Disclaimer: Das vorliegende Dokument dient ausschließlich der Information. Die Vervielfältigung und Weitergabe von Inhalten im Ganzen oder in Teilen ist nicht gestattet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen. Die Bezugnahme auf unseren Fonds im Rahmen dieser Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen dar. Die bereitgestellten Informationen dienen nur zum Verständnis und sind nicht als Kaufempfehlung gedacht. Die Investmententscheidung wurde grundsätzlich für den internen Gebrauch erstellt und spiegelt ausschließlich die Meinung des Fondsmanagers zum Zeitpunkt des Kaufs (Erstinvestition liegt in der Vergangenheit) wider. Möglicherweise stimmt sie nicht mit Informationen zu einem späteren Zeitpunkt überein.

INVESTMENTENTSCHEIDUNG

Unternehmen	Investmenturteil
Medios AG	**Kaufen**

05. Dezember 2016

Aktienkurs (Euro)	7,00 Euro	Fairer Wert	12,00 Euro
Börsenwert (Mio. Euro)	87 Mio. Euro nach (!) KE	Potential (%)	71 %

Inhaltsverzeichnis

I. Investment Summary 3
II. Überblick über die Medios-Gruppe 4
III. Kapitalerhöhung vom November 2016 5
IV. Wettbewerbsumfeld 5
V. Der Markt für *Specialty Pharma* Arzneimittel 7
VI. Medios Pharma GmbH 8
1. Geschäftsmodell 8
2. Hintergrund: Vollversorgende vs. Teilversorgende Großhändler - Vorteile bei der Lagerhaltung 10
3. Hintergrund: Preisbildung von Arzneimitteln - Hochpreisige Arzneimittel für Vollsortimenter weniger attraktiv 11
4. Einkaufspositionierung der Medios Pharma GmbH 12
5. Planungsrechnung für die Medios Pharma GmbH 13
5.1 Gewinn- und Verlustrechnung 13
5.2 Working Capital-Entwicklung 14
5.3 CAPEX und Abschreibungen 14
VII. Medios Manufaktur GmbH 15
1. Geschäftsmodell 15
2. Marktumfeld 15
3. Hauptversorger in Berlin im Bereich Onkologie 16
4. Apotheken verlagern Herstellung zunehmend auf externe Herstellbetriebe 17
5. Planungsrechnung für die Medios Manufaktur GmbH 17
5.1 Gewinn- und Verlustrechnung 17
5.2 Working Capital-Entwicklung 19

5.3 CAPEX und Abschreibungen 20
VIII. Planungsrechnung für die Medios-Gruppe 20
1. Gewinn- und Verlustrechnung 20
2. Working Capital, CAPEX & Abschreibungen 21
IX. Aktionärsstruktur, Lock-Up & Inzentivierung 21
1. Aktionärsstruktur und Lock-Up 21
2. Optionen 22
X. Risiken 23
Anhang 24
1. Prognoserechnung 24
2. Auszug aus dem Bewertungsmodell 27

I. Investment Summary

- Die Medios AG ist über zwei Tochtergesellschaften im ***Handel mit Specialty Pharma-Arzneimitteln*** und der ***Herstellung patientenindividueller Rezepturarzneimittel*** tätig. Als **teilversorgender Großhändler** kann das Unternehmen im Handel mit Herstellware, Biosimilars und Generika über die Bündelung von Nachfrage nach einzelnen Wirkstoffen systematisch Einkaufsvorteile generieren.

- Das Unternehmen steht im Handel **nicht in Konkurrenz mit den etablierten vollsortimentierten Großhändlern** – ganz im Gegenteil haben diese in einer Art symbiotischer Beziehung sogar selbst einen Vorteil durch Medios. Medios ist damit in einer Nische tätig, die von den vermeintlichen großen Wettbewerbern exzellent abgeschottet ist.

- Durch die Kombination von Handel und Lohnherstellung unter einem Dach kann das Unternehmen im Vergleich zu reinen Händlern eine **erweiterte Wertschöpfung** anbieten. Dies kann künftig umso mehr an Bedeutung gewinnen, weil die Herstellung patientenindividueller Arzneimittel durch Apotheken aufgrund zunehmender Auflagen immer weniger geleistet werden kann.

- Die Gesellschaft ist in den vergangenen Jahren organisch stark gewachsen. Eine Kapitalerhöhung sichert die Finanzierung, um auch in den kommenden Jahren beim Umsatz und Ergebnis jeweils stark zulegen zu können. Sowohl im Handel, als auch in der Herstellung gibt es **greifbare Treiber**, die das Geschäft in den kommenden Jahren in eine ganz andere Größenordnung bewegen werden.

- **Das grundsätzlich wenig kapitalintensive Geschäft hat dabei das Potential, stark skalierbar schnell hohe Free Cashflows zu generieren.**

- Die Gründer haben das Unternehmen mit einem Umsatz 2016e von rund 145 Mio. Euro ohne fremdes Kapital und ohne Bankverbindlichkeiten aufgebaut. Dies unterstreicht die Fähigkeit, Kapital effizient einzusetzen – was ein Beleg für die **Qualität des Managements** ist.

- Die wichtigsten Führungskräfte sind alle über Optionen inzentiviert. Die Optionen hat dabei der Großaktionär gewährt, eine Verwässerung findet durch die Ausübung der Optionen nicht statt. Die **Interessen von Aktionären und Management sind damit vollständig gleichgerichtet**.

- In einem heute fragmentierten Markt kann das Unternehmen selbst als konsolidierende Kraft auftreten. Die jüngst erfolgte Börsennotiz bietet hierfür eine zusätzliche Währung.

- **Risiken ergeben sich insbesondere aus einem sich möglicherweise künftig verändernden gesetzgeberischen Umfeld.** Auch wenn dies kurzfristig als stabil einzustufen ist, müssen Veränderungen auf dieser Ebene genau analysiert werden.

II. Überblick über die Medios-Gruppe

Die börsennotierte Medios AG ist eine reine Holdinggesellschaft mit aktuell zwei Beteiligungen, die komplementäre Geschäftsmodelle haben: **Die Medios Pharma GmbH ist ein Großhändler von speziellen Arzneimitteln, während die Medios Manufaktur GmbH – als zusätzliche Wertschöpfung – diese Arzneimittel zu patientenindividuellen Rezepturen weiter verarbeitet. Kunden von Medios sind Apotheken, die damit entweder das eigentliche Arzneimittel, oder aber unmittelbar die für den einzelnen Patienten individualisierte Rezeptur beziehen können. Die Rezepturarzneimittel unterliegen nach deutschem Recht nicht der Preisregulierung, wenn sie als „Herstellware" eingestuft werden können. Damit können durch Größenvorteile bessere Einkaufskonditionen generiert werden.**[1]

Im Geschäftsjahr 2016 wurden **sämtliche Anteil an der Medios Pharma GmbH und 51% der Anteile an der Medios Manufaktur GmbH** gegen Ausgabe neuer Medios-Aktien erworben.[2] Sowohl die Medios Pharma GmbH als auch die Medios Manufaktur GmbH waren zuvor wesentlich im Besitz von Manfred Schneider, der infolge der Einbringungen auch maßgeblicher Großaktionär der Medios AG geworden ist.

Herr Manfred Schneider hat im Jahr 1994 die BerlinApotheke gegründet. 2005 und 2006 wurde die BerlinApotheke auf vier Standorte ausgeweitet, mit immerhin 130 Mitarbeitern. Zusätzlich hat die BerlinApotheke drei Partnerapotheken. Für all diese Apotheken diente die ebenfalls von Herrn Schneider gegründete mediosmanagement GmbH als Service-Dienstleister. Im Jahr 2013 erhielt diese Gesellschaft die Großhandelserlaubnis. Im Jahr 2015 wurde die **Medios Pharma GmbH** aus dieser Gesellschaft ausgegliedert. Im Zuge der Sacheinlage der Medios Pharma GmbH in die Medios AG hat die mediosmanagement GmbH 7,5 Mio. Aktien an der Medios AG erhalten.[3]

Die **Medios Manufaktur GmbH** wurde von Manfred Schneider als Zyto Service Berlin im Jahr 2008 gegründet. Wenig später brachte Frau Claudia Neuhaus ihr Apothekengeschäft aus dem Bereich der Onkologie gegen Anteilserwerb ein. Bis Juni 2016 bestand eine Mitverkaufsverpflichtung für den Fall des Verkaufs von Zyto Service Deutschland, die unter anderem eine regionale Beschränkung auf den Berliner Markt implizierte. In diesem Kontext erhielt Zyto Service Deutschland 20% der Anteile an Zyto Service Berlin. Diese Anteile wurden gegen Auflösung der Mitverkaufsverpflichtung und des regional begrenzten Aktionsrahmens im Juni 2016 von den beiden anderen Anteilseignern zurückgekauft.

Manfred Schneider und Claudia Neuhaus halten nach der Einbringung von 51% der Anteile an der Medios Manufaktur GmbH noch weitere 49% an der Gesellschaft. Medios hat in diese Zuge eine Option erhalten, die Anteile komplett oder mit einem prolongierten Teilzahlungsmodell zu erwerben. Ein Teil des Emissionserlöses der Kapitalerhöhung soll genutzt werden, um diese Option auszuüben.

Die Kapitalerhöhung dient damit einem teilweisen Exit der Gründer. Angesichts der Tatsache, dass diese aber nach der Kapitalmaßnahme mit zusammen 68% immer noch maßgeblich an der Medios AG beteiligt sein werden, erscheint dies im vorliegenden Fall als wenig kritisch.

[1] Prospekt, S. 11
[2] Prospekt, S. 179
[3] Prospekt, S. 180

III. Kapitalerhöhung vom November 2016

Für November 2016 hat Medios eine Kapitalerhöhung um 2,7 Mio. Aktien angekündigt. Bei einem Ausgabepreis von 7,00 Euro pro Aktie hat sich hieraus ein Emissionserlös von knapp 19 Mio. Euro ergeben. Die Gesellschaft plant, diesen Erlös wie folgt einzusetzen:[4]

- Ausübung der Option zum **Erwerb der noch ausstehenden 49% an der Medios Manufaktur GmbH für 8,82 Mio. Euro**. Zwischenzeitlich hat das Unternehmen die Ausübung der Option gemeldet. Demnach erhält die Gesellschaft unmittelbar sämtliche ausstehende Anteile an der Medios Manufaktur GmbH für eine sofortige Zahlung von 6 Mio. Euro. Der verbleibende Kaufpreis wird in halbjährigen Raten erbracht.[5]

- Aufbau einer **digitalen Handelsplattform durch die Medios Pharma GmbH**. Durch diese Digitalisierung soll es möglich werden, deutlich mehr Partnerapotheken ohne wesentliche Steigerung des administrativen Aufwands zu betreuen. **Zwischen 2016 und 2020 sollen insgesamt 2,9 Mio. Euro** investiert werden.

- Bisher erfolgt die Finanzierung des **Working Capitals** bei der Medios Pharma GmbH durch das aktive Management von Verbindlichkeiten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Dies funktioniert durch einen Fokus auf größere, liquide Kunden, die in der Lage sind, ihre Verbindlichkeiten innerhalb kurzer Zeit zu begleichen. Eine Erhöhung des Working Capitals ermöglicht es, den Fokus auch auf weniger finanzstarke Kunden auszudehnen und hierdurch die potentielle Kundenbasis deutlich zu erweitern. **8 Mio. Euro** sind deswegen für eine Ausweitung des Working Capitals vorgesehen.

