

ÜBERTRAGUNGSBERICHT

Bericht der
Nidda Healthcare GmbH
als Hauptaktionärin der
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

auf die

Nidda Healthcare GmbH

sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung
gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes

10. August 2020

INHALTSVERZEICHNIS

A	Überblick	8
B	Darstellung der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften.....	10
I.	Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der Gesellschaft	10
II.	Organe und Vertretung	11
1.	Vorstand	11
2.	Aufsichtsrat	11
3.	Beirat	12
III.	Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsenhandel.....	12
1.	Grundkapital	12
2.	Genehmigtes Kapital.....	12
3.	Aktionärsstruktur der Gesellschaft	13
4.	Börsenhandel und Delisting.....	13
IV.	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag	13
V.	Geschichte und Geschäftsentwicklung	15
VI.	Struktur der STADA-Gruppe.....	18
1.	Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen	18
2.	Konzernleitung durch die STADA	18
3.	Führungsstruktur	19
VII.	Geschäftstätigkeit der STADA-Gruppe.....	20
1.	Segment Generika.....	21
2.	Segment Markenprodukte	21
VIII.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der STADA-Gruppe	22
1.	Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2019, 2018 und 2017	22
2.	Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der STADA- Gruppe im Geschäftsjahr 2019	23

3.	Ausblick für das Geschäftsjahr 2020	25
IX.	Mitarbeiter und Mitbestimmung der STADA-Gruppe	26
1.	Mitarbeiter.....	26
2.	Mitbestimmung.....	26
C	Darstellung der Nidda Healthcare	26
I.	Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr der Nidda Healthcare	26
II.	Gesellschaftsorgane der Nidda Healthcare und Vertretung.....	27
III.	Gesellschaftsstruktur der Nidda Healthcare.....	27
1.	Bain Capital Holdco beherrschende Gesellschaften	28
2.	Cinven Holdco beherrschende Gesellschaften.....	29
3.	Wesentliche Unternehmenskennzahlen der Nidda Healthcare	29
D	Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an STADA durch Nidda Healthcare.....	30
I.	Historie des Erwerbs von STADA Aktien durch Nidda Healthcare.....	30
1.	Übernahmeangebot	30
2.	Weitere Zukäufe.....	30
3.	Einbringung der STADA Aktien in Nidda Healthcare	30
4.	BGAV	31
5.	Delistingangebot	31
6.	Aktienkaufverträge	31
II.	Gegenwärtige Beteiligungshöhe	31
E	Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	31
I.	Beschleunigte Beschlussfassung der Hauptversammlung	31
II.	Kosteneinsparung.....	32
III.	Keine alternativen Strukturmaßnahmen	32
F	Voraussetzungen für die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre	32
I.	Überblick über die gesetzlichen Voraussetzungen	32

II.	Beteiligung der Nidda Healthcare am Grundkapital der Gesellschaft.....	34
III.	Verlangen der Nidda Healthcare auf Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre	35
IV.	Festlegung der Barabfindung.....	35
V.	Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG.....	35
VI.	Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG	36
VII.	Im Vorfeld der Hauptversammlung zugängliche Unterlagen	37
VIII.	Entwurf des Übertragungsbeschlusses.....	37
IX.	Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister	38
G	Folgen der Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin - Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	39
I.	Übergang der STADA Aktien auf die Hauptaktionärin	39
II.	Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung.....	39
III.	Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung.....	40
IV.	Steuerliche Auswirkungen.....	41
	1. Vorbemerkungen.....	41
	2. Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären	43
	3. Aktien im Privatvermögen.....	43
	4. Aktien im Betriebsvermögen	45
	5. Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen	46
	6. Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors	47
H	Erläuterung und Begründung der Barabfindung und ihrer Angemessenheit.....	47
I.	Vorgehen bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung	48
II.	Unternehmenswert der Gesellschaft	48

III.	Überprüfung der Angemessenheit durch gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.....	50
------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1** Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE
- Anlage 2** Schreiben der Nidda Healthcare vom 7. August 2020 an den Vorstand der Gesellschaft mit dem Verlangen, die Hauptversammlung gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen
- Anlage 3** Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank AG gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 4** Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services S.C.A. vom 7. August 2020
- Anlage 5** Aufstellung des Anteilsbesitzes von STADA zum 31. Dezember 2019
- Anlage 6** Übersicht der mit Nidda Healthcare verbundenen Unternehmen (Nidda Konzern)

DEFINITIONSVERZEICHNIS

A		H	
ADKL	9	Hauptaktionärin	8
AktG	8	HGB	22
B		I	
BaFin	50	IDW S 1	48
Bain Capital Holdco	28		
Bewertungsstichtag	47		
BGAV	13		
C		M	
Cinven Holdco	28	Minderheitsaktionäre	8
Clearstream	39		
D		N	
DCF	49	Nidda Bondco	27
Deutsche Bank	9	Nidda German Midco	27
DFVA	48	Nidda German Topco	28
DrittelbG	11	Nidda Holding	27
		Nidda Konzern	27
		Nidda Lux Midco	28
		Nidda Lux Topco	28
F		S	
FAUB	49	Satzung	10
		SpruchG	14
G		Squeeze-out	8
Geschäftsjahr 2017	22	STADA	8
Geschäftsjahr 2018	22	STADA Aktien	8
Geschäftsjahr 2019	22	STADA-Gruppe	8
Gesellschaft	8		
Gesellschaftsvertrag	26		
Gutachtliche Stellungnahme	9	U	
		Übernahmeangebot	30
		V	
		ValueTrust	9

Übertragungsbericht

A Überblick

Gemäß § 327a Aktiengesetz ("**AktG**") kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören ("**Hauptaktionärin**"), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (aktienrechtlicher Squeeze-out).

