aktuelle Geschäftsjahr (Einperiodenmodell) und die Prognose t+2 auf das darauffolgende Geschäftsjahr.

349. Auf Basis der Prognose t+1 liegt die implizite Markttrendite im Zeitraum H2 2012 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX¹⁰³ im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 11,1% vor persönlichen Steuern mit einem langfristigen Durchschnittswert von 8,5%. Im Zeitraum der letzten zwei Jahre von August 2023 bis August 2025 beträgt die implizite Markttrendite im Durchschnitt 8,6%.

¹⁰³ Eigene Analyse von ValueTrust. Hinweis: Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

Implizite Marktrendite – DAX (t+1)

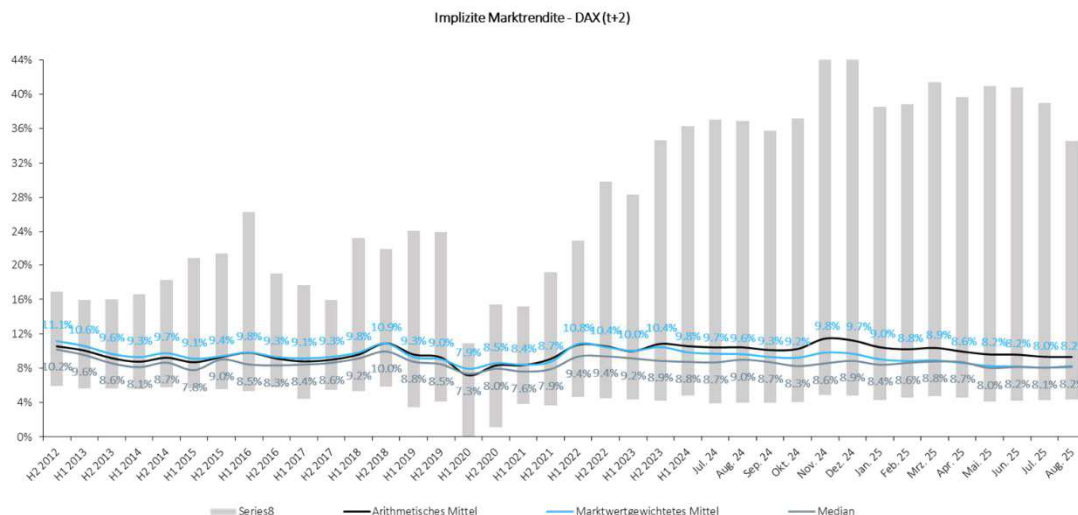


Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

350. Dabei traten die niedrigen impliziten Marktrenditen von 6,0% bis 8,1% in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der COVID-19-Einflüsse auf. Die vergleichsweise hohen impliziten Marktrenditen in H1 2022 sind auf den Beginn des Russland-Ukraine-Konfliktes zurückzuführen. Seit H2 2022 verhielten sich die impliziten Marktrenditen relativ stabil. Außerdem ist die Bandbreite der impliziten Marktrenditen gegenüber den Zeiträumen vor der COVID-19-Pandemie ausgeweitet, was für eine Zunahme der wirtschaftlichen Risiken spricht.

351. Da die Analystenschätzung $t+1$ von kurzfristigen konjunkturellen Entwicklungen geprägt sein kann, werden nachfolgend die impliziten Markttrenditen über den Zeitraum $t+2$ dargestellt:

Implizite Markttrendite – DAX ($t+2$)



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

352. Die implizite Markttrendite für den Prognosezeitraum $t+2$ liegt im August 2025 bei 8,2%, wobei sich der Verlauf der impliziten Markttrenditen im letzten Jahr mit denen des Zeitraums $t+1$ deckt. Im Zeitraum August 2023 bis August 2025 beträgt die implizite Markttrendite $t+2$ im Durchschnitt 9,5%. Der langfristige Durchschnitt des marktwertgewichteten Mittels seit 2012 für den Prognosezeitraum $t+2$ liegt bei rd. 9,3%.
353. Die Einbeziehung der Unternehmen des MDAX in das Modell der impliziten Markttrendite bestätigt die für den DAX vorgenommenen Analysen. Die impliziten Markttrenditen auf Basis der Analystenschätzungen für den DAX und MDAX für $t+1$ liegen seit August 2023 im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 7,0% bis 9,9% vor persönlichen Steuern. Im Zeitraum August 2023 bis August 2025 betrug die marktwertgewichtete Markttrendite im Durchschnitt 8,5% im Einperiodenmodell. Für den Prognosezeitraum $t+2$ ergeben sich Werte von 8,0% bis 10,6% als Bandbreite und im Zeitraum August 2023 bis August 2025 ein Durchschnitt von 9,4%. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Markttrendite fordern.
354. Die historisch langfristig sowie die aktuell innerhalb der vergangenen zwei Jahre beobachteten Markttrenditen des DAX sowie MDAX deuten auf eine Bandbreite für die implizite Markttrendite in einer Größenordnung von 8,0% bis 10,6% hin. Nach Abzug des Basiszinssatzes vor persönlichen Steuern von 3,00% ergibt sich auf Basis der impliziten Markttrenditen des DAX und MDAX eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern zwischen 5,0% und 7,6%.
355. Der FAUB empfiehlt aufgrund eigener Untersuchungen zu historischen und impliziten Marktrisikoprämien in seiner Empfehlung vom 22. Oktober 2019 eine Marktrisikoprämie vor

persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% bis 8,0%.¹⁰⁴ Auch in der gegenwärtigen Situation des Kriegs in der Ukraine orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz laut FAUB in der Empfehlung vom 20. März 2022 an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Marktrenditen, auf deren Basis der FAUB die Marktrisikoprämie weiterhin in einer Größenordnung von 6,0% bis 8,0% sieht.¹⁰⁵ Für die Nachsteuerbetrachtung empfiehlt der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,5%.

356. Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,50% und eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,50% als angemessen zu betrachten. Dies korrespondiert mit der aktuellen Empfehlung des FAUB. In der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist es verbreitet, den Mittelwert der empfohlenen FAUB-Bandbreite zu verwenden. Da die aktuellen Kapitalmarktdaten auf niedrigere Marktrisikoprämien hindeuten, halten wir bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals eine Marktrisikoprämie unterhalb des Mittelwerts der jeweiligen Bandbreite für angemessen. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher eine Marktrisikoprämie von 6,50% vor persönlichen Steuern und von 5,50% nach persönlichen Steuern angewendet.
357. Eine höhere Marktrisikoprämie, bspw. bei dem Mittelwert der empfohlenen FAUB-Bandbreite, wie für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen üblich, führt ceteris paribus zu einer Verringerung des Unternehmenswerts.

Betafaktor

358. Die im vorherigen Abschnitt diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.
359. Da PharmaSGP SE ein börsennotiertes Unternehmen war, könnte zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors der eigene Betafaktor der PharmaSGP SE herangezogen werden, sofern dieser einen adäquaten Schätzer für das in der Planungsrechnung abgebildete Risiko des Geschäftsmodells darstellt. Dies ist insbesondere zutreffend, wenn die Unternehmensstrategie und– Ausrichtung der Vergangenheit im Wesentlichen unverändert in der Zukunft fortgeführt wird und der Börsenkurs als Grundlage für die Ermittlung des Betafaktors im relevanten Beobachtungszeitraum nicht durch Sondereinflüsse verzerrt ist.
360. Im Zusammenhang mit dem Verkauf der von Union Investment gehaltenen Beteiligung an der PharmaSGP SE kam es am Kapitalmarkt zu Spekulationen über einen möglichen Squeeze Out sowie ein Delisting-Angebot durch die Futrue. In der Folge bewegte sich der Börsenkurs der PharmaSGP-Aktie ab Mai 2025 in einem engen Korridor um 28,00 € und war von der Entwicklung relevanter Branchenindizes weitgehend entkoppelt. Zusätzlich zeigt die Analyse der historischen eigenen Betafaktoren über verschiedene Betrachtungszeiträume (2 Jahre

¹⁰⁴ Vgl. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom Oktober 2019: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

¹⁰⁵ Vgl. Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022: <https://www.idw.de/blob/135162/ae068030dbc7af2e74d9ae1875bfab/down-ukraine-idw-fachlin-unternehmensbewertung-data.pdf>

wöchentlich und 5 Jahre monatlich) rechnerische Werte, die die statistischen Signifikanzkriterien nicht erfüllen. Damit können die ermittelten Betafaktoren weder als statistisch robust noch als ökonomisch aussagekräftig angesehen werden. Darüber hinaus spiegelt der eigene Betafaktor nicht adäquat das tatsächliche Risikoprofil des Geschäftsmodells von PharmaSGP wider. Der eigene Betafaktor bildet eine aktuell gedämpfte, von diesen Sondersituationen geprägte Volatilität ab und steht damit losgelöst von der Kursperformance.

361. Für den Referenzzeitraum vor Ankündigung sowie für den Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen lässt sich jeweils festhalten, dass die 2-Jahres- und 5-Jahres-Betafaktoren aus den zuvor genannten Gründen nicht aussagekräftig sind. Die 2-Jahres- und 5-Jahres-Betafaktoren sind statistisch nicht signifikant und stellen daher keine Grundlage für die Ableitung des unternehmensspezifischen Risikos dar.
362. Vor diesem Hintergrund wurde ergänzend auf einen Peer Group-Betafaktor zurückgegriffen, der auf Basis der abgeleiteten Peer Group ermittelt wird.
363. Der unternehmensspezifische eigene Betafaktor wurde zunächst anhand der Kursdaten geprüft. Aufgrund der beschriebenen Marktsituation erweist er sich als nicht belastbar. Es wird daher auf einen Peer Group-Betafaktor abgestellt, der aus einer Gruppe bestmöglich vergleichbarer Unternehmen abgeleitet ist. Die Peer Group wird mittels Scoring-Analyse zusammengestellt und gewährleistet ein dem Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko. Der daraus ermittelte Betafaktor bildet die Grundlage für die Kapitalkosten. Als Vergleichsindizes dienen die jeweils breitesten lokalen Indizes.
364. Wie bei der Betrachtung des Eigenbetafaktors ist auch im Zusammenhang mit der Relevanz der aus Börsenkursen der Peer Group-Unternehmen ermittelten Renditen zu prüfen, ob die zur Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Renditen nicht durch Verzerrungen der Börsenkurse der jeweiligen Vergleichsunternehmen beeinträchtigt sind. Die Analyse stützt sich auf Liquiditätskriterien sowie den Kursverlauf der jeweiligen Aktie, einschließlich möglicher Sondersituationen und struktureller Brüche. Berücksichtigt werden nur Betafaktoren, deren t-Statistik und Bestimmtheitsmaß R^2 über die betrachteten Zeitfenster die üblichen Signifikanzschwellen erreichen.
365. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren (sog. „unlevern“) mithilfe der Harris-Pringle Formel ermittelt. Die Ermittlung der Debt Betas basiert auf den Credit Spreads, welche auf Grundlage des Fremdkapitalratings und der Fremdkapitallaufzeit des jeweiligen Unternehmens abgeleitet wurden.

366. Eine Analyse der identifizierten Peer Group-Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Peer Group-Betafaktoren

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre 2025 - 2021 monatlich	2 Jahre 2025 - 2024 wöchentlich	5 Jahre 2025 - 2021 monatlich	2 Jahre 2025 - 2024 wöchentlich	5 Jahre 2025 - 2021 monatlich	2 Jahre 2025 - 2024 wöchentlich
Dermapharm Holding SE	CDAX Index (Total Return)	1,13	0,62	0,4x	0,6x	0,82	0,40
Faes Farma, S.A.	STOXX Spain Total Market (Composite)	0,44	n.a.	0,0x	n.a.	0,43	n.a.
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	STOXX Spain Total Market (Composite)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Boiron SA	Paris CAC 40 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Prestige Consumer Healthcare Inc.	S&P 500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Perrigo Company plc	S&P 500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Krka, d. d.	MSCI Europe Index	0,87	n.a.	0,0x	n.a.	0,84	n.a.
Haleon plc	FTSE 100 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sandoz Group AG	Swiss Performance Index (Total Return)	n.a.	1,01	n.a.	0,4x	n.a.	0,77
Antibiotice S.A.	S&P Romania BMI	0,90	1,22	0,2x	0,1x	0,79	1,11
Hikma Pharmaceuticals PLC	FTSE 100 Index	0,82	0,83	0,2x	0,2x	0,69	0,68
Lavipharm S.A.	STOXX Greece Total Market (Composite)	1,22	0,89	0,5x	0,3x	0,86	0,73
Min		0,44	0,62	0,0x	0,1x	0,43	0,40
Median		0,88	0,89	0,2x	0,3x	0,80	0,73
Durchschnitt		0,90	0,91	0,2x	0,3x	0,74	0,74
Max		1,22	1,22	0,5x	0,6x	0,86	1,11

Quelle: ValueTrust Analyse, S&P Capital IQ.

367. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2021-2025) und zweijährigen (2024-2025) Betrachtungszeiträume kann für die Peer Group-Unternehmen von PharmaSGP zum 05. September 2025, dem Kapitalmarktdaten-Stichtag¹⁰⁶, im Durchschnitt ein unverschuldeter Betafaktor von 0,74 bzw. 0,74 und im Median von 0,80 bzw. 0,73 abgeleitet werden. Unter Berücksichtigung dieser Analyseergebnisse wird im Folgenden auf einen Betafaktor i.H.v. 0,75 abgestellt.

368. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten von PharmaSGP in der Vorsteuerbetrachtung dargestellt. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 6,50% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,75 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 4,88% vor persönlichen Steuern.

369. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit:

$$3,0\% + 0,75 \times 6,50\% = 7,88\%$$

370. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten von PharmaSGP SE in der Nachsteuerbetrachtung dargestellt. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 5,50% nach persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,75 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 4,13% nach persönlichen Steuern.

371. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen somit:

$$2,21\% + 0,75 \times 5,50\% = 6,33\%$$

¹⁰⁶ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

5.2. Wachstumsabschlag

372. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 4.5 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 1,0% (vor persönlichen Steuern) festgesetzt.

6. UNTERNEHMENSBEWERTUNG

373. Auf Basis der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen¹⁰⁷ werden im Folgenden die Cashflows to Equity vor persönlichen Steuern abgeleitet und zunächst der Wert des Eigenkapitals der PharmaSGP ohne Berücksichtigung von Sonderwerten anhand des Cashflows to Equity-Ansatzes nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern ermittelt.
374. Aufgrund der bei der Abfindungsermittlung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen üblichen Anwendung der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung ermittelt.
375. Darüber hinaus wird der Wert des Eigenkapitals nach den Grundsätzen der DVFA-Empfehlungen unter Berücksichtigung der Synergien und des Verschuldungsgrads eines markttypischen Unternehmenserwerbers abgeleitet.

6.1. Börsenkurs

376. Entsprechend der jüngsten höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung kann grundsätzlich auch allein auf den Börsenkurs der maßgeblichen Gesellschaft abgestellt werden.
377. Gemäß IDW S 1 und DVFA-Empfehlungen kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden.

Börsenhandel der PharmaSGP-Aktie

378. Die PharmaSGP-Aktien waren während des maßgeblichen Beurteilungszeitraums unter der ISIN DE000A2P4LJ5 unter anderem im regulierten Markt mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse und der elektronischen Handelsplattform XETRA zugelassen. Des Weiteren wurden die PharmaSGP-Aktien im Freiverkehr (einfach oder qualifiziert) an den Wertpapierbörsen Tradegate, Hamburg, München, Berlin, Düsseldorf, Stuttgart und Gettex Exchange gehandelt.

Maßgeblicher Börsenkurs

379. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (DAT/ALTANA-Entscheidung) darf der den außenstehenden Aktionären anzubietende Abfindungsbetrag nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Verkehrswert der Aktie bestimmt werden.¹⁰⁸
380. Der BGH hat diese Rechtsprechung bestätigt und präzisiert, so etwa in seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, ¹⁰⁹ 12/21, BGHZ 236, 180-205) sowie in seinem Beschluss vom

¹⁰⁷ Vgl. Kapitel 4.4.

¹⁰⁸ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 (sog. „DAT/ALTANA-Entscheidung“)

¹⁰⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21

31. Januar 2024 („Vodafone/KDG“,¹¹⁰).² Nach der Stollwerck-Entscheidung wird dieser Referenzkurs aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des Squeeze Outs) ermittelt (sog. „¹¹¹VWAP“).² Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die Wertung der WpÜG-AngebV, nach der die nach dem WpÜG bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als 3M VWAP der inländischen Börsenkurse im regulierten Markt ermittelt. Diese grundsätzliche Wertung hinsichtlich der Aussagekraft eines 3M VWAP im Hinblick auf die Anteilsbewertung von börsennotierten Gesellschaften hat der Gesetzgeber bei Erlass des neuen § 255 Abs. 5 AktG bestätigt.
381. Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 10. Juni 2025 gab die PharmaSGP SE bekannt, dass sie mit der Futrue GmbH eine Delisting-Vereinbarung geschlossen hat. Darin verpflichtete sich die Futrue GmbH unter anderem, das Delisting-Angebot zu unterbreiten. Die PharmaSGP SE verpflichtete sich ihrerseits u.a., vor Ablauf der Annahmefrist des Delisting-Angebots einen Antrag auf Widerruf der Zulassung zum Handel ihrer Aktien im regulierten Markt zu stellen. In dieser Ad-hoc-Mitteilung wurde zudem bereits ausdrücklich auf die in der Delisting-Vereinbarung geäußerte feste Absicht hingewiesen, im Anschluss an das Delisting einen Squeeze Out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der PharmaSGP SE durchzuführen. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des 3M VWAP der PharmaSGP-Aktie vor dieser Ad-hoc-Mitteilung umfasst damit den Zeitraum vom 10. März 2025 bis einschließlich 9. Juni 2025 („Referenzzeitraum vor Ankündigung“).
382. Der von der BaFin gemäß § 5 WpÜG-AngebV berechnete 3M VWAP für den Referenzzeitraum vor Ankündigung beträgt 25,64 € je PharmaSGP-Aktie.
383. Mit Schreiben vom 24. Juli 2025 übermittelte die Futrue dem Vorstand der PharmaSGP SE das initiale Verlangen, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, um und die Hauptversammlung der PharmaSGP SE gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Futrue gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Der Futrue gehörten zu diesem Zeitpunkt – unter Herausrechnung der von der PharmaSGP SE gehaltenen eigenen PharmaSGP-Aktien – mehr als 95% der PharmaSGP-Aktien. Den Erhalt dieses Verlangens einschließlich der Beteiligungshöhe der Futrue veröffentlichte die PharmaSGP SE mit Ad-hoc-Mitteilung vom selben Tag. Der Referenzzeitraum für die Berechnung des 3M VWAP der PharmaSGP-Aktie vor diesem Squeeze Out Verlangen umfasst somit den Zeitraum vom 24. April 2025 bis einschließlich 23. Juli 2025 („Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen“).

¹¹⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22

¹¹¹ Vgl. BGH, Beschluss 19.07.2010 – II ZB 18/09

384. Der von der BaFin gemäß § 5 WpÜG-AngebV berechnete 3M VWAP für den Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen beträgt 28,00 € je PharmaSGP-Aktie. Auch der Angebotspreis des Delisting-Angebots vom 14. Juli 2025 lag bei 28,00 € je PharmaSGP-Aktie.
385. Der Börsenkurs ist vorliegend nicht auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der PharmaSGP SE am 31. Oktober 2025 hochzurechnen. Eine Hochrechnung käme nach der Rechtsprechung nur in Betracht, wenn zwischen dem Stichtag des 3M VWAP und der beschlussfassenden Hauptversammlung ein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung läge und die konkreten Umstände eine Hochrechnung geboten erscheinen ließen.¹¹² Nach Auffassung des OLG Frankfurt kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses im Fall eines Squeeze Out in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe des Squeeze Out und der Beschlussfassung in der Hauptversammlung darüber mehr als sieben Monate liegen.¹¹³ Zwischen dem Stichtag des 3M VWAP am 9. Juni 2025 und der beschlussfassenden Hauptversammlung am 31. Oktober 2025 liegen rund 4,8 Monate, zwischen dem Stichtag des Referenzzeitraums vor Squeeze Out Verlangen am 23. Juli 2025 und der Hauptversammlung sind es rund 3,3 Monate. Es handelt sich dabei in beiden Fällen nicht um einen längeren Zeitraum. Darüber hinaus liegen aus heutiger Sicht keine Umstände vor, die eine Hochrechnung geboten erscheinen lassen. Insbesondere fallen keine signifikanten werterhöhenden Ereignisse in den Zeitraum nach dem Ende der jeweiligen Referenzperioden bis zur beschlussfassenden Hauptversammlung.

Anforderungen an den aussagekräftigen Börsenkurs

386. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs in den Entscheidungen TLG/WCM und Vodafone/KDG ist die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses grundsätzlich als alleinige Grundlage für die Schätzung des Werts einer Beteiligung geeignet. Der marktorientierten Bewertungsmethode anhand des Börsenkurses liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.¹¹⁴
387. Der Rückgriff auf den Börsenkurs kann nach der Rechtsprechung ausnahmsweise ausscheiden, wenn im konkreten Fall im maßgeblichen Referenzzeitraum ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktenge vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat.¹¹⁵ Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktenge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender

¹¹² Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, Rz. 29 ff. (Juris) – Stollwerck; BGH, Beschluss vom 28. Juni 2011 – II ZB 2/10, BeckRS 2011, 18394.

¹¹³ OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27. August 2020 – 21 W 59/19, Leitsatz 1.

¹¹⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, Rn. 20.

¹¹⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, Rn. 51; vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, 309; BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00, 116.

Aussagekraft mangelt es Börsenkursen auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen.¹¹⁶

388. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH setzt die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung anhand des Börsenkurses nicht voraus, dass der Kapitalmarkt streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Ausreichend ist vielmehr eine mittelstrenge bzw. halb strenge Informationseffizienz, d.h. dem Kapitalmarkt müssen nicht sämtliche existierenden Informationen bekannt sein. Vielmehr bestimmt sich das erforderliche Informationsniveau nach den gesetzlichen Veröffentlichungspflichten. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, etwa weil zwingende Veröffentlichungen unterblieben sind, kann der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.¹¹⁷ Im Fall der PharmaSGP SE ist festzustellen, dass bis zum Wirksamwerden des Delisting sämtliche gesetzlichen Veröffentlichungspflichten eingehalten wurden und damit die von der Rechtsprechung geforderte Informationseffizienz gegeben ist.

Historischer Börsenkurs und Handelsvolumen der PharmaSGP-Aktie

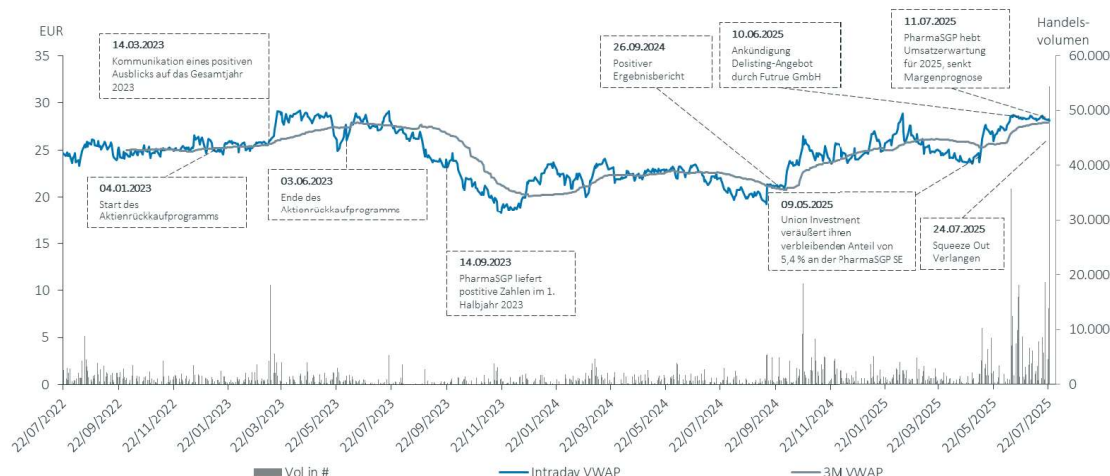
389. Der historische Kursverlauf der Aktie der PharmaSGP SE im Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen war insbesondere geprägt von der am 10. Juni 2025 bekanntgemachten Absicht zur Abgabe eines öffentlichen Delisting-Angebots sowie der zugleich erklärten Absicht, anschließend einen Squeeze Out durchzuführen. Diese Absicht wurde mit der Ad-hoc Mitteilung vom 24. Juli 2025 bestätigt und das initiale Squeeze Out Verlangen gestellt.

¹¹⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26.04.2011 – 1 BvR 2658/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, Rn. 51; BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22, Rn. 27.

¹¹⁷ Vgl. BGH Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, Rn. 20, BGH Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, DB 2024 S. 1196 Rn. 26.