- Die **Herstellkapazitäten der Medios Manufaktur GmbH** sollen ausgebaut werden. Während am aktuellen Standort vier Werkbänke zur Herstellung von patientenindividuellen Infusionen betrieben werden, sollen am neuen Standort künftig bis zu 20 Werkbänke stehen. Für das Gebäude inklusive der Ausstattung der Labore und Büros sollen **bis zu 11 Mio. Euro investiert** werden.

IV. Wettbewerbsumfeld

Medios vereint unter seinem Dach einen spezialisierten Händler (Medios Pharma GmbH) und einen Herstellbetrieb (Medios Manufaktur GmbH). Die Gesellschaften sind wie folgt im Markt positioniert:[6]

[4] Prospekt, S. 98
[5] Adhoc vom 06.01.2017
[6] Investorenpräsentation 2016, S. 14

Zu den klassischen **Vollsortimentern** steht das Unternehmen nicht im Wettbewerb – ganz im Gegenteil sieht das Unternehmen hier eher eine symbiotische Beziehung (siehe unten). **Apotheken**, die patientenindividuelle Zubereitung selbst vornehmen, erledigen das, was die Medios Manufaktur GmbH als Herstellbetrieb anbietet. Ein tatsächliches Konkurrenzverhältnis sieht das Unternehmen hier allerdings auch nicht. Vielmehr geben immer mehr Apotheken aufgrund sukzessive zunehmender Anforderungen an Reinraumlabore die eigene Herstellung auf und werden somit perspektivisch zu potentiellen Kunden von Medios. So hat sich allein in Berlin die Anzahl der Apotheken mit Reinraumlabor innerhalb weniger Jahre von 30 auf zuletzt 14 reduziert.[7]

Die **Medios Manufaktur GmbH** steht in einem fragmentierten Markt insbesondere mit heute bereits überregional tätigen Anbietern im Wettbewerb. Ein wesentlicher Konkurrent ist ZytoService mit Sitz in Hamburg – hierzu gehörte die Medios Manufaktur GmbH bis Mitte 2016. ZytoService ist mit rund 370.000 Zubereitungen im Jahr 2014 einer der größten Anbieter in Deutschland.[8] Die Gesellschaft hat 2014 160 Mio. Euro Umsatz bei einer EBIT-Marge von 5% erzielt. Die Gesellschaft wurde kürzlich vom Private Equity-Investor IK übernommen, wobei der Kaufpreis bei rund 250 Mio. Euro gelegen haben könnte. Es ist absehbar, dass IK ZytoService als Plattform benutzen wird, um den heute noch sehr fragmentierten Markt der Herstellbetriebe zu konsolidieren.[9]

Die **Medios Pharma GmbH** konkurriert insbesondere mit anderen spezialisierten Händlern. Allerdings sieht das Unternehmen „momentan keine Wettbewerber mit einer derartigen speziellen geschäftlichen Ausrichtung“, wie sie die Medios Pharma GmbH (und diese Aussage steht immerhin im Verkaufsprospekt).[10] Vielmehr sieht sich die Gesellschaft „als derzeit einzigen Service- und Produktanbieter im Bereich der *Specialty Pharma* Arzneimittel ohne Beschränkung auf bestimmte Indikationen und ohne Festlegung auf bestimmte Hersteller oder Lieferanten“.[11]

[7] Prospekt, S. 210
[8] http://www.lto.de/recht/kanzleien-unternehmen/k/white-case-clifford-chance-ik-investment-erwerb-zytoservice-private-equity-mergers-acquisitions/#
[9] http://www.apotheke-adhoc.de/nachrichten/markt/nachricht-detail-markt/herstellbetrieb-zytoservice-ist-verkauft-apotheke-rezeptur-ik-ghd/
[10] Prospekt, S. 195
[11] Prospekt, S. 196

V. Der Markt für *Specialty Pharma* Arzneimittel

Die Medios-Gruppe hat sich auf sogenannte *Specialty Pharma* Arzneimittel konzentriert. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass sie für chronische und / oder seltene Erkrankungen mit komplexen und beratungsintensiven Therapien eingesetzt werden. Sie sind i.d.R. **hochpreisig** und haben häufig Anforderungen an eine besondere Handhabung (=> z.B. Kühlung).[12] Im Gegensatz zu normalen Arzneimitteln zeichnen sie sich zudem dadurch aus, dass sie oft nicht unmittelbar verabreicht werden können, sondern **patientenindividuelle Rezepturen** hergestellt werden müssen. Dies erfolgt nicht durch die eigentlichen Hersteller der Arzneimittel, sondern durch Apotheken und spezialisierte Lohnhersteller wie die Medios Manufaktur GmbH.

Apotheken und Herstellungsbetriebe (für patientenindividuelle Rezepturen) beziehen *Specialty Pharma* Arzneimittel auf folgenden Wegen:[13]

- **Vollversorgende Arzneimittelgroßhändler** mit flächendeckendem Vollversorgungsauftrag. Diese decken viele der etwa 100.000 in Deutschland zugelassenen Medikamente ab und sind gesetzlich verpflichtet, jederzeit lieferfähig zu sein. Diese Händler können mehrmals täglich liefern.

  Apotheken verschlechtern allerdings beim Bezug dieser Arzneimittel ihre Einkaufskonditionen für die insgesamt bezogenen Arzneimittel. Es besteht somit ein Anreiz, *Specialty Pharma* Arzneimittel bei spezialisierten Großhändlern zu erwerben

- Ferner haben sich gerade in den letzten Jahren auf *Specialty Pharma* **spezialisierte Großhändler** herausgebildet, die vielfach indikationsspezifisch als eine alternative Bezugsquelle für die Apotheken und Herstellbetriebe dienen können.

- Gerade Herstellbetriebe nutzen auch die Möglichkeiten des **Direkteinkaufes**, jedoch kann die Medios Pharma GmbH hier nach eigenen Angaben aufgrund der Bündelung der Nachfrage und der damit verbundenen Verhandlungsmöglichkeit auf Einzelproduktebene bessere Konditionen anbieten. Hier kommen Synergien zwischen dem Handel (=> Medios Pharma GmbH) und der Lohnherstellung (=> Medios Manufaktur GmbH) ins Spiel.

Specialty Pharma Arzneimittel sind in den Jahren enorm gewachsen. Der Umsatz legte von 2010 bis 2014 um 203% zu.[14] Gleichzeitig ist der Teilmarkt durch eine hohe Dynamik allerdings **permanenten Veränderungen** unterworfen, was natürlich ein **Risiko** für Medios darstellt.

Ein für Medios wichtiger Trend der letzten Jahre ist die vermehrte **Ausschreibung von Zytostatika** durch die gesetzlichen Krankenkassen gewesen.[15] Diese Ausschreibungen haben zu einem hohen Wettbewerb und einer Konsolidierung bei den herstellenden Apotheken und Herstellbetrieben geführt, die ihre Einkaufsbedingungen auf den Prüfstand stellen mussten. Die Medios Pharma GmbH hat hier profitiert, weil sie in Berlin regelmäßig die Ausschreibungen hat gewinnen können – dies allerdings natürlich mit Druck auf der Marge. Entscheidend ist gewesen, dass die Gesellschaft durch hohe Einkaufsvolumina **bessere Einkaufskonditionen** erreichen konnte. Ein Gesetzentwurf der

[12] Prospekt, S. 180
[13] Prospekt, S. 182
[14] Prospekt, S. 181
[15] Zytostatika sind chemische, giftige Substanzen, die vor allem bei Krebserkrankungen eingesetzt werden. Ein Zytostatikum stört, verzögert oder verhindert den Zellzyklus und verhindert so, dass (Tumor-) Zellen sich teilen und verbreiten, Prospekt, S. 10

Bundesregierung vom 12. Oktober 2016 sieht nun jedoch die Abschaffung der Ausschreibungsmöglichkeit vor.[16] Dies ist die Reaktion auf die Befürchtung, dass die Ausschreibungspraxis die Versorgungssicherheit beeinträchtigen könnte.

Ein weiterer Trend, der Medios maßgeblich beeinflusst, ist die **Einführung von Biosimilars**[17] und der hierdurch insbesondere bei monoklonalen Antikörper-Arzneimitteln verstärkte Wettbewerb.[18] Selbst Originalhersteller, die sich in der Vergangenheit hauptsächlich auf ihre patentgeschützten Originalarzneimitteln konzentriert haben, drängen aufgrund ihrer Kompetenz hinsichtlich Produktions- und Zulassungsverfahren in dieser Nachahmersegment.

Der Handel mit Biosimilars, die für die Herstellung von Rezepturarzneimitteln zur parenteralen Zulassung verwendet werden, unterliegt (wie Generika auch) nicht der Preisregulierung nach der AMPreisV.[19] Der verstärkte Wettbewerb durch Biosimilars kann sich demanch **positiv** auf die **Einkaufsbedingungen** der Medios-Gesellschaften **auswirken**.

Der **EuGH** hat jüngst entschieden, dass **ausländische Versandapotheken** nicht dem in Deutschland geltenden Rabattverbot unterliegen. Damit können diese in Deutschland Medikamente künftig günstiger abgeben als deutsche Apotheken. Medios erwartet hierdurch allerdings keine negativen Auswirkungen für das eigene Geschäft.[20]

VI. Medios Pharma GmbH

1. Geschäftsmodell

Die Medios Pharma GmbH ist als teilversorgender Großhändler mit Fokus auf den Handel mit *Specialty Pharma* Arzneimitteln tätig. Sie konzentriert sich derzeit insbesondere auf die Indikation Onkologie.

Das Geschäftsmodell ist mit überschaubarem Personal- und sonstigem betrieblichen Aufwand stark skalierbar und erfordert kaum Investitionen. Dies ermöglicht **hohe Wachstumsraten bei steigender Marge:**[21]

[16] Prospekt, S. 10

[17] Biosimilars sind Nachahmerprodukte, die nach Ablauf des Patentschutzes des Originalwirkstoffes zugelassen werden, aber nicht den identischen Wirkstoff aufweisen, weil sie nicht chemisch, sondern biotechnologisch nachgebaut sind. Sie können daher unterschiedliche Wirkungen aufweisen und unterliegen einem gesonderten Zulassungsverfahren, Prospekt, S. 122

[18] Monoklonale Antikörper sind Antikörper, die von einer Zelllinie (Zellklon) produziert werden und die sich gegen ein einzelnes Epitop (eine bestimmte molekulare Struktur eines Antigens) richten, Prospekt, S. 10f

[19] Prospekt, S. 177

[20] Medios ist auf der Stufe der Großhändler tätig, die vom EuGH-Urteil nicht direkt betroffen ist. Zudem bedürfen *Specialty Pharma* Arzneimittel regelmäßig während des Transports einer Kühlung. Hinzu kommt der (bisher) fehlende Zugang der Großhändler den Herstellern. Darüber hinaus sind die Rezepturarzneimittel, die Medios handelt, ohnehin nach deutschem Recht nicht der Preisregulierung unterworfen. Prospekt, S. 11

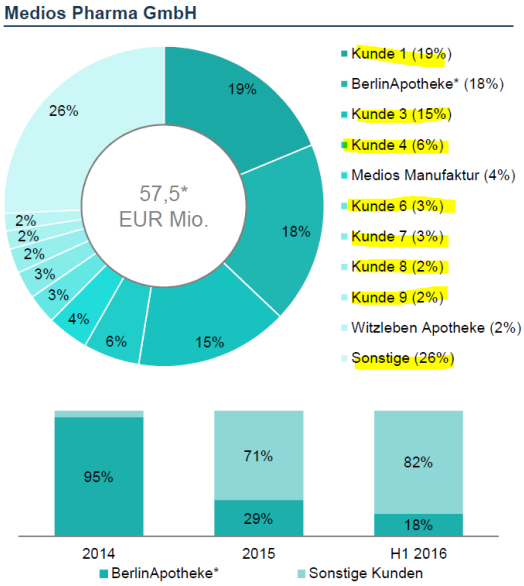
[21] Investorenpräsentation 2016, S. 26

Medios Pharma GmbH GuV	2013	2014	2015	1. HJ 2016
Gesamtleistung	0	13.700	58.219	57.523
Wachstum			*325%*	
sonstige betriebliche Erträge			2	17
Materialaufwand			56.030	54.743
Materialaufwandsquote			*96,2%*	*95,2%*
Rohertrag			2.191	2.797
Rohmarge			*3,8%*	*4,9%*
Personalaufwand			554	410
Quote Personalaufwand			*1,0%*	*0,7%*
Abschreibungen			38	24
sonstiger betriebl. Aufwand			535	293
Quote			*0,9%*	*0,5%*
EBIT	**0**	**500**	**1.064**	**2.070**
EBIT-Marge		*3,6%*	*1,8%*	*3,6%*

(Prospekt, S. 133, Investorenpräsentation, S. 26)

Vollkommen untypisch für einen Händler ist das Unternehmen bisher mit extrem wenig Working Capital ausgekommen (0,82 Mio. Euro per 30.06.2016). Dies wurde erreicht durch sehr kurzfristige Zahlungseingänge der bestehenden Kunden. Mit einer Ausweitung der Kundenbasis wird künftig eine überproportionale Erhöhung des Working Capitals einhergehen.

Nachdem die Gesellschaft in ihren Ursprüngen praktisch ausschließlich die Apotheken des heutigen Medios-Großaktionärs bedient hat, hat sie ihre **Umsatzbasis in den letzten beiden Jahren stark diversifizieren können**:[22]



Medios sieht sich mit der Medios Pharma GmbH so positioniert, dass alle Marktteilnehmer hieraus einen Nutzen ziehen, selbst der vollsortimentierte Großhandel, bei dem man eigentlich ein Konkurrenzverhältnis erwarten sollte:[23]

[22] Investorenpräsentation 2016, S. 27
[23] Investorenpräsentation 2016, S. 21

2. Hintergrund: Vollversorgende vs. Teilversorgende Großhändler - Vorteile bei der Lagerhaltung

Das Arzneimittelgesetz (AMG) differenziert zwischen vollversorgenden und teilversorgenden Arzneimittelgroßhändlern und definiert den regulatorischen Rahmen für den Handel.

Vollversorgende Großhändler sind durch das AMG dazu verpflichtet, „ein vollständiges, herstellerneutral gestaltetes Sortiment an apothekenpflichtigen Arzneimitteln zu unterhalten, das nach Breite und Tiefe so geschaffen ist, dass damit der Bedarf von Patienten von den mit der Großhandlung in Geschäftsbeziehung stehenden Apotheken werktäglich innerhalb angemessener Zeit gedeckt werden kann (§ 52b Abs. 2 AMG)". **Die vorzuhaltenden Arzneimittel müssen dabei mindestens dem durchschnittlichen Bedarf für zwei Wochen entsprechen.**[24]

Teilversorgende Großhändler haben zwar auch die gesetzliche Verpflichtung, eine „bedarfsgerechte und kontinuierliche Belieferung der mit ihnen in Geschäftsbeziehung stehenden Apotheken zu gewährleisten" (§ 52b Abs. 3 S. 2 AMG). Eine gesetzlich geforderte Lieferreichweite besteht hier allerdings nicht.[25] **Teilversorgende Großhändler können ihr Lager damit deutlich effizienter steuern, was gerade bei sehr hochpreisigen Arzneimitteln die Anforderungen an das Working Capital und die Lagerrisiken reduziert.**

Die Medios Pharma GmbH hat ein Teilsortiment, das laufend in Abhängigkeit von Kundenbestellungen neu festgelegt und dann solange vorrätig gehalten wird, bis die Arzneimittel an die Apotheke ausgeliefert werden.[26] (eine höchstrichterliche Rechtsprechung liegt hier nicht vor, insofern ist fraglich, ob der Belieferungsumfang auch zukünftig auf diese Weise festgelegt werden kann, gleichzeitig ist diese Fragestellung aktuell gerichtlich auch überhaupt nicht anhängig => vgl. Abschnitt Risiken)

Die Kalkulierbarkeit der Lieferfrequenz ist aufgrund der überwiegend chronische Erkrankungen betreffenden Produktpalette im Vergleich zum Vollsortimenter besser. Insbesondere deshalb, weil Medios Pharma nicht nur als Logistiker fungiert, sondern die Behandlungszyklen der einzelnen Wirkstoffe kennt.

[24] Prospekt, S. 169
[25] Prospekt, S. 169
[26] Prospekt, S.169

3. Hintergrund: Preisbildung von Arzneimitteln - Hochpreisige Arzneimittel für Vollsortimenter weniger attraktiv

Folgendes Schaubild zeigt, wie sich der Apothekenverkaufspreis für verschreibungspflichtige Fertigarzneimittel in Deutschland ergibt:

		Erläuterung	Kommentar
	Allgemeiner Abgabepreis[27]	Dieser wird durch die pharmazeutischen Unternehmen festgesetzt	Bei (Re-) Importen gelten die Importeure als pharm. Unternehmen und können dann den Abgabepreis festlegen => ermöglicht Preiswettbewerb[28]
+	Großhändlerzuschlag[29]	Großhändler dürfen auf den allgemeinen Abgabepreis maximal einen Zuschlag von 3,15%, höchstens jedoch 37,80 Euro erheben. Hinzu kommt ein „Festzuschlag“ von 0,70 Euro.	**Allgemeines Rabattverbot + Umgehungsverbot![30]** **Individuelle Rezeptarzneimittel in parenteralen Zubereitungen ausgenommen => Medios Manufaktur** **Regulatorische Änderungen jederzeit möglich[31]**
+	Apothekenzuschlag		
+	Umsatzsteuer		
=	Einheitlicher Abgabepreis		

Die vollversorgenden Großhändler verhandeln ihre Marge in der Regel mit den pharmazeutischen Unternehmen pauschal für dessen gesamte Produktpalette. So erreichen die Hersteller, dass ihre Produkte ein einheitliches Preisniveau im Markt haben.

Die Deckelung des Großhändlerzuschlags greift natürlich insbesondere bei hochpreisigen Arzneimitteln. Neben der höheren Working Capital-Bindung bringen diese Arzneimittel beim Großhändler entsprechend Druck auf die Marge. Die Großhändler bewerten auf dieser Basis die von den Apotheken bezogenen Arzneimittel. Ein hoher durchschnittlicher Packungswert verschlechtert die Einkaufskonditionen für den Apotheker. Aus diesem Grund hat dieser ein Interesse daran, hochpreisige Arzneimittel nicht beim vollsortimentierten Großhändler, sondern beim spezialisierten Händler zu beziehen.[32]

Die oben skizzierte Preisstruktur gilt für verschreibungspflichtige Fertigarzneimittel. Dagegen unterliegt der Handel mit individuell hergestellten Rezeptarzneimitteln nicht der

[27] Prospekt, S. 172
[28] Prospekt, S. 175
[29] Prospekt, S. 172f
[30] Das Verbot verpflichtet die pharmazeutischen Unternehmen, von einem für ein Arzneimittel festgesetzten Preis (=> einheitlicher Abgabepreis) nur im Rahmen der Großhandelsspanne abzuweichen Prospekt, S. 173, 174
[31] Prospekt, S. 173
[32] Prospekt, S. 183

Arzneimittelpreisverordnung. **Soweit die Medios Manufaktur GmbH individuelle Arzneimittel zur parenteralen Zubereitung herstellt und an die bestellende Apotheke liefert, ist dieser Handel nicht von der Preisregulierung betroffen.** [33] **Dasselbe trifft auf die Arzneimittel zu, die die Medios Pharma GmbH mit der Bestimmung für die parenterale Zubereitung handelt.**

Gleiches gilt für den Handel mit Generika bzw. Biosimilars, die für die Herstellung von Rezeptarzneimitteln verwendet werden.

Hinzu kommt, dass die Ärzte dazu angehalten sind, die Rezepte nicht mehr nach einem von ihnen ausgewählten Handelsnamen, sondern nur noch nach Wirkstoffen auszustellen. Der Apotheker ist dann verpflichtet, dies möglichst kostengünstig umzusetzen.[34] **Ein spezialisierter Händler, der den Apotheker dabei unterstützt, das preisgünstigste Präparat zu identifizieren, hat somit gleich in dreierlei Hinsicht einen Mehrwert** (=> günstigere Einkaufspreis, keine Verschlechterung der Kondition beim Großhändler, Einhaltung der gesetzlichen Verpflichtung, das Rezept kostengünstig umzusetzen).

Im Verkaufsprospekt wird pauschal folgendes Risiko genannt: Um Kosten im Gesundheitssystem zu reduzieren, werden teilweise die Preise für Medikamente gesenkt, die Zahl der Patienten mit Anspruch auf Kostenerstattung eingeschränkt oder die Erstattungsleistungen für neue Produkte reduziert oder verweigert. Für Medios kann dies zu Umsatzeinbußen sowohl bei der Medios Pharma GmbH als auch bei der Medios Manufaktur GmbH führen.[35]

Hierzu hat das Unternehmen erläutert: Die Senkung der Preise für Medikamente bezieht sich idR auf das Neuzulassungsverfahren nach dem sog. „Mondpreisjahr“. Bereits in der Lauertaxe (verbindliche Preistabelle zur Abgabe von Medikamenten in Deutschland) fixierte Preise werden nicht pauschal gesenkt, sondern mit einem zu verhandelnden Herstellerrabatt versehen, dessen Höhe keine Auswirkung hat auf Medios Pharma und Medios Manufaktur, weil es ein durchlaufender Posten ist, der bei der Rezeptabrechnung durch die Abrechnungsstellen direkt mit den pharmazeutischen Unternehmen abgerechnet wird.

4. Einkaufspositionierung der Medios Pharma GmbH

Während die klassischen Großhändler Konditionen pauschal für die gesamte Produktpalette eines pharmazeutischen Unternehmens verhandeln, ist die Medios Pharma GmbH als teilversorgender Großhändler in der Situation, die **Konditionen mit den pharmazeutischen Unternehmen auf Produkt- / Wirkstoffbasis zu verhandeln**. Hier profitiert das Unternehmen insbesondere dann, wenn es um Arzneimittel geht, die aus der regulierten Preisbildung herausfallen:

- 60% der von der Medios Pharma GmbH gehandelten Arzneimittel sind **Herstellungsware**. Dies sind Fertigprodukte zur individuellen Dosierung, für die bei der Preisfindung die Hilfstaxe herangezogen wird, **die Arzneimittelpreisverordnung findet hier keine Anwendung**. Die Medios Pharma GmbH kann den Herstellern bei der Abnahme der Arzneimittel garantieren, dass diese als Herstellungsware eingesetzt werden.

  Genau dies können die Vollsortimenter nicht, weil sie schlicht nicht wissen, ob das jeweilige Produkt aus einem der deutschlandweiten Lager letztlich als Herstellungsware oder

[33] Prospekt, S. 177
[34] eMail Herr Gärtner, 28.11.2016
[35] Prospekt, S. 177

Fertigarzneimittel abgerufen wird. Herstellungsware hätte beim Vollsortimenter zudem einen anderen Preis als dieselbe Arznei als Fertigarzneimittel.