Börsenkursverlauf und Handelsvolumen der PharmaSGP-Aktie

in € / in #



Quelle: Bloomberg, S&P Capital IQ, Manager Magazin, finanzen.net, Informationen vom Unternehmen

390. Die vorstehende Grafik zeigt die Börsenkursentwicklung und das Handelsvolumen der PharmaSGP-Aktie im Zeitraum von Juli 2022 bis Juli 2025. Erkennbar ist, dass wesentliche Kursbewegungen sowie auffällige Ausschläge im Handelsvolumen mit bedeutenden Unternehmensereignissen zusammenhängen. Die Ankündigung der festen Absicht zur Durchführung eines Squeeze-Outs am 10. Juni 2025 sowie das formale Squeeze-Out-Verlangen am 24. Juli 2025 führten jeweils zu erhöhten Handelsvolumina, hatten jedoch keine wesentliche Auswirkung auf den Börsenkurs.
391. Am 3. Januar 2023 gab die PharmaSGP SE den Start eines Aktienrückkaufprogramms bekannt, das den Erwerb von bis zu 60.000 eigenen Aktien (entsprechend bis zu 0,5% des Grundkapitals) zu einem Gesamtkaufpreis von maximal 1,5 Mio. € vorsah. Mit dem Ende des Rückkaufs entfiel damit eine zuvor kontinuierlich wirkende Nachfragekomponente, die den Börsenkurs gestützt hatte. In der Folge kam es zu einer leichten Kurskorrektur. Der Börsenkurs fiel innerhalb weniger Tage um 6,0% auf 26,05 €.
392. Am 14. März 2023 veröffentlichte die PharmaSGP SE einen positiven Ausblick für das Geschäftsjahr 2023, in dem insbesondere eine erwartete Umsatzsteigerung und verbesserte Ergebniskennzahlen in Aussicht gestellt wurden. Diese Mitteilung führte zu einem Kursanstieg: Lag der Intraday-VWAP am 13. März 2023 noch bei 26,49 €, erreichte er am 17. März 2023 bereits 29,14 €, was einem Anstieg um 10,0% entspricht. Der Kapitalmarkt bewertete die angepasste Prognose als positives Signal, was das Vertrauen der Anleger in die künftige Geschäftsentwicklung nachhaltig stärkte.
393. Im Verlauf des vierten Quartals 2023 geriet der Börsenkurs unter Druck, bedingt durch eine schwächere gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie spezifische Herausforderungen im OTC-Markt, wie steigenden Kosten, veränderten Marktstrukturen und regulatorischen Einschränkungen. Diese Faktoren führten in Summe zu einem moderaten Rückgang des Kursniveaus. Zwischen Anfang und Ende des dritten Quartals sank der Börsenkurs um 13,2%.

394. Am 14. September 2023 meldete die PharmaSGP SE positive Zahlen in H1 2023, was zu einer leicht positiven Kursreaktion führte.
395. Am 26. September 2024 veröffentlichte die PharmaSGP SE einen positiven Ergebnisbericht, der zu einem Kursanstieg führte. Lag der Börsenkurs am 25. September 2024 noch bei 21,04 €, so stieg er innerhalb eines Monats auf 25,74 €, was einem Anstieg um 22,3% entspricht und die positive Marktreaktion auf die veröffentlichten Zahlen widerspiegelt.
396. Am 9. Mai 2025 veröffentlichte die PharmaSGP SE eine Stimmrechtsmeldung der Union Investment, wonach Union Investment ihren verbleibenden Anteil von 5,4% an der PharmaSGP SE veräußert hatte. Dieser Bestand wurde ausweislich der Directors' Dealings Meldung vom 19. Mai 2025 überwiegend von der Futrue übernommen, im Übrigen unter Einbindung einer Bank an Dritte übertragen. Der Börsenkurs reagierte auf die Veröffentlichung der Stimmrechtsmeldung der Union Investment mit einem Anstieg um 5,6%, was im Wesentlichen auf Marktspekulationen über einen möglichen Squeeze Out infolge einer weiteren Erhöhung des Anteils der Futrue zurückzuführen war.¹¹⁸
397. Am 10. Juni 2025 teilte die PharmaSGP SE im Rahmen einer Ad-hoc Mitteilung mit, dass mit der Futrue eine Delisting-Vereinbarung geschlossen wurde. Das darin enthaltene und taggleich durch die Futrue angekündigte öffentliche Delisting-Angebot sah einen Angebotspreis von 28,00 € je PharmaSGP-Aktie vor. Der Börsenkurs zeigte in der Folge nur geringfügige Schwankungen im Bereich des Angebotspreises.
398. Am 24. Juli 2025 veröffentlichte die PharmaSGP SE die o.g. Ad-hoc-Mitteilung, wonach der Futrue mehr als 95% der Aktien an der PharmaSGP SE im Sinne von § 327a AktG gehören und beabsichtigt ist, einen Squeeze Out der verbleibenden Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a AktG durchzuführen. Der Börsenkurs reagierte hierauf bei bemerkenswert hohem Handelsvolumen geringfügig, da diese Maßnahme vom Kapitalmarkt bereits erwartet wurde.
399. Im Referenzzeitraum vor Ankündigung sowie im späteren Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen war die Börsenkursentwicklung im Wesentlichen durch entsprechende Marktspekulationen und bekannte Ereignisse geprägt. Auffällige Kursbewegungen, die weder operativ noch durch diese Ereignisse erklärbar gewesen wären, wurden nicht festgestellt. Ebenso liegen keine Hinweise auf Marktmanipulation oder Verstöße gegen Publizitätspflichten vor.

Liquiditätsanalyse der PharmaSGP-Aktie nach rechtlichen und ökonomischen Anforderungen

400. Im Zusammenhang mit der Relevanz des Börsenkurses ist für die maßgeblichen Referenzzeiträume ferner zu prüfen, ob der Börsenkurs tatsächlich einen Indikator für den Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag darstellen kann. Bei eingeschränkter

¹¹⁸ Vgl. Apotheke Adhoc (2025): PharmaSGP vor dem Squeeze-out. Verfügbar unter: <https://www.apotheke-adhoc.de/nachrichten/detail/markt/pharmasgp-vor-dem-squeeze-out/> (abgerufen am 09. September 2025)

„Marktgängigkeit“ kann ausnahmsweise ggf. nicht vom Börsenkurs auf den Verkehrswert der Aktie geschlossen werden.¹¹⁹

401. Neben einer Analyse des Verlaufs des Börsenkurses bieten sich mehrere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität der PharmaSGP-Aktie an.
402. So kann es einem Börsenkurs im Einzelfall an hinreichender Aussagekraft im Hinblick auf den Unternehmenswert mangeln, wenn im Referenzzeitraum kein funktionierender Kapitalmarkt gegeben war, also eine Marktenge vorlag.
403. Als Indizien für das Vorliegen einer Marktenge werden in der höchstrichterlichen und obergerichtlichen Rechtsprechung¹²⁰ ein geringer Streubesitz, ein Handel an nur wenigen Börsentagen oder geringe Handelsvolumina gesehen. In Anlehnung an § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV soll es dem relevanten Börsenkurs an Aussagekraft mangeln, wenn
 - in den drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und
 - mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.
404. Ferner wurde die Liquidität der PharmaSGP-Aktie ökonomisch anhand des Bid-Ask-Spreads untersucht. Aus ökonomischer Sicht ist ein enger Bid-Ask-Spread ein Hinweis auf eine hohe Handelstiefe und niedrige Transaktionskosten. Bewertet wurden sowohl das Niveau als auch die Entwicklung im Zeitablauf. In der Rechtsprechung wird grundsätzlich eine Gesamtschau von Liquiditätskriterien beurteilt. Eine entsprechende Gesamtschau wird im Folgenden für den vorliegenden Fall vorgenommen und näher ausgeführt.
405. Zusammenfassend sind auf Basis der durchgeführten Analysen zur Liquidität der PharmaSGP-Aktie im Referenzzeitraum vor Ankündigung aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen zu nennen:
 - Der Börsenkursverlauf der PharmaSGP-Aktie weist keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5,0% voneinander abweichen. Lediglich an zwei Handelstagen kam es zu Kurssprüngen um mehr als 5,0%: am 9. Mai 2025 (+5,9%) sowie am 12. Mai 2025 (+5,1%).
 - Der Streubesitz der PharmaSGP-Aktien lag im Durchschnitt über 5,0%¹²¹ und damit über dem in der Rechtsprechung regelmäßig geforderten Mindestwert von 5,0%.

¹¹⁹ Vgl. hierzu Beschluss des BVerfG. vom 27. April 1999, „DAT/Altana“.

¹²⁰ Vgl. u.a.: BGH-Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00; OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, Az. 31 Wx 041/05 und 06/0 Frankfurt a.M., Beschluss vom 2. November 2006, Az. 20 W 233/93; LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17. Januar 2006, Az. 3.5 O 75/03.

¹²¹ In der Rechtsprechung gibt es auch Urteile, dass dieses Kriterium insbesondere bei Squeeze Out nicht uneingeschränkt anwendbar sei. Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 - 31 O 138/15, OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011 - 20 W 11/08 Rn. 94; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, Rn. 235; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17, Rn. 38.

- Zugleich fand an 62 von 63 möglichen Handelstagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der PharmaSGP-Aktie statt.
- Es wurden durchschnittlich 1,48 Tsd. PharmaSGP-Aktien pro Handelstag umgesetzt, was einem relativen Handelsvolumen von 0,012% entspricht.
- Der durchschnittlich erzielte tägliche Handelsumsatz betrug im Referenzzeitraum vor Ankündigung rund 37,95 Tsd. €.
- Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread der PharmaSGP-Aktien im Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse lag bei 1,53% und im XTRA-Handel bei 2,21%. Das harmonische Mittel des Bid-Ask-Spreads im XETRA-Handel lag bei 1,83%.

406. Im Anschluss an die Betrachtung des Referenzzeitraums vor Ankündigung wird nachfolgend der Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen analysiert. Für diesen Zeitraum ergeben sich auf Basis der durchgeführten Analysen zur Liquidität der PharmaSGP-Aktie im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen:

- Der Börsenkursverlauf der PharmaSGP-Aktie weist keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5,0% voneinander abweichen. Entsprechende Kurssprünge traten lediglich am 9. Mai 2025 sowie am 12. Mai 2025 auf.
- Der Streubesitz der PharmaSGP-Aktien lag im Durchschnitt über 5,0% und damit über dem in der Rechtsprechung regelmäßig geforderten Mindestwert von 5,0%.
- Zugleich fand an 63 von 64 möglichen Handelstagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der PharmaSGP-Aktie statt.
- Es wurden 5,29 Tsd. PharmaSGP-Aktien pro Handelstag umgesetzt, was einem relativen Handelsvolumen von 0,044% entspricht.
- Der durchschnittlich erzielte tägliche Handelsumsatz betrug im Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen rund 147,94 Tsd. €.
- Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread der PharmaSGP-Aktien betrug im Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse 1,40% und im XETRA-Handel 1,60%. Das harmonische Mittel des Bid-Ask-Spreads im XETRA-Handel lag bei 1,24%.

407. Eine gesonderte Anwendung der IDW ES 17-Kriterien ist zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zum Zeitpunkt dieser Berichterstattung nicht geboten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es sich bei IDW ES 17 bislang um einen Entwurf handelt, der zum Zeitpunkt der Gutachtenerstellung noch nicht verabschiedet war. Die zugehörige Stellungnahmefrist endete erst am 31. August 2025 und damit während der laufenden Berichterstattung. Während der Erstellung der Gutachtlichen Stellungnahme wurde kein

aktualisierter Entwurf bzw. keine finale Version des Standards veröffentlicht, sodass noch nicht feststand, ob und in welcher Form Änderungen erfolgen würden. Zudem hat der Entwurf in der Literatur erheblich Kritik erfahren,¹²² auf die im Folgenden eingegangen wird.

408. Für die Aussagekraft des Börsenkurses sind (weiterhin) allein die in der Rechtsprechung vorgegebenen Kriterien maßgeblich, die vorstehend bereits vollumfänglich beschrieben und geprüft wurden. Als ein Beurteilungskriterium sieht IDW ES 17 ebenfalls die Liquidität der Aktie vor. Als maßgebliche Kennziffern wird im IDW ES 17 u. a. die Geld-Brief-Spanne, das Handelsvolumen und die Anzahl der Handelstage genannt. Jedoch verschärft das IDW die Anforderungen, indem verlangt wird, dass die Liquidität einer Aktie nicht nur hinreichend sein muss, sondern „vergleichbar oder besser“ ausfallen solle als bei Unternehmen der großen Leitindizes DAX oder MDAX. Nur dann werde die Ampel auf „grün“ gestellt. Damit geht der IDW ES 17 deutlich über die von der Rechtsprechung formulierten Maßstäbe hinaus, die keine Orientierung an der Liquidität von Indexwerten fordert.¹²³
409. Des Weiteren wird im IDW ES 17 eine breite Marktabdeckung durch Analysten, Ratingagenturen oder institutionelle Marktteilnehmer gefordert. In der Rechtsprechung des BGH und u.a. des OLG Frankfurt spielt dieses Kriterium jedoch keine eigenständige Rolle. Da professionelle Marktbeobachter teilweise von den Unternehmen selbst vergütet werden und ihre Kursziele häufig erheblich von der tatsächlichen Kursentwicklung abweichen, eignet sich die Analysten-Coverage nicht als gleichwertiges Beurteilungskriterium.¹²⁴
410. Ein weiteres Kriterium im IDW ES 17 ist die Anteilseigner Struktur, wobei die Ampel nur bei einem atomistisch gestreuten Aktionariat auf grün gestellt werden könne. Diese Sichtweise ist jedoch weder rechtlich noch tatsächlich zutreffend. Unabhängig vom IDW ES 17 hat das OLG Frankfurt bereits im Fall ISRA Vision die Heranziehung der Anteilseigner Struktur als Kriterium für die Kursaussagekraft abgelehnt.¹²⁵ Es steht zudem im Widerspruch zur Rechtsprechung des BGH.¹²⁶
411. Die vom IDW entworfene „Ampellogik“ mit sechs gleichrangigen Zusatzkriterien wird daher nicht übernommen. Maßgeblich bleibt die höchstrichterliche Rechtsprechung, die die Aussagekraft des Börsenkurses auf die dort entwickelten Kriterien stützt. Eine Ausweitung durch zusätzliche, im Entwurf IDW ES 17 vorgesehene Anforderungen findet im Rahmen der gutachterlichen Bewertung keine Anwendung. Entscheidend ist vielmehr eine Gesamtbeurteilung sämtlicher Umstände des Einzelfalls. In der Rechtsprechung des BGH wie auch der Ober- und Landesgerichte wird betont, dass weder einzelne isolierte Liquiditätskriterien noch starre Schwellenwerte maßgeblich sind, sondern eine Gesamtbeurteilung vorgenommen werden muss. Eine schematische „Ampel“-Beurteilung nach zusätzlichen, über die Rechtsprechung hinausgehenden Kriterien widerspricht diesem Ansatz

¹²² Vgl. Decher, AG 2025, 572

¹²³ Vgl. DVFA-Arbeitsgruppe Corporate Transaction & Valuation, Stellungnahme zu IDW ES 17, S. 9

¹²⁴ Vgl. BGH v. 31.1.2024 – II ZB 5/22, AG 2024, 665; BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 = AG 2023, 443; OLG Frankfurt v. 9.2.2024 – 21 W 129/22, NZG 2024, 882 m. Anm. Decher, NZG 2024, 896, 897 = AG 2024, 505; OLG Frankfurt v. 26.4.2021 – 21 W 139/19, AG 2021, 559

¹²⁵ Vgl. OLG Frankfurt v. 9.2.2024 – 21 W 129/22, NZG 2024, 882 Rz. 36–41 m. Anm. Decher, NZG 2024, 896 = AG 2024, 505.

¹²⁶ Vgl. Walka, Blog-Beitrag v. 1.7.2025, abrufbar unter <https://otto-sc.hm/wrblog0002143>

und birgt die Gefahr, dass die tatsächliche Aussagekraft des Börsenkurses durch formalistische Vorgaben verzerrt wird. Im Ergebnis bleibt daher allein eine einzelfallbezogene, wertende Gesamtbeurteilung unter Rückgriff auf die von der Rechtsprechung entwickelten Kriterien ausschlaggebend.

412. Vor dem Hintergrund der vorherigen Ausführungen, werden im Folgenden die für die Bewertung der PharmaSGP relevanten Börsenkurse zusammengefasst:

- Der von der BaFin ermittelte 3M VWAP für den Referenzzeitraum vor Ankündigung (10. März bis einschließlich 9. Juni 2025) beträgt EUR 25,64 € je PharmaSGP-Aktie. Dies entspricht einem Eigenkapitelwert i.H.v. 295,2 Mio. €.
- Der von der BaFin ermittelte 3M VWAP für den Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen (24. April bis einschließlich 23. Juli 2025) beträgt EUR 28,00 € je PharmaSGP-Aktie. Dies entspricht einem Eigenkapitelwert i.H.v. 322,4 Mio. €.

6.2. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1

6.2.1 Ertragswert

413. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm, zu den erforderlichen Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner effektiv einer unterschiedlichen Steuerlast unterliegen.

414. Im Folgenden werden die finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern¹²⁷ auf Basis der angepassten Planungsrechnung abgeleitet:¹²⁸

Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern

in Mio. € / in %

	Business Plan			Konvergenz		TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Jahresergebnis	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5
Dividende (vor pers. Steuern)	9,4	9,3	9,3	11,9	12,4	13,3
Ausschüttungsquote	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Pers. Steuern auf Dividende (26,38%)	2,5	2,5	2,5	3,1	3,3	3,5
Dividende nach pers. Steuern	6,9	6,9	6,8	8,8	9,1	9,8
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	4,2	10,3	11,8	11,0	12,2	13,0
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	0,5	1,4	1,6	1,4	1,6	1,7
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	3,6	9,0	10,3	9,5	10,6	11,3
Finanzieller Überschuss (nach pers. Steuern)	10,5	15,8	17,1	18,3	19,7	21,1
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	10,5	15,8	17,1	18,3	19,7	21,1

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

415. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote i.H.v. rd. 50,0% ausgegangen, welche auf Basis der historischen Ausschüttungsquoten sowie der Ausschüttungsquoten von Vergleichsunternehmen abgeleitet wurde.
416. Das steuerliche Einlagekonto betrug zum 31. Dezember 2024 0,0 € und ist insofern zur Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern nicht relevant.
417. Auf Basis der angesetzten Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5% nach persönlichen Steuern ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:¹²⁹

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

in Mio. € / in %

	Business Plan			Konvergenz		TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Persönliche Steuern (26,38%)	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%
Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Verschuldeter Betafaktor	0,91	0,88	0,87	0,88	0,88	0,88
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	7,05%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	6,19%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

418. Nach persönlichen Steuern betragen die verschuldeten Eigenkapitalkosten zwischen 7,0% und 7,2% vor Berücksichtigung des Wachstumsabschlags. Die Steuerbelastung auf die inflationsbedingten Wertsteigerungen kann in der Phase der Ewigen Rente wertidentisch sowohl als Abzug von den finanziellen Überschüssen als auch durch eine entsprechende Reduzierung der unternehmensspezifischen Wachstumsrate angesetzt werden. Im Folgenden

¹²⁷ Vgl. Anlage 2 zur Darstellung der konsistent abgeleiteten Kapitalflussrechnung mit Ausweis des Cashflow; Cashflows aus laufender Tätigkeit, Investitions- und Finanzierungstätigkeit

¹²⁸ EBIT-Adjustierungen betreffen die Verzinsung der operativ notwendigen Mindestliquidität (vgl. Kapitel 4.4.).

¹²⁹ Die Formel zur Ermittlung der verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern ist in Kapitel 5.1 dargestellt.

wird die zweitgenannte Alternative zur Wertermittlung angewendet. Diese verschuldeten Eigenkapitalkosten werden für die Diskontierung der finanziellen Überschüsse verwendet.

419. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern, einem unverschuldeten Betafaktor von 0,75 und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,9% nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. 307,5 Mio. € zum 31. Dezember 2024:

Ertragswert nach persönlichen Steuern

in Mio. € / in %

	Business Plan			Konvergenz		TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	10,5	15,8	17,1	18,3	19,7	21,1
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	7,05%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,19%	7,07%	7,00%	7,06%	7,06%	6,19%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	11,5
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	9,8	13,8	13,9	13,9	14,0	242,0
Ertragswert zum 31. Dezember 2024	307,5					

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.2.2 Sonderwerte

420. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden weitere Sachverhalte identifiziert, die in der Bewertung der PharmaSGP als Sonderwerte zu berücksichtigen sind. In Abstimmung mit der PharmaSGP wurde kein nicht-betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert.
421. Wie in Kapitel 2.3.5 ausgeführt, wurde im Rahmen der bewertungstechnischen Anpassungen die Aufsatzbilanz des Jahres 2024 um überschüssige Liquidität bereinigt. Aufgrund der niedrigeren Höhe der operativ notwendigen Mindestkasse ergab sich hierbei eine Bereinigung i.H.v. - 11,5 Mio. € auf Ebene der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente. Die überschüssige Liquidität wurde wiederum als Sonderwert innerhalb der Bewertung in Form von überschüssiger Liquidität im Jahr 2024 berücksichtigt. Die 11,5 Mio. € an überschüssiger Liquidität wurden aufgrund der angenommenen Ausschüttung der Dividendenbesteuerung unterzogen, wodurch sich nach persönlichen Steuern ein Sonderwert von 8,5 Mio. € ergibt (Sonderwert „Überschüssige Liquidität“).
422. Weiterhin ergibt sich ein Sonderwert aufgrund der Differenz zwischen nachhaltig angenommenen Abschreibungen innerhalb der Konvergenz- und Fortführungsphase sowie den tatsächlich geplanten Abschreibungen des GSK-Portfolios, welches planmäßig bis 2032 vollständig abgeschrieben wird. Da die Ewige Rente bzw. das TV-Jahr bereits im Jahr 2030 angenommen wird, wurden bereits ab dem Jahr 2030 Abschreibungen auf einem nachhaltigen Niveau angesetzt. Hierdurch übersteigen die Abschreibungen auf das GSK-Portfolio temporär die nachhaltig angesetzten Abschreibungen. Da Abschreibungen grundsätzlich zu Steuerersparnissen führen, wurde der Steuereffekt werterhöhend als Sonderwert berücksichtigt. Der für die PharmaSGP resultierende Steuervorteil wurde barwertäquivalent

mit 4,5 Mio. € vor persönlichen Steuern bzw. 3,3 Mio. € nach persönlichen Steuern angesetzt (Sonderwert „Abschreibung GSK-Portfolio 2028-2032“).

423. Wie in Kapitel 4.5 dargestellt, wurde bereits in der Ewigen Rente ab dem Jahr 2030 von einer vollen Körperschaftsteuerreduktion äquivalent zum Jahr 2032 ausgegangen. Hieraus ergibt sich in den Jahren 2030 und 2031 eine negative Differenz zwischen tatsächlich zu erwartender Steuerlast und der auf Basis der vollen Reduktionsrate angesetzten Steuerlast. In der Bewertung wurde daher der negative Unterschiedsbetrag barwertäquivalent als Sonderwert angesetzt. Dieser entspricht -0,6 Mio. € vor persönlichen Steuern bzw. -0,5 Mio. € nach persönlichen Steuern (Sonderwert „Steuerreform TV-Anpassung“).
424. Die Summe der Sonderwerte beträgt somit 15,3 Mio. € vor persönlichen Steuern bzw. 11,3 Mio. € nach persönlichen Steuern.

6.2.3 Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1

425. Unter Berücksichtigung des Ertragswerts i.H.v. rd. 307,5 Mio. € und der Sonderwerte i.H.v. 11,3 Mio. € beträgt der aufgezinste Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern zum 31. Oktober 2025 rd. 337,7 Mio. €.
426. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von 11.512.512 Stück ausstehenden Aktien einem Wert von 29,33 € je PharmaSGP-Aktie.

Wert je PharmaSGP-Aktie nach persönlichen Steuern

in Mio. €

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	307,5
Sonderwerte	11,3
Überschüssige Liquidität	8,5
Abschreibung GSK-Portfolio 2028-2032	3,3
Steuerreform TV-Anpassung	-0,5
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	318,7
Aufzinsungsfaktor	1,06
Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Oktober 2025	337,7
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	11,5
Wert je Aktie (in EUR)	29,33

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.2.4 Anpassung der angemessenen Barabfindung

427. Die aktuelle Entwicklung der Renditen von Bundesanleihen weist auf einen möglichen Anstieg des Basiszinssatzes hin. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt bewegt sich der Basiszinssatz im Schwellenbereich zwischen 3,00% und 3,25%, sodass bis zum Bewertungsstichtag ein Wert von 3,25% nicht ausgeschlossen werden kann. Während der Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme lag der Basiszinssatz jedoch konstant bei 3,00%. Unter Berücksichtigung des grenznahen Schwellenwertes sowie der historischen Entwicklung des Basiszinssatzes im Zeitraum der Bewertungsarbeiten wird daher für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung weiterhin von einem Basiszinssatz von 3,00% ausgegangen, bei Zugrundelegung

einer Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern) von 5,50%. Sollte sich jedoch bis zum Bewertungsstichtag eine Änderung des Basiszinssatzes auf 3,25% ergeben, wird im Folgenden die Auswirkung auf die angemessene Barabfindung im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse dargestellt. Hierfür wurden jeweils die Marktrisikoprämie sowie der Basiszinssatz bei sonst gleichbleibenden Bewertungsparametern sensitiviert.

428. Eine Erhöhung des Basiszinssatzes bis zum Bewertungsstichtag führt zu einer Veränderung des Unternehmenswerts. Unter sonst gleichbleibenden Bedingungen führt im aktuellen Marktumfeld ein Anstieg des Basiszinssatzes von 3,00% auf 3,25% vor persönlichen Steuern (bzw. von 2,21% auf 2,39% nach persönlichen Steuern) zu einer Reduktion der Marktrisikoprämie von 5,50% auf 5,25% (nach persönlichen Steuern) und damit zu einem Ertragswert nach persönlichen Steuern von 339,6 Mio. €. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 11,5 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert von 29,50 € je PharmaSGP-Aktie.