Fertigarzneimittel haben deutschlandweit den gleichen Preis. Handelt es sich um Fertigarzneimittel für die Herstellung, können dagegen über den Einkauf **Rabatte** generiert werden. Auf diese Weise ist die Medios Pharma GmbH in der Lage, bessere Einkaufskonditionen zu bekommen als die vollversorgenden Großhändler.

- Gerade bei **Generika** und **Biosimilars**, die sich durch ihre Austauschbarkeit auszeichnen, besteht ein hoher Wettbewerb. Dieser entsteht durch die Verpflichtung des Apothekers, ein kostengünstiges Produkt anzubieten. Diese Wahl kann unterschiedlich sein und hängt auch von der Verfügbarkeit ab, welche insbesondere vor dem Hintergrund der Pflicht des Apothekers zum Einsatz von Re-Importen von Bedeutung ist.

  Die Medios Pharma GmbH bündelt die Nachfrage nach einem (!) Wirkstoff über alle Partnerapotheken hinweg und verhandelt mit dem Generikahersteller oder dem Re-Importeuer auf Einzelproduktebene. Damit realisiert die Gesellschaft systematisch bessere Konditionen als die vollsortimentierten Großhändler.

5. Planungsrechnung für die Medios Pharma GmbH

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Die Medios Pharma GmbH ist in den letzten Jahren mit 325% im Jahr 2015 und 100% im Jahr 2016 (geschätzt!) erheblich gewachsen. Begünstigt war dies natürlich durch den Basiseffekt einer kleinen Ausgangsgröße. Aus diesem Grund werden die Wachstumsraten in den kommenden Jahren stark abflachen.

Insbesondere für das Jahr 2017 ist die Fortsetzung eines hohen Wachstums allerdings konkret greifbar. Begründet ist dies durch zwei Effekte:

- Neue Partnerapotheken beginnen eine Geschäftsbeziehung üblicherweise mit einigen ersten Bestellungen und weiten ihre Bestellungen im Zeitverlauf aus. Die Gesellschaft konnte im Jahr 2016 zahlreiche neue Partnerapotheken und erwartet bei diesen nun im neuen Geschäftsjahr sukzessive zunehmende Bestellungen.

- Die Gesellschaft war zuletzt aufgrund von Finanzierungsrestriktionen beim eigenen Working Capital zurückhaltend bei der Anbindung neuer Partnerapotheken. Es konnten nur Apotheken neu angebunden werden, die bereit waren, extrem enge Zahlungsziele zu akzeptieren. Durch die Kapitalerhöhung ist die Gesellschaft in der Lage, die Zahlungsziele auszuweiten.

Für die folgenden Jahre antizipieren wir einen starken Rückgang der Wachstumsraten bis auf 15%. Die Quote des Materialaufwands entwickelt sich in unserer Planung stabil, was mit Blick auf die Working Capital-Entwicklung vorsichtig angesetzt ist (siehe unten). Personalaufwand und sonstiger betrieblicher Aufwand steigen mit leichter Degression:

Medios Pharma GmbH GuV	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung	0	13.700	58.219	57.523	115.046	149.560	186.950	224.340	257.991
Wachstum			*325%*		*98%*	*30%*	*25%*	*20%*	*15%*
sonstige betriebliche Erträge			2	17	30	30	30	30	30
Materialaufwand			56.030	54.743	109.486	142.381	177.976	213.571	245.607
Materialaufwandsquote			*96,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*
Rohertrag			2.191	2.797	5.590	7.209	9.004	10.798	12.414
Rohmarge			*3,8%*	*4,9%*	*4,9%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*
Personalaufwand			554	410	820	972	1.122	1.290	1.419
Quote Personalaufwand			*1,0%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,65%*	*0,60%*	*0,58%*	*0,55%*
Abschreibungen			38	24	48	180	360	480	580
sonstiger betriebl. Aufwand			535	293	586	748	897	1.032	1.135
Quote			*0,9%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,50%*	*0,48%*	*0,46%*	*0,44%*
EBIT	**0**	**500**	**1.064**	**2.070**	**4.136**	**5.309**	**6.625**	**7.996**	**9.279**
EBIT-Marge		*3,6%*	*1,8%*	*3,6%*	*3,6%*	*3,5%*	*3,5%*	*3,6%*	*3,6%*

5.2 Working Capital-Entwicklung

Die Medios Pharma GmbH hat bisher fast ohne Working Capital gearbeitet, was in diesem Ausmaß für ein Handelsunternehmen sehr ungewöhnlich ist. Erreicht wurde dies durch extrem enge Zahlungsziele, die die Kunden einhalten müssen. Um künftig das Geschäftsvolumen weiter deutlich ausweiten zu können, wird die Gesellschaft die strickten Zahlungsbedingungen aufweichen (müssen). Gleichzeitig ist geplant, die eigenen Zahlungsziele bei den Lieferanten zu verkürzen, um auf diese Weise die Einkaufskonditionen zu verbessern (was sich in unserer obigen Planung eigentlich in einer rückläufigen Materialaufwandsquote hätte niederschlagen können).

Bis zu 8 Mio. Euro aus der Kapitalerhöhung sollen entsprechend im Working Capital eingesetzt werden. In unserer Planung haben wir dies umgesetzt, indem die Reichweite der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Jahr 2017 sprunghaft von 17 auf 30 Tagen steigt, während sich die Reichweite der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen spiegelbildlich von 21 auf 14 Tagen im Jahr 2019 reduziert. Per Saldo steigt in unserer Planung hierdurch die Net Working Capital-Bindung von drei auf 23 Tagen an. Im Geschäftsjahr 2017 zeigt unsere Planung dabei einen Sprung im NWC um knapp 7,4 Mio. Euro:

Working Capital in Tsd Euro	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L		910	1.620	5.580	5.504	12.293	15.366	18.439	21.205
Vorräte		900	1.710	1.930	1.904	2.868	3.585	4.302	4.948
Verbindlichkeiten aus L&L		1.120	2.860	6.690	6.598	6.966	7.683	8.605	9.896
Net Working Capital		690	470	820	809	8.195	11.268	14.136	16.257
Δ NWC			-220	350	-11	7.386	3.073	2.868	2.120

Working Capital in Tagen	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L		24	10	17	17	30	30	30	30
Vorräte		24	11	6	6	7	7	7	7
Verbindlichkeiten aus L&L		30	18	21	21	17	15	14	14
Net Working Capital		18	3	3	3	20	22	23	23

5.3 CAPEX und Abschreibungen

Das Handelsgeschäft der Medios Pharma GmbH ist wenig kapitalintensiv. Im ersten Halbjahr 2016 waren die Investitionen mit rund 0,25 Mio. Euro u.a. für eine neue Betriebsausstattung schon relativ hoch. Darüber hinaus sind derzeit keine Investitionen verbindlich beschlossen.[36]

[36] Prospekt, S. 199

Das historische Abschreibungsniveau lag bei lediglich 50.000 Euro pro Jahr. Für die normalen Investitionen wird insofern für die kommenden Jahre ein Δ CAPEX – Abschreibungen von Null angenommen.

Unsere Planung berücksichtigt in den Investitionen allerdings den Aufwand für den geplanten (aber offensichtlich noch nicht „verbindlich beschlossenen) **Aufbau einer digitalen Handelsplattform**. Die zwischen 2017 und 2020 geplanten Aufwendungen von insgesamt 2,9 Mio. Euro werden dabei wie folgt auf die Perioden verteilt:

Δ-CAPEX und - Abschreibungen	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Digitale Plattform								
CAPEX	900	900	600	500				
Abschreibung über 5 Jahre	180	360	480	580	580	400	220	100

VII. Medios Manufaktur GmbH

1. Geschäftsmodell

Die Medios Manufaktur GmbH ist Lohnhersteller für patientenindividuelle Rezepturarzneimittel. Sie stellt seit 2009 im Auftrag von Apotheken Infusionen, Injektionen und Pumpen her (sogenannte Parenteralia), die auf ärztliche Verschreibung für einzelne Patienten zubereitet werden. Besonderer Fokus ist die Versorgung von Krebspatienten. Die Gesellschaft verfügt selbst über keine Patente. Über die letzten Jahre ist das Unternehmen organisch gut mit solider Marge gewachsen:

Medios Manufaktur GmbH	2013	2014	2015	1. HJ 2016
Gesamtleistung	26.290	28.607	35.367	20.695
sonstige betriebliche Erträge	37	63	168	91
Materialaufwand	22.421	24.638	30.914	18.415
Rohertrag	3.906	4.032	4.621	2.371
Rohmarge	*14,9%*	*14,1%*	*13,1%*	*11,5%*
Personalaufwand	1.409	1.524	1.678	928
Quote Personalaufwand	*5,4%*	*5,3%*	*4,7%*	*4,5%*
Abschreibungen	116	129	145	73
sonstiger betriebl. Aufwand	1.284	863	792	484
Quote	*4,9%*	*3,0%*	*2,2%*	*2,3%*
EBIT	**1.097**	**1.516**	**2.006**	**886**
EBIT-Marge	*4,2%*	*5,3%*	*5,7%*	*4,3%*

2. Marktumfeld

In der Vergangenheit wurden diese Rezepturarzneimittel vorwiegend in und durch Apotheken hergestellt. Diese Herstellung patientenindividueller Rezepturarzneimittel durch einzelne Apotheken hat in den letzten Jahren allerdings stark abgenommen. Getrieben ist dies durch zunehmend strengere regulatorische Anforderungen. Stattdessen bilden sich spezialisierte Herstellungsbetriebe wie die Medios Manufaktur GmbH, die im Rahmen einer sogenannten „Lohnherstellung“ die Produktion vornehmen.[37]

[37] Prospekt, S. 170

Auch wenn die Medios Manufaktur GmbH ohne Zweifel hohe Qualitätsstandards und regulatorische Standards erfüllen muss[38], ist der tatsächliche Herstellungsprozess offensichtlich wenig komplex (ansonsten wäre in früheren Jahren auch kaum eine Herstellung in einzelnen Apotheken üblich gewesen). Dies wird belegt durch ein überschaubares Investitionsniveau, das in den letzten drei Jahren lediglich bei knapp 0,25 Mio. Euro gelegen hat.[39] Entscheidend sind dagegen Größeneffekte, hierzu unten mehr.

Die Medios Manufaktur GmbH ist zwar grundsätzlich auf Basis des EU-weit gültigen „GMP-Zertifikats" zur EU-weiten Versorgung berechtigt. Tatsächlich war die Gesellschaft bisher aber aufgrund einer Gebietsrestriktion lediglich in Berlin tätig.[40] Diese Restriktion wurde im Jahr 2016 aufgehoben.