6.3. Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA

6.3.1 Wert des Eigenkapitals auf Basis des Cashflow to Equity-Ansatzes

429. Darüber hinaus wird der Wert des Eigenkapitals nach den Grundsätzen der DVFA-Empfehlungen abgeleitet. Im Folgenden werden die Cashflows to Equity ¹³⁰ auf Basis der angepassten Planungsrechnung abgeleitet:¹³¹

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in Mio. €

	Business Plan			Konvergenz		TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	27,5	27,4	27,5	33,0	33,8	34,7
-(+) Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-2,1	-2,7	-2,8	-1,8	-1,8	-1,8
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-6,2	-6,1	-6,1	-7,3	-7,2	-6,3
- Außerordentliches Ergebnis	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresergebnis	18,7	18,6	18,6	23,9	24,8	26,5
+ Abschreibungen	9,5	10,0	10,3	5,9	5,9	6,0
- Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-0,7	-1,5	-7,3	-6,3	-6,3	-6,4
-(+) Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	-8,3	-3,5	-3,1	-1,1	-0,4	-0,4
+(-) Anstieg / (Rückgang) der verzinslichen Verbindlichkeiten	-5,7	-4,0	2,7	0,6	0,6	0,6
Cashflow-to-Equity	13,5	19,6	21,1	22,9	24,6	26,3

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

430. Ausgehend vom Cashflow to Equity wird der Wert des Eigenkapitals der PharmaSGP auf Basis verschuldeter Eigenkapitalkosten von 8,7% bis 8,9% und einem nachhaltigen Wachstum von 1,0% vor persönlichen Steuern ermittelt.

¹³⁰ Vgl. Anlage 2 zur Darstellung der konsistent abgeleiteten Kapitalflussrechnung mit Ausweis des Cashflow aus laufender Tätigkeit, Investitions- und Finanzierungstätigkeit.

¹³¹ EBIT-Adjustierungen betreffen die Verzinsung der operativ notwendigen Mindestliquidität (vgl. Kapitel 4.4.).

431. Die Wertableitung auf Basis des Cashflow to Equity-Ansatz wird nachfolgend dargestellt. Der DCF-Wert auf Basis des Cashflow to Equity-Ansatz beträgt zum 31. Dezember 2024 rd. 301,6 Mio. €.

DCF-Wert vor persönlichen Steuern

in Mio. € / in %

	Business Plan			Konvergenz		TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Cashflow to Equity	13,5	19,6	21,1	22,9	24,6	26,3
Basiszinssatz	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Marktrisikoprämie	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Verschuldeter Betafaktor	0,91	0,89	0,87	0,88	0,88	0,88
Verschuldete Eigenkapitalkosten	8,90%	8,75%	8,66%	8,73%	8,73%	8,72%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	1,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	8,90%	8,75%	8,66%	8,73%	8,73%	7,72%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	8,5
Barwert der Cashflows-to-Equity	12,4	16,6	16,4	16,4	16,2	223,7
DCF-Wert zum 31. Dezember 2024	301,6					

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.3.2 Sonderwerte

432. Die Sonderwerte und deren Höhe entsprechen den in Kapitel 6.2.2. dargestellten Inhalten. Die Summe der Sonderwerte vor persönlichen Steuern entspricht 15,3 Mio. €, davon entfallen 11,5 Mio. € auf den Sonderwert Überschüssige Liquidität, 4,5 Mio. € auf den Sonderwert Abschreibungen des GSK-Portfolios 2028-2032 sowie -0,6 Mio. € auf den Sonderwert Steuerreform TV-Anpassung.

6.3.3 Wert des Eigenkapitals nach den DVFA-Empfehlungen

433. Unter Berücksichtigung des DCF-Werts i.H.v. rd. 301,6 Mio. € und der Sonderwerte i.H.v. 15,3 Mio. € beträgt der aufgezinste Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern zum 31. Oktober 2025 rd. 340,2 Mio. €.
434. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 11,5 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert von 29,55 € je PharmaSGP-Aktie.

DCF-Wert je PharmaSGP-Aktie vor persönlichen Steuern

in Mio. €

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	301,6
Sonderwerte	15,3
Überschüssige Liquidität	11,5
Abschreibung GSK-Portfolio 2028-2032	4,5
Steuerreform TV-Anpassung	-0,6
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	316,9
Aufzinsungsfaktor	1,07
Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Oktober 2025	340,2
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	11,5
Wert je Aktie (in EUR)	29,55

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.4. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

435. Zusätzlich zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen üblichen Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 sowie der ebenso angewendeten DCF-Methode vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen werden zur weiteren Plausibilisierung Wertbandbreiten basierend auf der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, der regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet wird.
436. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmeprämien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt.
437. Transaktionsmultiplikatoren beinhalten regelmäßig eine Übernahmeprämie, da sie die Preise kontrollierender Erwerbe widerspiegeln. Konzeptionell liegt der Übernahmeprämie die Annahme zugrunde, dass Börsenmultiplikatoren lediglich die Preise von nicht-beherrschenden Anteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden, wobei letzterer Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsenmultiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden. Dies arbeitet z.B. die Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und legt eine Kontrollprämie im einstelligen bis niedrigen zweistelligen Bereich nahe. Eichner (2017) hingegen untersucht in seiner Studie, inwiefern sich die in Europa beobachtbaren Übernahmeprämien in verschiedene Komponenten zerlegen lassen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass in etwa ein Viertel, bis ein Drittel der gesamten Übernahmeprämie auf die finanzielle Kontrollprämie zurückzuführen ist. Die beobachteten Übernahmeprämien in der Eichner Studie im Bereich von ca. 15% bis ca. 30% decken sich mit den Ergebnissen von Grbenic/Zunk. Somit kann insgesamt der Ansatz einer Kontrollprämie i.H.v. 10% begründet werden. Bei Börsenkursmultiplikatoren ist eine Kontrollprämie aufzuschlagen, während bei Transaktionsmultiplikatoren – soweit es sich um öffentliche Transaktionen handelt und eine Übernahmeprämie feststellbar ist – die Übernahmeprämien so zu adjustieren sind, dass lediglich die Kontrollprämie berücksichtigt wird.

6.4.1 Bewertung anhand vergleichbarer notierter Unternehmen

438. Zur Bewertung von PharmaSGP kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der

historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group Auswahl identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden.

439. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.
440. Für die Ableitung von Multiplikatoren für die PharmaSGP wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Als geeignete Referenzgrößen wurden der Umsatz sowie das EBITDA ausgewählt. Sowohl das EBITDA von PharmaSGP als auch das der Peer Group wurde um Entwicklungskosten innerhalb der Aufwendungen bereinigt.
441. Die Bandbreite an EBITDA-Multiplikatoren wurde durch die gesamte Peer Group und andererseits durch die am besten mit PharmaSGP vergleichbaren Unternehmen innerhalb der Peer Group (sog. „Best Comparables“) ermittelt. Die Best Comparables von PharmaSGP wurden auf Basis des zukünftigen Wachstums- und Margenprofils identifiziert. Als Referenzgröße wurde die bereinigte EBITDA-Marge der PharmaSGP für die Jahre 2025, 2026 und 2027 verwendet.

EBITDA-Multiplikatoren

442. Für die EBITDA-Multiplikatoren haben EBITDA-Wachstumserwartungen und -Margen einen hohen Erklärungsgehalt. Im Folgenden ist das Wachstums- und Margenprofil der Peer Group-Unternehmen dargestellt:

Übersicht EBITDA-Multiplikatoren

	EBITDA Wachstum			EBITDA CAGR		EBITDA Marge			EBITDA Multiplikator		
	FY2025	FY2026	FY2027	'24-'26	'25-'27	FY2025	FY2026	FY2027	FY2025	FY2026	FY2027
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	12,8%	14,1%	9,6%	13,4%	11,8%	10,7%	11,3%	11,6%	7,4x	6,5x	5,9x
Faes Farma, S.A.	-6,0%	20,4%	10,7%	6,4%	15,5%	22,3%	24,7%	25,3%	11,9x	9,9x	8,9x
Boiron SA	12,0%	16,1%	n/a	14,0%	n/a	16,5%	18,5%	n/a	5,6x	4,8x	n/a
Krka, d. d.	4,7%	4,8%	4,1%	4,8%	4,5%	36,5%	36,5%	36,4%	8,9x	8,5x	8,1x
Dermapharm Holding SE	-3,2%	5,6%	5,2%	1,1%	5,4%	21,4%	21,8%	22,1%	11,5x	10,9x	10,4x
Sandoz Group AG	11,4%	12,5%	10,0%	11,9%	11,2%	30,3%	31,8%	33,2%	9,7x	8,6x	7,9x
Hikma Pharmaceuticals PLC	11,0%	7,7%	9,0%	9,4%	8,4%	31,4%	32,1%	33,0%	6,5x	6,0x	5,5x
Prestige Consumer Healthcare Inc.	-3,5%	3,0%	0,7%	-0,3%	1,8%	33,1%	33,4%	33,1%	11,6x	11,3x	11,2x
Haleon plc	0,9%	6,5%	6,4%	3,6%	6,4%	27,7%	28,3%	28,8%	13,6x	12,7x	12,0x
Antibiotice S.A.	n/m	18,2%	17,2%	16,3%	17,7%	n/a	n/a	n/a	10,8x	9,2x	7,8x
Perrigo Company plc	4,1%	3,9%	3,8%	4,0%	3,9%	20,3%	21,0%	21,3%	7,9x	7,6x	7,3x
Lavipharm S.A.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PharmaSGP	-0,3%	1,1%	0,7%	0,4%	0,9%	26,9%	25,4%	24,4%			
Min	-6,0%	3,0%	0,7%	-0,3%	1,8%	10,7%	11,3%	11,6%	5,6x	4,8x	5,5x
25% Perzentil	-2,2%	5,2%	4,4%	3,8%	4,7%	20,6%	21,2%	22,1%	7,6x	7,0x	7,4x
Durchschnitt	4,4%	10,2%	7,7%	7,7%	8,7%	25,0%	25,9%	27,2%	9,6x	8,7x	8,5x
Median	4,4%	7,7%	7,7%	6,4%	7,4%	25,0%	26,5%	28,8%	9,7x	8,6x	8,0x
75% Perzentil	11,3%	15,1%	9,9%	12,7%	11,7%	31,1%	32,0%	33,1%	11,5x	10,4x	10,0x
Max	12,8%	20,4%	17,2%	16,3%	17,7%	36,5%	36,5%	36,4%	13,6x	12,7x	12,0x
Best comparables - Durchschnitt	3,3%	8,8%	7,0%	5,9%	7,9%	27,1%	28,0%	28,6%	10,0x	9,2x	8,6x
Best comparables - Median	4,1%	6,5%	6,4%	4,8%	6,4%	27,7%	28,3%	28,8%	9,7x	8,6x	8,1x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

443. Die Bandbreite der EBITDA-Multiplikatoren wurde im Zeitraum 2025 bis 2027 anhand des Durchschnitts und Medians der Best Comparables (Faes Farma, Dermapharm, Krka, Sandoz, Hikma, Haleon und Perrigo) ermittelt.