Aktuell beliefert die Gesellschaft zehn Apothekenkunden, die mehr als 100 Arztpraxen versorgen. Im Jahr 2011 waren es fünf Apothekenkunden und etwa 70 Arztpraxen. Die Medios Manufaktur GmbH hat hier somit ein solides, aber überschaubares Wachstum realisiert. Künftiges Wachstum soll insbesondere über neue Apothekenkunden und weitere Arztpraxen kommen.[41]

3. Hauptversorger in Berlin im Bereich Onkologie

Patienten haben in Deutschland grundsätzlich freie Apothekenwahl. Dieses Prinzip ist mittlerweile allerdings teilweise aufgebrochen. Insbesondere im Bereich der onkologischen Versorgung haben manche Krankenkassen wie die AOK zur Kosteneinsparung im Rahmen eines Ausschreibungsverfahrens exklusive Verträge mit den Apotheken geschlossen, die das günstigste Angebot für die Eigenherstellung oder über die Lohnherstellung abgegeben haben. Die onkologische Versorgung wird insofern nur von bestimmten Apotheken sichergestellt. Diese Praxis wurde vom Bundessozialgericht gebilligt.[42]

Die Medios Manufaktur GmbH ist in Zusammenarbeit mit drei Berliner Apotheken seit 2011 Hauptversorger der AOK-Versicherten in derzeit zwölf von 14 Gebietslosen in Berlin.[43] **Die Gesellschaft konnte sich somit offensichtlich erfolgreich im kostengetriebenen Ausschreibungswettbewerb gegen Mitbewerber durchsetzen** – und dies in einer europaweiten Ausschreibung. Hierdurch hat die Gesellschaft nach eigener Einschätzung aktuell einen Marktanteil von 30% im Berliner Markt und hat damit zumindest in diesem regionalen Markt eine führende Position.[44]

Diese Praxis wird nun jedoch durch den Gesetzgeber abgeschafft. Die Bundesregierung hat hierzu am 12. Oktober 2016 den Entwurf des „Gesetzes zur Stärkung der Arzneimittelverordnung in der GKV" beschlossen. Nach der noch ausstehenden Zustimmung im Bundestag soll es im Jahr 2017 in Kraft treten. **Damit wird die Möglichkeit zur Ausschreibung der onkologischen Versorgung mit in Apotheken hergestellten Zubereitungen ausgeschlossen**.[45]

---

[38] Details => Prospekt, S. 171
[39] Prospekt, S. 217
[40] Prospekt, S. 210
[41] Prospekt, S. 211
[42] Urteil vom 25. November 2015, Az. B 3 KR 16/15, Prospekt, S. 171
[43] Prospekt, S. 210, S. 214
[44] Prospekt, S. 213
[45] Prospekt, S. 171

Dies wird zur Folge haben, dass sich die Abgabe von onkologischen Medikamenten wieder auf eine größere Anzahl an Apotheken verteilen wird. Dies kann zur Folge haben, dass die Partnerapotheken der Medios Manufaktur im Geschäftsvolumen verlieren, womit direkt auch die Medios Manufaktur GmbH Umsatzvolumen verlieren würde. Perspektivisch muss die Medios Manufaktur GmbH dies kompensieren, indem weitere Apotheken als Kunden gewonnen werden. Hierzu sollte sie aufgrund ihrer offensichtlich vorteilhaften Kostenstruktur in der Lage sein. Gleichzeitig ist es nicht unwahrscheinlich, dass die durch die Ausschreibungen gedrückte Marge sich wieder (leicht) erholt – zumal sich das Wettbewerbsumfeld durch infolge der Ausschreibungen ausgedünnt hat.

Die Medios Manufaktur GmbH sieht sich grundsätzlich im Markt vorteilhaft positioniert. Neben effizienten Prozessen ergibt sich diese insbesondere aus Einkaufsvorteilen. Hier kommt zum Absatz an das eigene Apotheken- (und damit Ärztenetzwerk) die Zusammenarbeit mit der Medios Pharma GmbH mit entsprechend hohen Absatz-Volumina.[46] Der Umsatz mit der Medios Pharma GmbH hat zuletzt immerhin bereits 12% des Umsatzes der Gesellschaft ausgemacht. Im Jahr 2014 lag der Umsatzbeitrag noch bei 1%.[47]

4. Apotheken verlagern Herstellung zunehmend auf externe Herstellbetriebe

Gegenüber den Krankenkassen kann nur der Rezeptwert der ärztlichen Verordnung abgerechnet werden – unabhängig davon, ob das Produkt in der Apotheke oder durch einen externen Lohnhersteller hergestellt worden ist. Günstigere Einkaufskonditionen, die die Medios Manufaktur GmbH durch Größeneffekte insbesondere gegenüber den Apotheken hat, machen die Auslagerung für die Apotheken attraktiv.[48] Dies funktioniert, weil der Handel mit individuell hergestellten Rezepturarzneimitteln nicht der Preisregulierung unterworfen ist.[49]

Dass die zunehmende Regulierung die Apotheken aus dem Herstellungsprozess patientenindividueller Rezepturen herausdrängt, ist unmittelbar nachvollziehbar. Insofern überrascht es auch nicht, dass sich bspw. in Berlin die Anzahl der Apotheken, die über ein Sterillabor nach der Apothekenbetriebsordnung betreiben, in den letzten Jahren auf 14 halbiert hat.[50]

5. Planungsrechnung für die Medios Manufaktur GmbH

5.1 Gewinn- und Verlustrechnung

Im Lohnherstellungsgeschäft sind die Wachstumsraten naturgemäß niedriger als im leicht skalierbaren Handelsgeschäft. Aber auch hier lagen die organischen Wachstumsraten in den letzten Jahren mit 9% bis 24% in einem guten Bereich. Hierdurch hat sich der Umsatz von 26,3 Mio. Euro im Jahr 2013 auf rund 40 Mio. Euro (geschätzt) im Jahr 2016 verbessert.

---

[46] Prospekt, S. 212
[47] Investorenpräsentation, S. 27
[48] Prospekt, S. 213
[49] Prospekt, S. 177
[50] http://www.akberlin.de/fileadmin/akb/zytostatikaherstellende_apotheken/Zyto_11.06.2015.Pdf

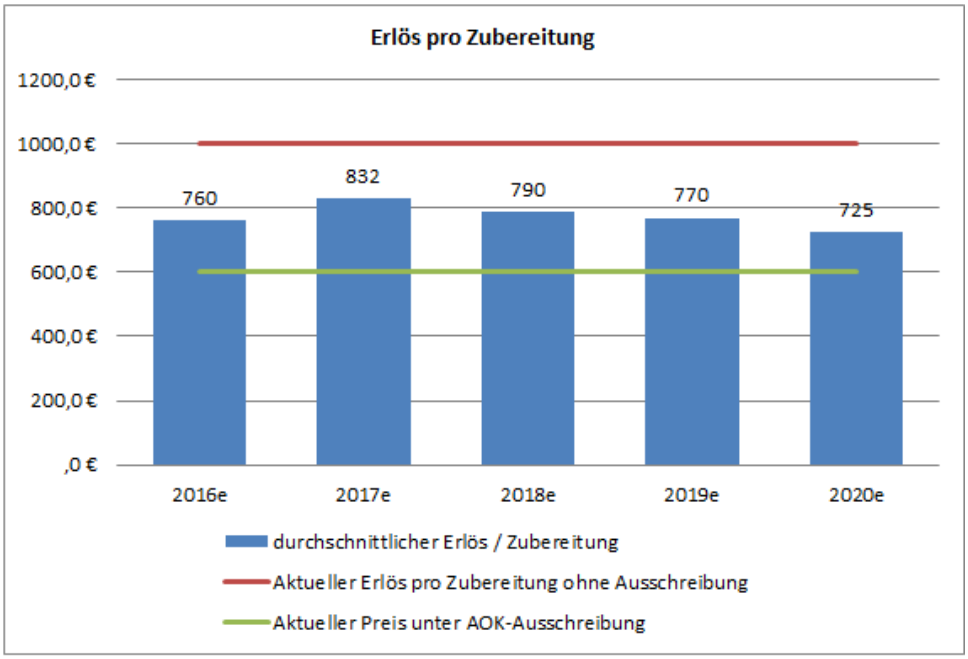
Durch Einbindung in die Zyto Service-Gruppe und die hiermit einhergehende Gebietsrestriktion war die Gesellschaft bisher lediglich in Berlin tätig. Diese Gebietsrestriktion ist seit wenigen Monaten aufgehoben und die Gesellschaft plant nun, ihren Tätigkeitsbereich deutschlandweit auszuweiten.

In diesem Zuge wird die Gesellschaft ihre Kapazitäten in den kommenden Jahren fühlbar ausbauen. Es ist vorgesehen, an einer neuen Produktionsstätte die Anzahl der Werkbänke von aktuell vier auf 20 zu erhöhen. Die neue Produktionsstätte soll Mitte 2018 fertiggestellt sein, die volle Produktion soll bis 2020 / 2021 hochgefahren werden. Das Investitionsvolumen liegt bei insgesamt 11 Mio. Euro.

Kurzfristig ist das Wachstumspotential der Gesellschaft in diesem Bereich durch die weitgehend ausgelasteten Werkbänke für 2017 begrenzt. Durch eine Optimierung bei den Schichten ist es allenfalls möglich, die Anzahl der Zubereitungen von (geschätzt) 52.500 im Jahr 2016 auf maximal 55.000 im Jahr 2017 zu erhöhen.

Gleichzeitig ist kurzfristig allerdings eine Erhöhung des durchschnittlichen Erlöses pro Zubereitung greifbar. Dies hängt – wie bereits angesprochen – eng mit den Zubereitungen zusammen, die die Gesellschaft durch die gewonnenen Ausschreibungen für die AOK herstellt. Diese machen rund 60% aller Zubereitungen aus. Der Erlös pro Zubereitung liegt dabei durch die kompetitive Ausschreibung lediglich bei 600 Euro, während die Gesellschaft für andere Zubereitungen durchschnittlich 900 bis 1.000 Euro erlöst. Kommt es nun zu dem absehbaren gesetzlichen Verbot der Ausschreibungspraxis, ist zu erwarten, dass sich das Niveau von 600 Euro erhöht.

In unserer Planung bilden wir diesen Effekt ab, indem der durchschnittliche Erlös für alle Zulassungen von rund 760 Euro im Jahr 2016 auf 832 Euro im Jahr 2017 ansteigt. Die Krankenkassen dürften perspektivisch versuchen, den Wegfall der Ausschreibungen durch eine modifizierte Hilfstaxe, die Grundlage für die Abrechnung der Zubereitungen ist, zu kompensieren. Diese Entwicklung antizipieren wir in der Planung durch einen rückläufigen Erlös pro Zubereitung:



Durch die Ver-5-fachung der Werkbänke bis zum Jahr 2020 wird sich der Umsatz der Medios Manufaktur GmbH in den kommenden Jahren sprunghaft nach oben entwickeln. Heute ist aber noch nicht genau absehbar, zu welchem Zeitpunkt exakt die neuen Werkbänke in Betrieb genommen werden und wie die Kurven beim Hochfahren der Kapazität aussehen werden. Allerdings hat das

Unternehmen bestätigt, dass die dann insgesamt 20 Werkbänke bei voller Auslastung einen Umsatz von rund 200 Mio. Euro bewerkstelligen können sollten.

Spiegelbildlich zum durchschnittlichen Erlös pro Zubereitung reduziert sich in unserer Planung vorerst die Materialaufwandsquote, bevor sie im weiteren Zeitverlauf wieder leicht steigt. Bei Personal- und sonstigem betrieblichen Aufwand enthält die Planung lediglich eine marginale Kostendegression.

Medios Manufaktur GmbH GuV	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung	26.290	28.607	35.367	20.695	41.390	45.760	86.900	158.813	199.375
Wachstum		*9%*	*24%*		*17%*	*11%*	*90%*	*83%*	*26%*
Nebenrechnung									
Werkbänke					*4*	*4*	*8*	*15*	*20*
Zubereitungen			*50.000*		*52.500*	*55.000*	*110.000*	*206.250*	*275.000*
AOK-Zubereitungen (bis Q2 17 Ausschreibungen)									
Anteil			*60%*		*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*
Preis / Zubereitung			*600*		*600*	*720*	*750*	*750*	*725*
Rest									
Anteil			*40%*		*40%*	*40%*	*40%*	*40%*	*40%*
Preis / Zubereitung			*900*		*1.000*	*1.000*	*850*	*800*	*725*
ø Preis für alle Zubereitungen					*788*	*832*	*790*	*770*	*725*
Hergeleiteter Umsatz nach Nebenrechnung:			*36.000*		*39.900*	*45.760*	*86.900*	*158.813*	*199.375*
sonstige betriebliche Erträge	37	63	168	91	150	150	150	150	150
Materialaufwand	22.421	24.638	30.914	18.415	36.837	40.269	75.169	137.770	173.456
Materialaufwandsquote			*87,4%*	*89,0%*	*89,0%*	*88,0%*	*86,5%*	*86,8%*	*87,0%*
Rohertrag	3.906	4.032	4.621	2.371	4.703	5.641	11.882	21.193	26.069
Rohmarge	*14,9%*	*14,1%*	*13,1%*	*11,5%*	*11,4%*	*12,3%*	*13,7%*	*13,3%*	*13,1%*
Personalaufwand	1.409	1.524	1.678	928	1.856	2.059	3.824	6.829	8.374
Quote Personalaufwand	*5,4%*	*5,3%*	*4,7%*	*4,5%*	*4,5%*	*4,50%*	*4,40%*	*4,30%*	*4,20%*
Abschreibungen	116	129	145	73	150	25	450	825	950
sonstiger betriebl. Aufwand	1.284	863	792	484	968	1.052	1.912	3.335	3.988
Quote	*4,9%*	*3,0%*	*2,2%*	*2,3%*	*2,3%*	*2,30%*	*2,20%*	*2,10%*	*2,00%*
EBIT	**1.097**	**1.516**	**2.006**	**886**	**1.729**	**2.505**	**5.696**	**10.204**	**12.758**
EBIT-Marge	*4,2%*	*5,3%*	*5,7%*	*4,3%*	*4,2%*	*5,5%*	*6,6%*	*6,4%*	*6,4%*

5.2 Working Capital-Entwicklung

Im Gegensatz zur Medios Pharma GmbH ist bei der Medios Manufaktur GmbH kein Bruch in der historisch zu beobachtenden Working Capital-Entwicklung zu erwarten. Deswegen setzt unsere Planung auf den Durchschnittswerten der bekannten Jahre 2014 und 2015 auf:

Working Capital in Tsd Euro	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L	1910	2.220	3.420	4.660	4.431	4.137	7.857	14.358	18.026
Vorräte	1280	950	1.520	1.480	1.407	1.630	3.095	5.656	7.101
Verbindlichkeiten aus L&L	1940	1.370	1.830	1.970	1.873	2.257	4.285	7.832	9.832
Net Working Capital		1.800	3.110	4.170	3.965	3.510	6.666	12.183	15.295
Δ NWC			1.310	1.060	-205	-454	3.156	5.517	3.112

Working Capital in Tagen	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L		28	35	41	41	33	33	33	33
Vorräte		12	16	13	13	13	13	13	13
Verbindlichkeiten aus L&L		17	19	17	17	18	18	18	18
Net Working Capital		23	32	36	36	28	28	28	28

ø 28 Tage

5.3 CAPEX und Abschreibungen

Auch das Geschäftsmodell der Medios Manufaktur GmbH erfordert grundsätzlich nicht viel Kapital. So wurden in den letzten Jahren lediglich 44.531 Euro (2013), 81.285 Euro (2014), 96.095 Euro (2015) bzw. Null Euro (1. Halbjahr 2016) investiert.[51]

In den kommenden Jahren wird sich dieses Bild durch den geplanten Umzug in neue Räumlichkeiten und die erhebliche Ausweitung der Kapazität verändern. Immerhin sollen für ein neues Gebäude inklusive Grundstück und Ausstattung bis zu 11 Mio. Euro investiert werden. Diese Investitionssumme wurde von uns geschätzt wie folgt auf Grundstück, Gebäude und Ausstattung verteilt, woraus sich die entsprechenden Abschreibungsbeträge ergeben:

Δ-CAPEX und - Abschreibungen	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
CAPEX								
Grundstück	1.000							
Gebäude	1.000	2.000			*Ersatz-CAPEX = Abschreibung auf Ausstattung*			
Ausstattung		3.000	3.000	1.000	875	875	875	875
Abschreibungen								
Gebäude (40 Jahre)	25	75	75	75	75	75	75	75
Ausstattung (8 Jahre)		375	750	875	875	875	875	875

VIII. Planungsrechnung für die Medios-Gruppe

1. Gewinn- und Verlustrechnung

Die Gewinn- und Verlustrechnung der Medios-Gruppe ergibt sich maßgeblich aus den Planungsrechnungen der beiden operativen Tochtergesellschaften. Zusätzlich sind in unserem Modell über die Überleitung zur Konzernrechnung die beiden folgenden Effekte berücksichtigt:

- **Holdingkosten:** Für die schlank aufgestellte Holding werden jährliche Kosten von 0,5 Mio. Euro geplant.

- **Konsolidierung:** Die Medios Pharma GmbH hat im ersten Halbjahr 2016 rund 4% ihres Umsatzes mit der Medios Manufaktur GmbH erzielt. Umgekehrt hat die Medios Manufaktur GmbH knapp 12% des Umsatzes mit der Medios Pharma GmbH erwirtschaftet.[52] Für die künftigen Planungsperioden wurde unterstellt, dass diese Quoten stabil bleiben. Umsätze und Materialaufwand wurden entsprechend in der Konsolidierung bereinigt. (Die detaillierte Überleitung befindet sich im Anhang dieses Dokuments.)

Auf Basis der skizzierten Prämissen ergibt sich folgende Gewinn- und Verlustrechnung bis 2020:

[51] Prospekt, S. 217
[52] Investorenpräsentation 2016, S.27

Medios Gruppe	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung			90.100	73.434	145.556	183.846	255.944	355.121	423.121
Wachstum					*62%*	*26,3%*	*39,2%*	*38,7%*	*19,1%*
sonstige betriebliche Erträge			221	108	180	180	180	180	180
Materialaufwand			83.557	68.758	137.517	171.720	237.005	326.266	388.424
Materialaufwandsquote			*92,7%*	*93,6%*	*94,5%*	*93,4%*	*92,6%*	*91,9%*	*91,8%*
Rohertrag	0	0	6.764	4.783	8.219	12.307	19.118	29.035	34.877
Rohmarge	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*7,5%*	*6,5%*	*5,6%*	*6,7%*	*7,5%*	*8,2%*	*8,2%*
Personalaufwand			2.232	1.338	3.076	3.431	5.345	8.519	10.193
Quote Personalaufwand	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*2,5%*	*1,8%*	*2,1%*	*1,9%*	*2,1%*	*2,4%*	*2,4%*
Abschreibungen			279	97	198	205	810	1.305	1.530
sonstiger betriebl. Aufwand			1.461	777	1.654	1.900	2.909	4.467	5.223
Quote	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*1,6%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,0%*	*1,1%*	*1,3%*	*1,2%*
EBIT	**0**	**0**	**2.792**	**2.571**	**3.291**	**6.770**	**10.054**	**14.744**	**17.931**
EBIT-Marge	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*3,1%*	*3,5%*	*2,3%*	*3,7%*	*3,9%*	*4,2%*	*4,2%*

Für die mittlere Frist wird ein deutlich reduziertes Umsatzwachstum von nur noch 5% p.a. unterstellt. Die EBIT-Marge reduziert sich in der Planung von 4,25% auf 3,8%, obwohl rückläufige Abschreibungen gegenläufig wirken.

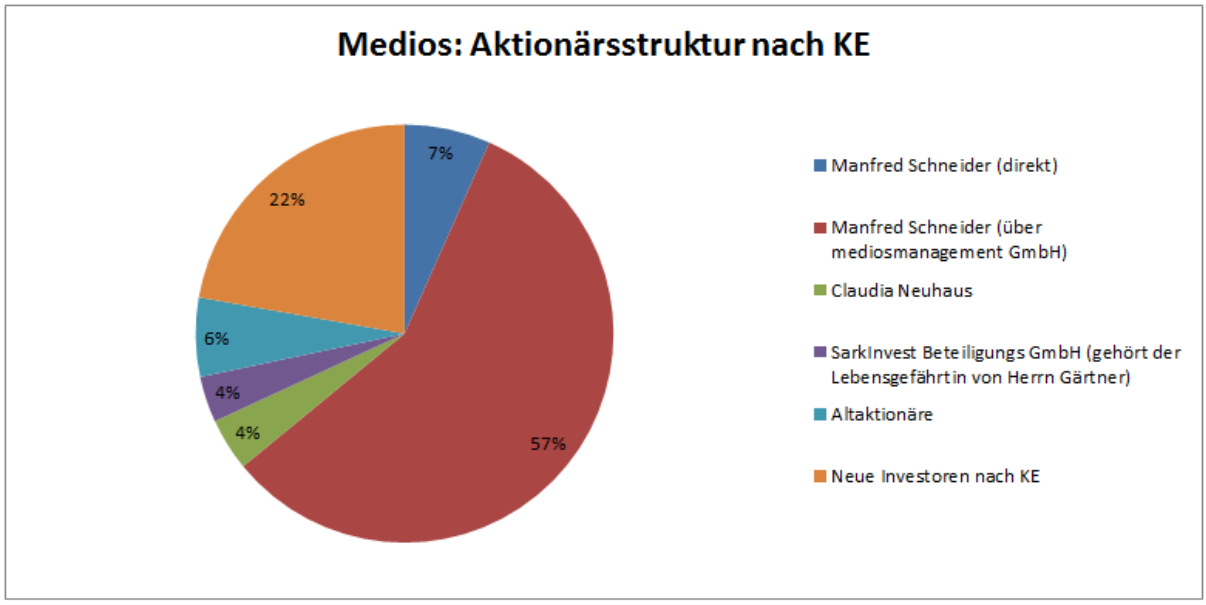
2. Working Capital, CAPEX & Abschreibungen

Working Capital, CAPEX und damit auch Abschreibungen sind in der Holdinggesellschaft von vollkommen untergeordneter Bedeutung. In unsere Planung auf Konzernebene laufen für diese Posten insofern die kumulierten Werte der beiden operativen Tochtergesellschaften ein.

IX. Aktionärsstruktur, Lock-Up & Inzentivierung

1. Aktionärsstruktur und Lock-Up

Nach einer vollen Platzierung der Kapitalerhöhung sieht die neue Aktionärsstruktur der Gesellschaft wie folgt aus:



Mit Manfred Schneider und Claudia Neuhaus halten die Gründer der Medios-Gesellschaften rund 68% am Unternehmen. Weitere 3,5% können dem Vorstandsmitglied Herrn Gärtner zugerechnet

werden. Für diese Aktien besteht ein Lock-Up von 18 Monaten nach Einbeziehung in den Handel, entsprechend bis Juni 2018.[53]

Ausgenommen hiervon sind 300.000 Aktien der mediosmanagement GmbH, für die eine verkürzte Lock-Up bis 31. Dezember 2016 besteht. Diese Aktien dienen der Einräumung von Optionen auf den Erwerb von Aktien der Medios AG für Medios-Führungskräfte.[54]

Weitere 191.500 Aktien der SarkInvest Beteiligungs GmbH unterliegen ebenfalls einer verkürzten Lock Up-Frist bis 31. Dezember 2016.