444. Somit ergibt sich für das Jahr 2025 eine Bandbreite von 9,7x bis 10,0x, für das Jahr 2026 von 8,6x bis 9,2x und für das Jahr 2027 von 8,1x bis 8,6x.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Börsenmultiplikatoren

445. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsenmultiplikatoren resultierenden Wertbandbreite haben wir im Folgenden wie bereits oben erwähnt jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem Durchschnitt und dem Median der Best Comparables abgestellt.
446. Da bei Börsenmultiplikatoren naturgemäß börsennotierte Unternehmensanteile verwendet werden, ist regelmäßig ein Liquiditätsabschlag anzusetzen. Studienergebnisse für deutsche Unternehmen ermitteln Liquiditätsabschläge auf Basis unterschiedlicher Untersuchungsansätze. Langemann (2014) ermittelt Liquiditätsabschläge für einen Analysezeitraum von 1959 bis 2013 im Median von 12%, stellt jedoch fest, dass Liquiditätsabschläge seit 2001 im Median bei rd. 5% liegen. Dodel (2014) kommt zu dem Ergebnis, dass Liquiditätsabschläge für deutsche nicht börsennotierte Unternehmen insgesamt in einer Bandbreite von ca. 17% bis 30% liegen, jedoch weiterhin in Abhängigkeit der Parameter Branchenzugehörigkeit, angewendeter Multiplikator und weiteren Kriterien variieren. Schiereck et al. (2016) ermitteln für den europäischen Kapitalmarkt Liquiditätsabschläge in Abhängigkeit des Vorhandenseins eines Kreditratings vor dem Börsengang eines Unternehmens in einer Bandbreite von rd. 4% bis 15%. Grundsätzlich legen diese Studienergebnisse einen Liquiditätsabschlag von 10% nahe, der in der Bewertungspraxis regelmäßig verwendet wird. Da die PharmaSGP-Aktien allerdings unter anderem im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie über das Handelssystem XETRA gehandelt wurden und auch nach dem Delisting weiterhin im Freiverkehr an der Hamburger Börse gehandelt werden, ist im Falle von PharmaSGP kein Liquiditätsabschlag anzusetzen.
447. Für die Ermittlung des Eigenkapitalwertes der PharmaSGP wurde eine Kontrollprämie i.H.v. 10% angesetzt, da ein Mehrheitsanteil bewertet wird und Börsenmultiplikatoren nicht-beherrschende Anteile darstellen.
448. Auf Basis der gewählten Multiplikatoren resultieren die in folgender Darstellung ausgewiesenen Wertbandbreiten des Unternehmensgesamtwerts. Die dargestellte Bandbreite

des Unternehmensgesamtwerts wird in einem nächsten Schritt aus dem Durchschnitt aller gezeigten Bandbreitenwerte gebildet und liegt zwischen 330,6 Mio. € und 345,9 Mio. €:

Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren

in Mio.€

Börsenmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		PharmaSGP Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Best comparable (Median)	Best comparable (Durchschnitt)		Min	Max
EBITDA Multiplikator 2025	9,7x	10,0x	37,1	360,3	370,2
EBITDA Multiplikator 2026	8,6x	9,2x	37,5	323,9	343,7
EBITDA Multiplikator 2027	8,1x	8,6x	37,8	307,6	323,9
Unternehmensgesamtwert (Ø)				330,6	345,9
Verzinsliche Verbindlichkeiten				-66,3	-66,3
Sonderwerte				15,3	15,3
Wert des Eigenkapitals (Ø)				279,6	294,9
+ Kontrollprämie (10%)				28,0	29,5
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen (Ø)				307,5	324,4
Ausstehende Aktien (in Mio.)				11,5	11,5
Wert je Aktie (in EUR)				26,71	28,18

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

449. Bei der Überleitung vom Unternehmensgesamtwert zum Wert des Eigenkapitals sind die verzinslichen Verbindlichkeiten i.H.v. 66,3 Mio. € in Abzug zu bringen.
450. Bei der Multiplikator-Bewertung zum Bewertungsstichtag sind neben der Kontrollprämie i.H.v. 10% zusätzlich die Sonderwerte, wie in Kapitel 6.2.2 beschrieben in Höhe des Werts vor pers. Steuern (15,3 Mio. €), einzubeziehen.
451. Insgesamt ergibt sich so eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen i.H.v. 307,5 Mio. € bis 324,4 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 11,5 Mio. Aktien ergibt sich ein aus den Börsenmultiplikatoren abgeleiteter Wert je PharmaSGP-Aktie in einer Bandbreite von 26,71 € bis 28,18 €.

6.4.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

452. Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren werden zudem Transaktionsmultiplikatoren verwendet. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktionsmultiplikatoren weisen gegenüber Börsenmultiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.
453. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenlagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und

andere subjektive Erwartungshaltungen, 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 Zuschläge enthalten. Insgesamt wird auch in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prämien bzw. Abschläge beobachtet werden.

454. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Wertkonzept gemäß IDW S 1 keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksichtigt werden. Somit kommt den Transaktionsmultiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
455. 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.¹³² Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsenmultiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrungen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Kriterium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
456. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transaktionen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Unterschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
457. Aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹³³ Der Analysezeitraum umfasst die Jahre ab 2020 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl¹³⁴ vorgegangen und Transaktionen aus der OTC- bzw. Generikabranche berücksichtigt. Anschließend erfolgte eine Eingrenzung auf Mehrheitstransaktionen der letzten fünf Jahre, bei denen das Zielunternehmen seinen Sitz in Europa, Amerika oder Japan hat.
458. Auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen ist eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere

¹³² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsenmultiplikatoren.

¹³³ Über die Datenbank S&P Capital IQ. Wir beziehen insbesondere die impliziten Gesamtkapitalwerte und jeweiligen Bezugsgrößen von dieser Datenbank und berechnen anschließend auf dieser Basis die entsprechenden Multiplikatoren. Darüber hinaus sind noch weitere Vergleichstransaktionen relevant, die jedoch nicht in der Datenbank von S&P Capital IQ hinterlegt waren, sondern uns auf Basis von Analystenreports vorlagen und ebenso Eingang in die Analyse fanden.

¹³⁴ Vgl. Kapitel 2.4.1.

können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen wurden 13 Transaktionen identifiziert und in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren daraus abgeleitet.

459. Bei der Bewertung nach der Transaktionsmultiplikator-Methode werden in der gängigen Praxis sowohl Prämien (z. B. Übernahmeprämien) als auch Abschläge (z. B. Liquiditätsabschläge) berücksichtigt. Im Rahmen der herangezogenen Transaktionen mit börsennotierten Zielunternehmen wurde zunächst die in den Transaktionspreisen enthaltene Übernahmeprämie vollständig aus den Unternehmenswerten eliminiert. Anschließend wurde eine Kontrollprämie von 10% wieder aufgeschlagen, um die erlangte Kontrolle über das Zielunternehmen durch die Transaktion sachgerecht abzubilden. Bei den Börsenmultiplikatoren wurde ebenfalls eine Kontrollprämie von 10% berücksichtigt. Somit ist die Vorgehensweise bei den Transaktions- und Börsenmultiplikatoren konsistent. Bei Transaktionen mit nicht börsennotierten Zielunternehmen wurden zudem Liquiditätsabschläge in Höhe von 10% angesetzt, da die PharmaSGP SE weiterhin im Freiverkehr an der Hamburger Börse notiert und die PharmaSGP-Aktien entsprechend gehandelt werden.

Übersicht über die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen in Mio. € / in %

Transaktionsdetails				Finanzkennzahlen (LTM)				Angepasste EV Multiplikatoren
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	EBITDA-Marge	Unternehmenswert (lokal)	Erworbener Anteil	Prämie 1 Monat zuvor	EV / EBITDA
Faes Farma, S.A.	Laboratorios Edol Productos Farmacéuticos, S.A.	Portugal	04.06.2025	n/a	75,0	100,0%	n/a	n/a
Paratek Pharmaceuticals, Inc.	OptiNose, Inc.	USA	21.05.2025	-17,3%	289,2	100,0%	133,3%	n/m
Baring Asset Management Limited sowie weitere Finanzinvestoren	Alliance Pharma plc	England	14.05.2025	20,5%	418,3	71,9%	32,8%	9,8x
CoreRx, Inc.	Societal CDMO, Inc.	USA	08.04.2024	7,5%	165,7	100,0%	214,2%	12,0x
Otomon Co., Ltd.	Taisho Pharmaceutical Holdings Co., Ltd.	Japan	15.01.2024	14,0%	466.541,4	73,1%	46,9%	6,4x
SNDL Inc.	The Valens Company Inc.	Kanada	17.01.2023	-94,9%	119,4	91,9%	35,6%	n/m
Venture Life Group plc	HL Healthcare Limited	England	01.12.2022	37,8%	13,0	100,0%	n/a	8,2x
Charterhouse Capital Partners LLP sowie weitere Finanzinvestoren	Cooper Consumer Health SAS	Frankreich	08.11.2021	30,0%	2.000,0	100,0%	n/a	14,7x
Nordic Capital; Nordic Capital X	ADVANZ PHARMA Corp. Limited	England	01.06.2021	43,6%	2.041,5	100,0%	255,5%	6,3x
Blackstone Inc. sowie weitere Finanzinvestoren	Takeda Consumer Healthcare Company Limited	Japan	31.03.2021	32,8%	242.000,0	100,0%	n/a	13,3x
Perrigo Company plc	OTC Self-Care Brands	Frankreich	30.10.2020	n/a	53,3	100,0%	n/a	n/a
Kobayashi Pharmaceutical Co., Ltd.	Alva-Amco Pharmacal Companies, Inc.	USA	30.09.2020	n/a	108,0	100,0%	n/a	n/a
Aytu BioScience, Inc. (nka:Aytu BioPharma, Inc.)	Innovus Pharmaceuticals, Inc.	USA	14.02.2020	-18,8%	22,6	100,0%	332,6%	n/m
Min				-94,9%		71,9%	32,8%	6,3x
Median				17,3%		100,0%	133,3%	9,8x
Durchschnitt				5,5%		95,2%	150,1%	10,1x
Max				43,6%		100,0%	332,6%	14,7x
Best comparables - Median				30,0%		100,0%	130,5%	9,8x
Best comparables - Durchschnitt				26,6%		94,5%	137,4%	10,1x

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

460. Da die Transaktionsmultiplikatoren basierend auf Umsatz und EBIT eine geringe Datenverfügbarkeit aufweisen und teilweise von Ausreißern beeinflusst sind, wird bei der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren ausschließlich auf EBITDA-Multiplikatoren abgestellt.
461. Wie aus obiger Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren EBITDA-Multiplikatoren in einer Bandbreite von 6,3x bis 14,7x. Demgegenüber befindet sich der Median bzw. das arithmetische Mittel bei 9,8x bzw. 10,1x.
462. Die Transaktionen mit den Zielunternehmen The Valens Company, OptiNose sowie Innovus Pharmaceuticals wurden aufgrund einer negativen EBITDA-Marge und der damit verbundenen eingeschränkten Vergleichbarkeit nicht in die Gruppe der Best Comparables aufgenommen.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren

463. Basierend auf den ausgewählten Transaktionen ergibt sich bei der Verwendung der entsprechenden EBITDA-Multiplikatoren für PharmaSGP die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsenmultiplikatoren:

Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

in Mio. € / in €

Transaktionsmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		PharmaSGP Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Best comparable - Median	Best comparable - Durchschnitt		Min	Max
EV / EBITDA	9,8x	10,1x	37,2	363,8	375,7
Unternehmensgesamtwert (Ø)				363,8	375,7
Verzinsliche Verbindlichkeiten				-66,3	-66,3
Sonderwerte				15,3	15,3
Wert des Eigenkapitals (Ø)				312,8	324,7
Ausstehende Aktien (in Mio.)				11,5	11,5
Wert je Aktie (in EUR)				27,17	28,20

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

464. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Unternehmensgesamtwert von PharmaSGP auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten EBITDA-Multiplikatoren mit der ausgewählten Multiplikator-Bandbreite zwischen 363,8 Mio. € und 375,7 Mio. €. Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals von PharmaSGP in Höhe von 66,3 Mio. € sowie unter Berücksichtigung der Sonderwerte, analog zu dem Vorgehen bei den Börsenmultiplikatoren in Höhe von 15,3 Mio. €, ergibt sich für das Eigenkapital von PharmaSGP eine Wertbandbreite von 312,8 Mio. € bis 324,7 Mio. €.

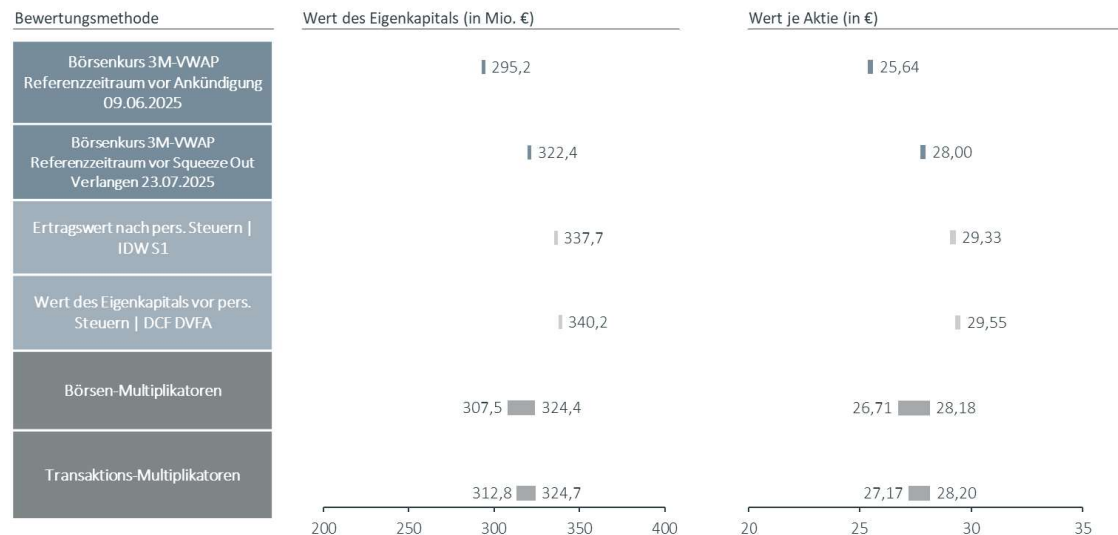
465. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 11,5 Mio. Aktien ergibt sich ein aus den Transaktionsmultiplikatoren abgeleiteter Wert des Eigenkapitals in einer Bandbreite von 27,17 € bis 28,20 € je PharmaSGP-Aktie.