2. Optionen

Die mediosmanagement GmbH hat folgenden Mitarbeitern das Recht eingeräumt, insgesamt 1,2 Mio. Medios-Aktien für einen Preis von Null zu beziehen:

Person	Position	Optionen	Kommentar
Matthias Gärtner	Vorstand Medios AG	325.000	Lock-Up der Aktien bis 30.06.2018
Uwe Blechinger	Geschäftsführer Medios Pharma GmbH	600.000	Lock-Up der Aktien: 150.000 bis 31.12.16 350.000 bis 30.06.16 50.000 bis 31.12.18 50.000 bis 31.12.19
Mi-Young Miehler	Geschäftsführerin Medios Pharma GmbH	200.000	Lock-Up der Aktien: 50.000 bis 31.12.16 50.000 bis 30.06.18 50.000 bis 31.12.18 50.000 bis 31.12.19
Nadine Wienand		20.000	Lock-Up der Aktien bis 31.12.16
Thao Phan		30.000	Lock-Up der Aktien bis 31.12.16
Michael Raap		25.000	Lock-Up der Aktien bis 31.12.16

Damit sind wesentliche Führungskräfte inzentiviert, ohne dass dies für die Aktionäre eine verwässernde Wirkung hat. Bei Ausübung der Optionen müssen die Mitarbeiter wiederum den Gegenwert der Aktien mit Lohnsteuer versteuern. Um die Lohnsteuer bezahlen zu können, müssen die Mitarbeiter bei Ausübung der Option voraussichtlich jeweils rund die Hälfte der Aktien verkaufen.

In absehbarer Zeit können insofern potentiell folgende Stückzahlen auf den Markt kommen:

[53] Prospekt, S. 96
[54] Prospekt, S. 96

- Nach dem 31.12.2016: 275.000 Optionen, für Lohnsteuer fällige Aktien: 137.000
- Nach dem 30.06.2018: 725.000 Optionen, für Lohnsteuer fällige Aktien: 362.500

X. Risiken

Medios hat weder mit den pharmazeutischen Unternehmen, noch mit den Apotheken langfristige Versorgungs- bzw. Abnahmeverträge.[55]

In jüngerer Zeit gab es Untersuchungen, die keine Korrelation zwischen dem Innovationsgrad und der Wirksamkeit eines Arzneimittels einerseits und dem gerade in der Markteinführungsphase hohen Preises auf der anderen Seite haben feststellen können. Hinzu kommt, dass teilweise erhebliche Preisunterschiede bei einzelnen Arzneimitteln in den europäischen Märkten bestehen. In diesem Umfeld besteht das Risiko, dass die hohen Preise in Deutschland einer gesetzgeberischen Prüfung unterzogen werden könnten.[56]

In einigen Ländern und bei bestimmten Produktkategorien versuchen pharmazeutische Unternehmen verstärkt, die Rolle des Großhandels zu reduzieren. Dies passiert durch Direktbelieferung von Apotheken und durch beschränkte Vertriebssysteme, bei denen pharmazeutische Unternehmen nur noch exklusiv mit wenigen Großhandelsunternehmen zusammenarbeiten. Hier muss es Medios gelingen, zu diesen Großhandelsunternehmen zu gehören.[57]

Die Medios Pharma GmbH hat ein ständig wechselndes Sortiment in Abhängigkeit von den kurzfristig vorliegenden Bestellungen. Hier könnte künftig in Frage stehen, ob hiermit die Belieferungsfähigkeit im gesetzlichen Umfang sichergestellt ist. Eine höchstrichterliche Rechtsprechung liegt hierzu noch nicht vor. Hält dieses Vorgehen einer gerichtlichen Prüfung nicht stand, könnte dies zu Schadensersatzforderungen und Belieferungsansprüchen führen. Zusätzlich können Maßnahmen der Kartellbehörde in Betracht kommen.[58]

Apotheken schließen sich zunehmend zu Einkaufsgemeinschaften zusammen, um so bessere Konditionen mit dem Großhandel auszuhandeln und einen Teil der Versorgung mit Medikamenten direkt zu organisieren. Dies kann bei Medios zu einem Rückgang der Marge oder zu Verlust von Kunden führen. Fällt das Mehrbesitzverbot für Apotheken, könnte eine folgende Konsolidierung eine ähnliche Wirkung für Medios haben.[59]

Es besteht das Risiko, dass das derzeit als zulässig angesehene Rabattmodell zukünftig nicht mehr rechtmäßig ist. Diesbezüglich ist eine höchstrichterliche Klärung der Zulässigkeit verschiedener Rabattmodelle ausstehend. Fällt eine solche Entscheidung für Medios nachteilig aus, würde dies die Einkaufsvorteile und damit die Gewinnmargen belasten.[60]

[55] Prospekt, S. 45
[56] Prospekt, S. 41f
[57] Prospekt, S. 42
[58] Prospekt, S. 42f
[59] Prospekt, S. 43
[60] Prospekt, S. 57

Anhang

1. Prognoserechnung

Medios Pharma GmbH GuV	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung	0	13.700	58.219	57.523	115.046	149.560	186.950	224.340	257.991
Wachstum			*325%*		*98%*	*30%*	*25%*	*20%*	*15%*
sonstige betriebliche Erträge			2	17	30	30	30	30	30
Materialaufwand			56.030	54.743	109.486	142.381	177.976	213.571	245.607
Materialaufwandsquote			*96,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*	*95,2%*
Rohertrag			2.191	2.797	5.590	7.209	9.004	10.798	12.414
Rohmarge			*3,8%*	*4,9%*	*4,9%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*
Personalaufwand			554	410	820	972	1.122	1.290	1.419
Quote Personalaufwand			*1,0%*	*0,7%*	*0,7%*	*0,65%*	*0,60%*	*0,58%*	*0,55%*
Abschreibungen			38	24	48	50	50	50	50
sonstiger betriebl. Aufwand			535	293	586	748	897	1.032	1.135
Quote			*0,9%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,50%*	*0,48%*	*0,46%*	*0,44%*
EBIT	**0**	**500**	**1.064**	**2.070**	**4.136**	**5.439**	**6.935**	**8.426**	**9.809**
EBIT-Marge		*3,6%*	*1,8%*	*3,6%*	*3,6%*	*3,6%*	*3,7%*	*3,8%*	*3,8%*

(Prospekt, S. 133, Investorenpräsentation, S. 26)

Working Capital in Tsd Euro	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L		910	1.620	5.580	5.504	12.293	15.366	18.439	21.205
Vorräte		900	1.710	1.930	1.904	2.868	3.585	4.302	4.948
Verbindlichkeiten aus L&L		1.120	2.860	6.690	6.598	6.966	7.683	8.605	9.896
Net Working Capital		690	470	820	809	8.195	11.268	14.136	16.257
Δ NWC			-220	350	-11	7.386	3.073	2.868	2.120

Working Capital in Tagen	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L		24	10	17	17	30	30	30	30
Vorräte		24	11	6	6	7	7	7	7
Verbindlichkeiten aus L&L		30	18	21	21	17	15	14	14
Net Working Capital		18	3	3	3	20	22	23	23

Prospekt S. 133

Der **Personalaufwand** liegt insbesondere wegen der an das Wachstum angepassten Anzahl der Mitarbeiter im ersten Halbjahr 2016 bereits bei 74 % des Gesamtbetrages aus dem Geschäftsjahr 2015 in Höhe von TEUR 554. In 2015 lautet die Personalaufwandsquote[57] 0,95 %, dies hat sich im ersten Halbjahr auf 0,71 % reduziert, was im Wesentlichen durch größenordnungsbedingte Degressionseffekte erreicht werden konnte.

Prospekt, S. 133

In 2015 werden die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** durch Sonderaufwendungen (Beratungskosten, Gebühren) in Folge der Gesellschaftsgründung und der Ausgliederung der Großhandelsaktivitäten auf die Medios Pharma GmbH belastet. Mit einer Aufwandsquote von 0,51 % im ersten Halbjahr 2016 konnte die Aufwandsquote[58] aus 2015 von 0,92 % bereits reduziert werden.

Medios Manufaktur GmbH GuV	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung	26.290	28.607	35.367	20.695	39.900	45.760	86.900	158.813	199.375
Wachstum		*9%*	*24%*		*13%*	*15%*	*118%*	*247%*	*129%*
Nebenrechnung									
Werkbänke					*4*	*4*	*8*	*15*	*20*
Zubereitungen			*50.000*		*52.500*	*55.000*	*110.000*	*206.250*	*275.000*
AOK-Zubereitungen (bis Q2 17 Ausschreibungen)									
Anteil			*60%*		*60%*	*60%*	*60%*	*60%*	*60%*
Preis / Zubereitung			*600*		*600*	*720*	*750*	*750*	*725*
Rest									
Anteil			*40%*		*40%*	*40%*	*40%*	*40%*	*40%*
Preis / Zubereitung			*900*		*1.000*	*1.000*	*850*	*800*	*725*
ø Preis für alle Zubereitungen					*760*	*832*	*790*	*770*	*725*
Hergeleiteter Umsatz nach Nebenrechnung:			*36.000*		*39.900*	*45.760*	*86.900*	*158.813*	*199.375*
sonstige betriebliche Erträge	37	63	168	91	150	150	150	150	150
Materialaufwand	22.421	24.638	30.914	18.415	36.830	39.811	75.169	137.770	173.456
Materialaufwandsquote			*87,4%*	*89,0%*	*92,3%*	*87,0%*	*86,5%*	*86,8%*	*87,0%*
Rohertrag	3.906	4.032	4.621	2.371	3.220	6.099	11.882	21.193	26.069
Rohmarge	*14,9%*	*14,1%*	*13,1%*	*11,5%*	*8,1%*	*13,3%*	*13,7%*	*13,3%*	*13,1%*
Personalaufwand	1.409	1.524	1.678	928	1.856	2.059	3.824	6.829	8.374
Quote Personalaufwand	*5,4%*	*5,3%*	*4,7%*	*4,5%*	*4,7%*	*4,50%*	*4,40%*	*4,30%*	*4,20%*
Abschreibungen	116	129	145	73	150	150	150	150	150
sonstiger betriebl. Aufwand	1.284	863	792	484	968	1.052	1.912	3.335	3.988
Quote	*4,9%*	*3,0%*	*2,2%*	*2,3%*	*2,4%*	*2,30%*	*2,20%*	*2,10%*	*2,00%*
EBIT	**1.097**	**1.516**	**2.006**	**886**	**246**	**2.837**	**5.996**	**10.879**	**13.558**
EBIT-Marge	*4,2%*	*5,3%*	*5,7%*	*4,3%*	*0,6%*	*6,2%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,8%*

(Prospekt, S. 138)

Working Capital in Tsd Euro	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L	1910	2.220	3.420	4.660	4.431	4.137	7.857	14.358	18.026
Vorräte	1280	950	1.520	1.480	1.407	1.630	3.095	5.656	7.101
Verbindlichkeiten aus L&L	1940	1.370	1.830	1.970	1.873	2.257	4.285	7.832	9.832
Net Working Capital		1.800	3.110	4.170	3.965	3.510	6.666	12.183	15.295
Δ NWC			1.310	1.060	-205	-454	3.156	5.517	3.112

Working Capital in Tagen	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Forderungen aus L&L		28	35	41	41	33	33	33	33
Vorräte		12	16	13	13	13	13	13	13
Verbindlichkeiten aus L&L		17	19	17	17	18	18	18	18
Net Working Capital		23	32	36	36	28	28	28	28
			ø 28 Tage						

Prospekt, S. 138

Gesamtleistung, Materialaufwand

Im Betrachtungszeitraum konnte die Gesamtleistung in 2014 um 8,8 % und in 2015 um 23,6 % ausgeweitet werden. Diese expansive Entwicklung ist insbesondere durch die Steigerung der Produktionsmenge aber auch durch die erhöhte Gewichtung von „preisintensiven Wirkstoffen" bewirkt worden. Im ersten Halbjahr 2016 liegt das er-

Prospekt, S. 139

reichte Gesamtleistungsniveau bereits bei rd. 58 % der jährlichen Gesamtleistung in 2015.