6.5. Fazit zum Wert des Eigenkapitals

466. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern ermittelten Werte des Eigenkapitals der PharmaSGP SE stellen sich zum 31. Oktober 2025 wie folgt dar:

PharmaSGP SE: Eigenkapitalwert zum 31. Oktober 2025

in Mio. € / in €



Quelle: ValueTrust Analyse

467. Die von der BaFin ermittelten 3M VWAP im regulierten Markt betragen 25,64 € je PharmaSGP-Aktie im Referenzzeitraum vor Ankündigung bzw. 28,00 € je PharmaSGP-Aktie im Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen.

468. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Praxis gewöhnlich zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals beträgt zum 31. Oktober 2025 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,50% (nach persönlichen Steuern) 337,7 Mio. € bzw. 29,33 € je PharmaSGP-Aktie.

469. Der anhand der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern beträgt zum 31. Oktober 2025 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,50% (vor persönlichen Steuern) 340,2 Mio. € bzw. 29,55 € je PharmaSGP-Aktie.

470. Die Werte des Eigenkapitals der PharmaSGP SE wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktionsmultiplikator-Methoden ermittelt. Die anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt 307,5 Mio. € bis 324,4 Mio. € bzw. 26,71 € bis 28,18 € je PharmaSGP-Aktie. Zudem beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals anhand der Transaktionsmultiplikatoren 312,8 Mio. € bis 324,7 Mio. € bzw. 27,17 € bis 28,20 € je PharmaSGP-Aktie. Aufgrund der so ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals sind die ermittelten Werte nach der DCF- bzw. Ertragswertmethode sowie der Börsenkurs als plausibel anzusehen.

- 471. Zum Bewertungsstichtag liegen die ermittelten Werte des Eigenkapitals oberhalb der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren und des Börsenkurses.
- 472. Futrue hat sich in Kenntnis der ermittelten Werte dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von 29,33 € je PharmaSGP-Aktie und damit am oberen Ende dieser Bandbreiten festzulegen.
- 473. Die festgelegte Abfindung liegt über den ermittelten Werten des Eigenkapitals und insbesondere über den relevanten Börsenkursen, sodass diese jedenfalls angemessen ist.

7. WÜRDIGUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE

474. Die Futrue als Hauptaktionärin der PharmaSGP SE beabsichtigt, gemäß §§ 327a ff. AktG die Aktien der Minderheitsaktionäre auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen (aktienrechtlicher Squeeze Out). Die Beschlussfassung soll im Rahmen einer ordentlichen Hauptversammlung der PharmaSGP SE am 31. Oktober 2025 erfolgen. Die angemessene Abfindung wird von der Geschäftsführung der Futrue festgelegt.
475. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der PharmaSGP haben wir auftragsgemäß Unternehmenswerte auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung weiterer anerkannter Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach haben wir den objektivierten Unternehmenswert nach dem IDW S 1 in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus haben wir die DVFA-Empfehlungen, berücksichtigt. Entsprechend der einschlägigen Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und der angewandten Bewertungsstandards haben wir eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis haben wir Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren in Form von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren angewandt.
476. Bei Anwendung einer Marktrisikoprämie von 5,50% nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals der PharmaSGP i.H.v. 337,7 Mio. € bzw. 29,33 € je PharmaSGP-Aktie.
477. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft kann der Börsenkurs als alleiniger Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstrichterlicher Rechtsprechung berücksichtigt werden. Der 3M VWAP im Referenzzeitraum vor Ankündigung am 10. Juni 2025 beträgt 25,64 € je PharmaSGP-Aktie. Dies entspricht einem Eigenkapitalwert von 295,2 Mio. €. Der 3M VWAP im Referenzzeitraum vor Squeeze Out Verlangen am 24. Juli 2025 beträgt 28,00 € je PharmaSGP-Aktie, was einem Eigenkapitalwert von 322,4 Mio. € entspricht.
478. Die Futrue hat sich in Kenntnis der Werte dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von 29,33 € je PharmaSGP-Aktie festzulegen. Die Abfindung liegt damit am oberen Ende der ermittelten Werte und oberhalb des 3M VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out sowie oberhalb des vorangegangenen öffentlichen Delisting-Angebots.
479. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
480. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 17. September 2025 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der PharmaSGP am 31. Oktober 2025 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Bandbreiten für die angemessene Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.

481. Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München, den 17. September 2025



Prof. Dr. Christian Aders
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH



Mehmet Özbay
Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden uns von der PharmaSGP verschiedene Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2025 bis 2027 der PharmaSGP. Die Planungsrechnung wurde vom Vorstand und Aufsichtsrat der PharmaSGP SE am 12. August 2025 verabschiedet
- Geschäftsberichte und Prüfungsberichte der PharmaSGP der Geschäftsjahre 2022 bis 2024
- Internes Reporting zu den Prognose-Ist Abweichungen im Zeitraum von 2021 bis 2024
- Informationen zum Planungsprozess und Aufbau der Planungsrechnung
- Unterstützungsmaterial zu den historischen und geplanten Finanzaufstellungen
- Tagesordnungen und Protokolle von Vorstand- bzw. Aufsichtsratssitzungen für die Jahre 2024 bis 2025
- Aktuelles Organigramm der PharmaSGP

2. Kapitalflussrechnung

	Business Plan			Konvergenz		TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	25,4	24,7	24,7	31,2	32,0	32,8
- Adjustierte Steuern (EBIT*effektive Steuerquote)	-6,2	-6,1	-6,1	-7,3	-7,2	-6,3
+/-) Außerordentliches Ergebnis	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/-) Erträge aus Ergebnisübernahme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Abschreibungen	9,5	10,0	10,3	5,9	5,9	6,0
-/(+) Veränderung der Vorräte	-2,1	-1,0	-0,8	-0,4	-0,1	-0,1
-/(+) Veränderung der Ford. und sonst. Vermögenswerte	-2,6	-1,0	-0,8	-0,5	-0,2	-0,2
-/(+) Veränderung der Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-/(+) Veränderung des Sonstigen Umlaufvermögens	0,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
+/-) Veränderung der Rückstellungen	0,4	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0
+/-) Veränderung der unverzinslichen Verbindlichkeiten	-1,5	-0,4	-0,7	0,3	0,1	0,1
+/-) Veränderung der passiven latenten Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	22,4	26,4	26,6	29,1	30,5	32,2
(+)/- (Investitionen) / Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-1,1	-1,6	-7,4	-6,3	-6,3	-6,4
(+)/- (Investitionen) / Desinvestitionen in Finanzanlagen	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-0,7	-1,5	-7,3	-6,3	-6,3	-6,4
+/-) Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-5,7	-4,0	2,7	0,6	0,6	0,6
- Ausschüttung von Dividenden	-13,5	-19,6	-21,1	-22,9	-24,5	-26,2
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-19,2	-23,6	-18,4	-22,3	-23,9	-25,6
Veränderung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	2,4	1,3	0,9	0,5	0,2	0,2

3. Anpassungen Gewinn- und Verlustrechnung

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen			Historisch (bereinigt)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Umsatzerlöse	85,8	101,1	118,8	-	-	-	85,8	101,1	118,8
Wachstum in %	n/a	17,8%	17,5%				n/a	17,8%	17,5%
Materialaufwand	-9,0	-9,5	-10,8	-	-	-	-9,0	-9,5	-10,8
Rohhertrag	76,8	91,6	108,0	0,0	0,0	0,0	76,8	91,6	108,0
in % der Umsatzerlöse	89,5%	90,6%	90,9%				89,5%	90,6%	90,9%
Personalaufwand	-6,9	-7,3	-8,0	1,1	0,0	-0,1	-5,8	-7,4	-8,1
Marketingaufwand	-37,4	-43,4	-53,3	-	-	-	-37,4	-43,4	-53,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,2	0,3	-0,1	-	-	0,3	0,2	0,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-6,0	-7,1	-10,0	0,3	0,1	0,3	-5,7	-7,0	-9,7
EBITDA	26,9	34,0	37,1	1,3	0,1	0,2	28,2	34,1	37,2
in % der Umsatzerlöse	31,4%	33,6%	31,2%				32,9%	33,7%	31,3%
Abschreibungen	-9,3	-9,4	-9,4	-	-	-	-9,3	-9,4	-9,4
EBIT	17,7	24,6	27,6	1,3	0,1	0,2	19,0	24,7	27,8
in % der Umsatzerlöse	20,6%	24,4%	23,3%				22,1%	24,4%	23,4%
Finanzerträge	0,3	1,1	1,5	-	-	-	0,3	1,1	1,5
Finanzaufwendungen	-2,2	-3,9	-3,1	-	-	-	-2,2	-3,9	-3,1
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-	-	-	-1,3	-0,1	-0,2	-1,3	-0,1	-0,2
Ergebnis vor Ertragssteuern	15,8	21,9	26,0	0,0	0,0	0,0	15,8	21,9	26,0
in % der Umsatzerlöse	18,4%	21,7%	21,9%				18,4%	21,7%	21,9%
Ertragsteueraufwand	-3,8	-5,5	-6,5	-	-	-	-3,8	-5,5	-6,5
Effektive Steuerquote in %	24,4%	25,1%	25,0%				24,4%	25,1%	25,0%
Jahresergebnis	12,0	16,4	19,5	0,0	0,0	0,0	12,0	16,4	19,5
in % der Umsatzerlöse	13,9%	16,2%	16,4%				13,9%	16,2%	16,4%

4. Anpassungen Bilanz

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen	Historisch (bereinigt)		
	2022	2023	2024	2024	2022	2023	2024
Immaterielle Vermögenswerte	73,9	66,1	58,8	-	73,9	66,1	58,8
Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	-	0,4	0,3	0,3
Nutzungsrechte	1,2	0,9	0,9	-	1,2	0,9	0,9
Sonstige langfristige finanzielle Vermögenswerte	2,1	1,3	0,5	-	2,1	1,3	0,5
Anlagevermögen	77,6	68,5	60,6	-	77,6	68,5	60,6
Vorräte	7,0	10,1	10,4	-	7,0	10,1	10,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und sonstige Forderungen	7,8	9,2	13,5	-	7,8	9,2	13,5
Sonstige Vermögenswerte	2,5	2,5	3,2	-	2,5	2,5	3,2
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	1,2	0,0	0,0	-	1,2	0,0	0,0
Laufende Ertragsteuerforderungen	0,3	0,2	0,0	-	0,3	0,2	0,0
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	32,6	40,8	26,5	-11,5	32,6	40,8	15,0
Umlaufvermögen	51,5	62,8	53,7	-11,5	51,5	62,8	42,2
Summe Aktiva	129,1	131,3	114,3	-11,5	129,1	131,3	102,8

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen	Historisch (bereinigt)		
	2022	2023	2024	2024	2022	2023	2024
Eigenkapital	31,1	39,8	32,0	-11,5	31,1	39,8	20,5
Finanzverbindlichkeiten	80,7	73,1	65,4	-	80,7	73,1	65,4
Leasingverbindlichkeiten	1,2	0,9	1,0	-	1,2	0,9	1,0
Verzinsliche Verbindlichkeiten	81,9	74,0	66,3	-	81,9	74,0	66,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	8,8	9,9	4,4	-	8,8	9,9	4,4
Sonstige Verbindlichkeiten	2,9	2,0	3,4	-	2,9	2,0	3,4
Laufende Ertragsteuerverbindlichkeiten	0,0	1,4	3,8	-	0,0	1,4	3,8
Passive latente Steuern	1,2	0,8	0,8	-	1,2	0,8	0,8
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	12,9	14,1	12,5	-	12,9	14,1	12,5
Rückstellungen	3,2	3,4	3,5	-	3,2	3,4	3,5
Summe Passiva	129,1	131,3	114,3	-11,5	129,1	131,3	102,8

5. Bewertungstechnische Anpassungen Gewinn- und Verlustrechnung: Planung

	Business Plan			Bewertungstechnische Anpassungen			Angepasster Business Plan		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Umsatzerlöse	137,8	147,8	154,5	-	-	-	137,8	147,8	154,5
Wachstum in %	16,0%	7,2%	4,6%				16,0%	7,2%	4,6%
Materialaufwand	-13,9	-15,1	-15,9	-	-	-	-13,9	-15,1	-15,9
Rohhertrag	123,9	132,7	138,6	-	-	-	123,9	132,7	138,6
in % der Umsatzerlöse	89,9%	89,8%	89,7%				89,9%	89,8%	89,7%
Personalaufwand	-9,3	-9,8	-10,7	-	-	-	-9,3	-9,8	-10,7
Marketingaufwand	-64,0	-70,3	-74,3	-	-	-	-64,0	-70,3	-74,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,1	0,1	-	-	-	0,1	0,1	0,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,7	-15,2	-16,0	-	-	-	-13,7	-15,2	-16,0
EBITDA	37,1	37,5	37,7	-	-	-	37,1	37,5	37,7
in % der Umsatzerlöse	26,9%	25,4%	24,4%				26,9%	25,4%	24,4%
Abschreibungen	-9,5	-10,0	-10,3	-	-	-	-9,5	-10,0	-10,3
EBIT	27,5	27,4	27,5	-	-	-	27,5	27,4	27,5
in % der Umsatzerlöse	20,0%	18,6%	17,8%				20,0%	18,6%	17,8%
Finanzerträge	0,8	0,3	0,3	-	0,1	0,1	0,8	0,3	0,4
Finanzaufwendungen	-2,9	-3,1	-3,2	-	-	-	-2,9	-3,1	-3,2
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-0,6	-	-	-	-	-	-0,6	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragssteuern	24,9	24,6	24,6	-	0,1	0,1	24,9	24,7	24,7
in % der Umsatzerlöse	18,0%	16,6%	15,9%				18,0%	16,7%	16,0%
Ertragsteueraufwand	-6,2	-6,0	-6,0	-	-	-	-6,2	-6,1	-6,1
Effektive Steuerquote in %	24,8%	24,6%	24,6%				24,8%	24,6%	24,6%
Jahresergebnis	18,7	18,5	18,5	-	0,1	0,1	18,7	18,6	18,6
in % der Umsatzerlöse	13,6%	12,6%	12,0%				13,6%	12,6%	12,0%

6. Definition wesentlicher Kennzahlen

CAPEX -Quote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Kreditorenlaufzeit _t =	$\frac{\emptyset \text{ Verbindlichkeiten aus LuL}_t^{135} \cdot x \ 365}{\text{Herstellungskosten}_t}$
Debitorenlaufzeit _t =	$\frac{\emptyset \text{ Forderungen aus LuL}_t^{136} \cdot x \ 365}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
EK-Quote (zu Buchwerten) _t =	$\frac{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
FK-Quote (zu Marktwerten) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Unternehmensgesamtwert}_t}$
Eigenkapitalrendite _t =	$\frac{\text{Jahresergebnis}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_{t-1}}$
Gesamtkapitalrendite _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Buchwert des Gesamtkapitals}_{t-1}}$
Lagerreichweite _t =	$\frac{\emptyset \text{ Vorräte} \cdot x \ 365}{\text{Herstellungskosten}_t}$
OpFCF-Quote _t =	$\frac{\text{EBITDA}_t - \text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Return on Invested Capital (ROIC) _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Return on Capital Employed (ROCE) _t =	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Umschlagshäufigkeit _t =	$\frac{\text{Anlagevermögen}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Vermögensumschlag _t =	$\frac{\text{Umsatzerlöse}_t}{\text{Bilanzsumme}_{t-1}}$

¹³⁵ $\emptyset$ Verbindlichkeiten aus LuL_t beinhalten Verbindlichkeiten aus LuL_t sowie Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen - Sonstige.

¹³⁶ $\emptyset$ Forderungen aus LuL_t beinhalten Forderungen aus LuL_t, Forderungen aus noch nicht fakturierten Leistungen und Forderungen gegen verbundene Unternehmen abzgl. erhaltene Anzahlungen.

$$\text{Verschuldungsgrad (Bw.)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$$

$$\text{Verschuldungsgrad (Mw.)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Wert des Eigenkapitals}_t^{137}}$$

¹³⁷ Wert des Eigenkapitals zu Marktwerten innerhalb der DCF-Methode bzw. Ertragswert-Methode

Anlage 4

Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH vom 17. September 2025

Minderheitsaktionäre der
PharmaSGP Holding SE
Gräfelfing

UniCredit Bank GmbH
FTC int. & dom. Guarantees
Arabellastr. 12
81925 München
Telefon: +49 89/378-0
SWIFT: HYVEDEMMXXX
E-Mail: guarantees@unicredit.de

Ihr Gesprächspartner
Edna Guevara

Telefon
+49 911 2164 1111

Datum
17.09.2025

zur Übermittlung an
den Vorstand der
PharmaSGP Holding SE
Lochhamer Schlag 1
82166 Gräfelfing

Gewährleistungserklärung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) (im Folgenden „SE-VO“) i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG für die Barabfindungsverpflichtung der FUTRUE GmbH zugunsten der Minderheitsaktionäre der PharmaSGP Holding SE

Referenznummer 31134020620869

Sehr geehrte Damen und Herren,

die FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 - im Folgenden auch die „Hauptaktionärin“ - hat uns mitgeteilt, dass ihr unmittelbar 11.013.988 der insgesamt 12.000.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der PharmaSGP Holding SE mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Münchens unter HRB 255684, gehören. Dies entspricht - nach Absetzung der insgesamt 487.488 von der PharmaSGP Holding SE gehalten eigenen Aktien von der Gesamtzahl der Aktien der PharmaSGP Holding SE gemäß § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG i.V.m. § 327a Abs. 2 AktG - Aktien in Höhe von rund 95,67 % und mithin in Höhe von mehr als 95 % des Grundkapitals der PharmaSGP Holding SE.

Die Hauptaktionärin hat uns weiter mitgeteilt, dass sie am 24. Juli 2025 an den Vorstand der PharmaSGP Holding SE das Verlangen nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gerichtet und dies mit Schreiben vom 16. September 2025 bestätigt und konkretisiert hat, eine Hauptversammlung der PharmaSGP Holding SE einzuberufen und diese über die Übertragung der Aktien sämtlicher übriger Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen.

Dieser Übertragungsbeschluss soll in der außerordentlichen Hauptversammlung, die für den 31. Oktober 2025 geplant ist, gefasst werden. Als Barabfindung hat die FUTRUE GmbH einen Betrag in Höhe von EUR 29,33 je Stückaktie der PharmaSGP Holding SE festgelegt.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der PharmaSGP Holding SE gehen kraft Gesetzes alle Stückaktien der Minderheitsaktionäre auf die FUTRUE GmbH als Hauptaktionärin über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch gegen die Hauptaktionärin auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Dies vorausgeschickt übernehmen wir, die UniCredit Bank GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 289472, ein im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut, hiermit nach Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der PharmaSGP Holding SE unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin, jedem Minderheitsaktionär der PharmaSGP Holding SE nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der PharmaSGP Holding SE unverzüglich die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 je auf die Hauptaktionärin übertragene Stückaktie der PharmaSGP Holding SE zu zahlen.

Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin zur Zahlung von Zinsen gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB.

Diese Gewährleistungserklärung stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter dar (§ 328 Abs. 1 BGB), aus dem jedem Minderheitsaktionär der PharmaSGP Holding SE ein direkter Zahlungsanspruch gegenüber der UniCredit Bank GmbH zusteht. Wir können aus dieser Erklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Der Anspruch eines Minderheitsaktionärs uns gegenüber aus dieser Gewährleistungserklärung wird mit dem Anspruch auf die Barabfindung fällig und erlischt, wenn sein Anspruch auf die Barabfindung wegfällt. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus dem Verhältnis der UniCredit Bank GmbH zur Hauptaktionärin ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-VO i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen

UniCredit Bank GmbH



UVZNr. 4726 / F / 2025

Beglaubigt wird die Echtheit der vorstehenden, vor mir anerkannten Unterschriften von

Herrn Jan **Hesseler**, geboren am 14.11.1969,
und
Herrn Thomas **Keßler**, geboren am 31.08.1990,
beide ausgewiesen durch amtlichen Lichtbildausweis,
beide geschäftsansässig in Arabellastraße 12, 81925 München.

Aufgrund Einsicht in das Handelsregister des Amtsgerichts München vom 16.09.2025 bescheinige ich, dass dort unter HRB 289472 die

UniCredit Bank GmbH
mit dem Sitz in München

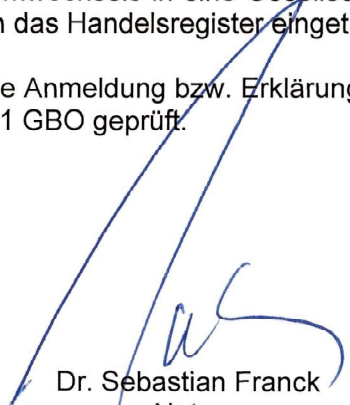
eingetragen und Herr Jan **Hesseler** und Herr Thomas **Keßler** als Prokuristen gemeinsam zu deren Vertretung berechtigt sind.

Weiter bescheinige ich, dass diese Gesellschaft früher als **Bayerische Hypo- und Vereinsbank Aktiengesellschaft** firmierte und die Änderung der Firma in **UniCredit Bank AG** von der Hauptversammlung am 30.09.2009 beschlossen und am 15.12.2009 in das Handelsregister eingetragen wurde.

Außerdem bescheinige ich, dass die UniCredit Bank GmbH früher als **UniCredit Bank AG** firmierte und die Änderung der Firma in **UniCredit Bank GmbH** mit Gesellschaftsvertrag vom 11.12.2023 im Rahmen des Formwechsels in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung beschlossen und am 15.12.2023 in das Handelsregister eingetragen wurde.

Die vorstehende unterschriebene Anmeldung bzw. Erklärung habe ich nach § 378 Abs. 3 Satz 1 FormFG bzw. § 15 Abs 3 Satz 1 GBO geprüft.

München, den 17.09.2025


Dr. Sebastian Franck
Notar



Anlage 5

Depotbestätigungen zum Aktienbestand der FUTRUE GmbH vom 15. September 2025

Anlage 5.1

Depotbestätigungen der UniCredit Bank GmbH vom 15. September 2025

Stichtagsbewertung per Bestand: 15.9.2025 und Kursen per: 15.9.2025

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
PHARMASGP HOLDING SE INHABER-AKTIEN O.N.	A2P4LJ	213.887,00						
Summe Depotposition Gesamt								

Stichtagsbewertung per Bestand: 15.9.2025 und Kursen per: 15.9.2025

Bezeichnung	AWKN	Stück/Nom Währung	Kurs Währung	Kursdatum	Devisenkurs Währung	Kurswert in EUR	Stückzins in EUR	Positionswert in EUR
Depotposition Gesamt								
PHARMASGP HOLDING SE INHABER-AKTIEN O.N.	A2P4LJ	15.134,00						
Summe Depotposition Gesamt								

Anlage 5.2

Depotbestätigung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG vom 15. September 2025



FUTRUE GmbH
Am Haag 14
82166 Gräfelfing

Fabian Krüger
TS Corporate Actions & Custody Services

Telefon: 040/350 60 - 5122
E-Mail: meeting@berenberg.de

15. September 2025

**Depotbestätigung für den Aktienbestand in PHARMASGP HOLDING SE O.N.
(ISIN DE000A2P4LJ5) per 15.09.2025**

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit bestätigen wir, dass per Bestandsstichtag 15.09.2025 (24:00 Uhr MESZ) A) Stück -8.684.351- und B) Stück -925.616- PHARMASGP HOLDING SE O.N. Aktien für

**FUTRUE GmbH
Am Haag 14
82166 Gräfelfing**

in den bei uns geführten Kundendepots A) 40-68254-004 und B) 40-68254-012 verbucht sind und bis zum Ablauf des 15.09.2025 gesperrt bleiben.

Mit freundlichen Grüßen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
(Diese Anzeige wird nicht unterschrieben)

Anlage 5.3

Depotbestätigung der Crédit Agricole vom 15. September 2025

PORTFOLIO VALUATION AS OF 15.09.2025

Portfolio No. 1253652

UNITS/NOMINAL	SECURITY NAME	SECUR. NO. RATING	PRC/APP%	NET AV PRICE PURCH DATE	MARKET PRICE	TOTAL MARKET VALUE ACCRUED INTEREST	VALUE IN EUR	% ASSETS
SHARES								
SHARES GERMANY								
1'175'000	PHARMASGP HLDG BEARER SHS	DE000A2P4LJ5						

Anlage 6

**Depotbestätigung zum Bestand eigener Aktien der PharmaSGP Holding SE
vom 15. September 2025**



PharmaSGP Holding SE
Lochhamer Schlag 1
82166 Gräfelfing

Fabian Krüger
TS Corporate Actions & Custody Services

Telefon: 040/350 60 - 5122
E-Mail: meeting@berenberg.de

15. September 2025

**Depotbestätigung für den Aktienbestand in PHARMASGP HOLDING SE O.N.
(ISIN DE000A2P4LJ5) per 15.09.2025**

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit bestätigen wir, dass per Bestandsstichtag 15.09.2025 (24:00 Uhr MESZ) Stück -487.488-
PHARMASGP HOLDING SE O.N. Aktien für

**PharmaSGP Holding SE
Lochhamer Schlag 1
82166 Gräfelfing**

in dem bei uns geführten Kundendepot 40-01919-002 verbucht sind und bis zum Ablauf des 15.09.2025
gesperrt bleiben.

Mit freundlichen Grüßen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
(Diese Anzeige wird nicht unterschrieben)

Anlage 7

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der PharmaSGP Holding SE werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. Aktiengesetz 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)) gegen Gewährung einer von der FUTRUE GmbH mit Sitz in Gräfelfing, Landkreis München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 173092 (Hauptaktionärin), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 29,33 für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der PharmaSGP Holding SE auf die Hauptaktionärin übertragen.“