Die Materialaufwandsquote[68] (im Verhältnis zur Gesamtleistung) hat sich von 85,3 % in 2013 auf 89,0 % im ersten Halbjahr gesteigert. Diese Entwicklung wird u.a. von der Ausweitung der Produktionstätigkeit in den Bereich der von der AOK durchgeführten Ausschreibungen (mit einem reduzierten Margenniveau) und dem vermehrten Einsatz von hochpreisigen Wirkstoffen gefördert.

Personalaufwand, Abschreibungen, sonstige betriebliche Aufwendungen

Der **Personalaufwand** wird im Betrachtungszeittraum sowohl durch die Steigerung des produktionsbezogenen Mengengerüstes mit einer Anpassung der Mitarbeiterzahl als auch durch allgemeine Entgeltanpassungen beeinflusst. Die Quote der Personalaufwendungen[69] im Verhältnis zur jeweiligen Gesamtleistung hat sich von rd. 5,4 % in 2013 auf rd. 4,5 % im ersten Halbjahr 2016 verbessert.

Das Volumen der **Abschreibungen** ist ohne größere Veränderungen, was aufgrund der aktuellen Investitionsvolumina im Bereich der jährlichen Abschreibungen veranlasst ist.

Die sonstigen **betrieblichen Aufwendungen** liegen kontinuierlich zwischen einer Quote[70] von 3.3 % und 2,4 % mit einem tendenziellen Verbesserungsverlauf. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der für 2013 ausgewiesene Aufwandsbetrag von TEUR 1.284 mit aperiodischen Aufwendungen von rd. TEUR 410 belastet ist.

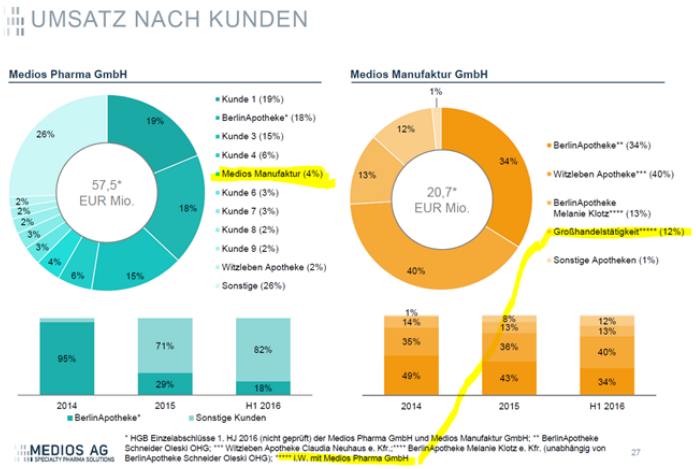
Holding GuV	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Personalaufwand					400	400	400	400	400
sonstiger betr. Aufwand					100	100	100	100	100

Konsolidierung	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung				-4.784	-9.390	-11.474	-17.906	-28.031	-34.245
Materialaufwand				-4.400	-8.799	-10.473	-16.139	-25.075	-30.639

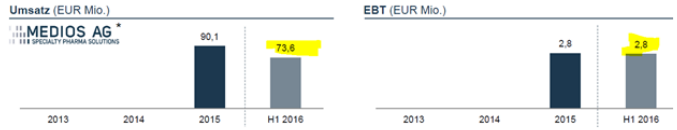
Innenumsätze und zugehöriger Materialaufwand konsolidiert

Medios Gruppe	2013	2014	2015	1. HJ 2016	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Gesamtleistung			90.100	73.434	145.556	183.846	255.944	355.121	423.121
Wachstum					*62%*	*26,3%*	*39,2%*	*38,7%*	*19,1%*
sonstige betriebliche Erträge			170	108	180	180	180	180	180
Materialaufwand				68.758	137.517	171.720	237.005	326.266	388.424
Materialaufwandsquote			*0,0%*	*93,6%*	*94,5%*	*93,4%*	*92,6%*	*91,9%*	*91,8%*
Rohertrag	0	0	90.270	4.783	8.219	12.307	19.118	29.035	34.877
Rohmarge	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*100,2%*	*6,5%*	*5,6%*	*6,7%*	*7,5%*	*8,2%*	*8,2%*
Personalaufwand				1.338	3.076	3.431	5.345	8.519	10.193
Quote Personalaufwand	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*0,0%*	*1,8%*	*2,1%*	*1,9%*	*2,1%*	*2,4%*	*2,4%*
Abschreibungen				97	198	200	200	200	200
sonstiger betriebl. Aufwand				777	1.654	1.900	2.909	4.467	5.223
Quote	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*0,0%*	*1,1%*	*1,1%*	*1,0%*	*1,1%*	*1,3%*	*1,2%*
EBIT	**0**	**0**	**90.270**	**2.571**	**3.291**	**6.775**	**10.664**	**15.849**	**19.261**
EBIT-Marge	*#DIV/0!*	*#DIV/0!*	*100,2%*	*3,5%*	*2,3%*	*3,7%*	*4,2%*	*4,5%*	*4,6%*

Umsatz und EBIT (=EBT) entspricht den berichteten Werten
=> Überleitungsrechnung / Konsolidierung offensichtlich plausibel



Investorenpräsentation 2017, S. 27



Investorenpräsentation 2016, S. 26

2. Auszug aus dem Bewertungsmodell

Unternehmen:	Nennwert	Akt. Kurs	Börsenwert	EV	DCF (3 Phasen)	DCF (klassisch)	EVA	IDW S1	3y-FCF/ WACC	KGV	WACC	Währung: berichtet	Währung: bewertet
Medios (29.11.2016)	0,43	7,00	86.953	72.296	11,25	11,66	12,52	13,05	1,43	19,5	7,98%	Euro	Euro
					60,69%	66,58%	78,92%	86,44%	-79,62%				
Residualwert: Anteil am Unternehmenswert					77,23%	74,44%	44,51%	93,07%				Wechsel-kurs:	1,000

WACC	
Basis	Börsenwert
EK-Quote	100,00%
FK-Quote	0,00%
Beta	0,73
Risikofreie Rendite	2,50%
Marktrendite	10,00%
Risikoprämie	7,50%
Cost of Equity	7,98%
Fremdkapitalzins	6,00%
Steuerquote	30,00%
Wachstum	1,00%
WACC	7,98%

Mittelfrist und Terminal Value		Min	Max	
Umsatzwachstum	5,00%	1,00%	8,00%	gleichverteilt
		Min	**Max**	
EBIT-Marge (Hoch/Tief)	4,00%	2,50%	5,00%	gleichverteilt
Entwicklung der EBIT-Marge	Margenpeak			
Umsatz im TV	k.A.	**Min**	**Max**	
EBIT-Marge im TV	3,80%	3,50%	4,50%	gleichverteilt

START

3-Phasen-DCF mit 5 Jahren CAP		Min	Max	
NOPAT-Wachstum in CAP	2,00%			
RONIC in CAP	10,00%			gleichverteilt
NOPAT-Wachstum nach CAP	2,00%	**Min**	**Max**	
RONIC nach CAP	10,00%			gleichverteilt

IDW S1	lfd. Jahr	T+1	T+2	T+3	Ewige Rente
Ausschüttungsquote	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Basiszins v.pers. Steuern	1,50%				
Marktrisikoprämie	5,50%				
Beta	1,1				
Sonderwerte		**Min**	**Max**		
Kapitalisierzungszinssatz	7,15%			gleichverteilt	
		Min	**Max**		
Wachstumsabschlag	2,00%			gleichverteilt	

Bewertung	Vergangenheit 2012	2013	2014	2015	2016	Detailplanung lfd. Jahr	T+1	T+2	T+3	Mittlere Frist / Competative Advantage Period T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	Residualwert
Ausstehende Aktien	0	0	0	0	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836	12.421.836
Bewertung															
EV / EBITDA (inkl. Minderheiten)	0,00	0,00	0,00	0,00	-3,89	11,00	6,65	4,50	3,71	3,75	3,65	3,55	3,44	3,33	3,21
EV / EBIT (ggf. um Minderheiten bereinigt)	0,00	0,00	0,00	0,00	-4,15	11,35	7,19	4,90	4,03	4,07	3,91	3,77	3,62	3,49	3,36
EPS nach Minderheiten	0,00	k.A.	k.A.	k.A.	0,22	0,36	0,57	0,83	1,01	1,00	1,04	1,08	1,12	1,17	1,21
Aktienkurs hoch															
Aktienkurs tief															
KGV	0,0	#WERT!	#WERT!	#WERT!	0,0	19,5	12,4	8,4	6,9	7,0	6,7	6,5	6,2	6,0	5,8
FCF-Rendite	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-4,62%	-5,68%	-1,32%	8,00%	13,20%	13,47%	13,75%	14,11%	14,44%	14,63%
Preis- / Buchwertverhältnis	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	2,6	2,2	1,7	1,4	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6
Dividendenrendite	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
Ausschüttungsquote	k.A.	#WERT!	#WERT!	#WERT!	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Excess Cash / Aktie (nach Dividende & Minderheiten)	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	0,89	0,37	k.A.	k.A.	0,45	1,37	2,31	3,27	4,26	5,27	6,30
Free Cash Flow															
EBIT (inkl. Minderheiten)	0	0	0	2.828	4.494	6.367	10.054	14.744	17.931	17.771	18.473	19.201	19.955	20.737	21.547
Ertragsteuern				-891	-1.769	-1.910	-3.016	-4.423	-5.379	-5.331	-5.542	-5.760	-5.987	-6.221	-6.464
NOPAT				1.936	2.725	4.457	7.038	10.321	12.552	12.440	12.931	13.441	13.969	14.516	15.083
Abschreibungen auf Sachanlagen	0	0	0	279	300	205	810	1.305	1.530	1.530	1.350	1.170	1.050	1.000	1.000
WC-Veränderung	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	-5.776	-6.889	-9.171	-5.623	-1.616	-1.696	-1.781	-1.870	-1.964	-2.062
Abz. CAPEX	0	0	0	0	-1.000	-2.900	-5.900	-3.600	-1.500	-875	-875	-875	-875	-1.000	-1.300
Sonstiges															
Free Cash Flow inkl. Minderheiten			*0*	*0*	*2.215*	*2.025*	**-4.014**	**-4.941**	**-1.145**	**6.959**	**11.479**	**11.710**	**11.954**	**12.273**	**12.552**	**12.721**
Minderheiten		#DIV/0!	#DIV/0!	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow nach Minderheiten		#DIV/0!	#DIV/0!	2.215	2.025	-4.014	-4.941	-1.145	6.959	11.479	11.710	11.954	12.273	12.552	12.721
WACC	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%	7,98%
Klassisches DCF:															
Ewige Rente															182.377
Present Value						-3.717	-4.238	-909	5.120	7.822	7.389	6.987	6.643	6.292	91.424
kumuliert															**122.812**