Die Nidda Healthcare GmbH, eine nach deutschem Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528 ("**Nidda Healthcare**") ist gegenwärtig mit insgesamt 60.886.922 auf den Namen lautenden Stückaktien an der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 71290 ("**Gesellschaft**" oder "**STADA**", zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften, die "**STADA-Gruppe**"), beteiligt. Die Nidda Healthcare hält sämtliche Aktien an der Gesellschaft selbst und unmittelbar.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 162.090.344,00 und ist in 62.342.440 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 2,60 je Aktie eingeteilt ("**STADA Aktien**"). Zum Datum dieses Berichts hält die Gesellschaft 84.273 eigene Aktien. Entsprechend hält die Nidda Healthcare i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG unmittelbar ca. 97,8 % der Anteile an der STADA. Sie ist somit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

In dieser Eigenschaft hat sich die Nidda Healthcare dazu entschlossen, von der rechtlichen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG (im Folgenden der "**Squeeze-out**") Gebrauch zu machen.

Mit Schreiben vom 5. Juni 2020 hat die Nidda Healthcare das förmliche Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Gesellschaft hat den Erhalt dieses förmlichen Verlangens mit einer Pressemitteilung vom 8. Juni 2020 bekannt gemacht.

Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung auf Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme (wie unten definiert) hat die Nidda Healthcare ihr Verlangen vom 5. Juni

2020 mit Schreiben vom 7. August 2020 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 98,51 je Aktie wiederholt und konkretisiert. STADA hat daraufhin am gleichen Tag die Konkretisierung des Verlangens der Nidda Healthcare sowie die Höhe der festgelegten Barabfindung mit einer Pressemitteilung bekannt gemacht und angekündigt, für den 24. September 2020 eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen. Auf dieser außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft soll der Beschluss zur Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft wird mit Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main wirksam. Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die von der Nidda Healthcare unter anderem auf Grundlage einer von der ValueTrust Financial Advisors SE, Theresienstraße 1, 80333 München, ("**ValueTrust**") am 10. August 2020 erstellten gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswert der STADA und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG ("**Gutachtliche Stellungnahme**") festgelegt wurde. Die Gutachtliche Stellungnahme, die sich die Nidda Healthcare in vollem Umfang zu eigen macht, ist als **Anlage 1** beigelegt und integraler Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Das Landgericht Frankfurt am Main hat auf Antrag der Nidda Healthcare vom 9. Juni 2020 mit Beschluss vom 16. Juni 2020 (Az.: 3-05 O 61/20) die ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Breite Straße 29-31, 40213 Düsseldorf, ("**ADKL**") als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Die ADKL prüft die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und wird hierüber einen gesonderten schriftlichen Prüfungsbericht erstatten.

Die Nidda Healthcare hat eine Erklärung der Deutsche Bank AG ("**Deutsche Bank**") im Sinne des § 327b Abs. 3 AktG vom 5. August 2020 erhalten, mit der die Deutsche Bank die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare als Hauptaktionärin übernommen hat, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung zu zahlen. In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften wurde diese Gewährleistungserklärung dem Vorstand der Gesellschaft am 7. August 2020 und damit vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll, übermittelt.

Die Nidda Healthcare erstattet den vorliegenden schriftlichen Bericht i.S.v. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, in dem die Minderheitsaktionäre über die Voraussetzungen für die Übertragung ihrer STADA Aktien informiert werden, und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird.

B Darstellung der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften

I. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der Gesellschaft

Die STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 71290. Der Verwaltungssitz befindet sich in der Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel.

Die Gesellschaft ist ein international tätiger Gesundheitskonzern, der auf eine Zwei-Säulen-Strategie bestehend aus Generika, inklusive Spezialpharmazeutika, und Markenprodukten setzt.

Die Satzung der Gesellschaft existiert in der Fassung vom 5. Juli 2018 ("**Satzung**").

Das Geschäftsjahr entspricht gemäß § 3 der Satzung dem Kalenderjahr.

§ 2 der Satzung definiert den Gegenstand des Unternehmens wie folgt:

(1) *Gegenstand des Unternehmens ist:*

- (a) *die Entwicklung, Prüfung, Herstellung, Zulassung, Bewerbung, der Import und Export sowie der Vertrieb von und der Handel mit Produkten aller Art (einschließlich der damit zusammenhängenden Rohmaterialien und Halbfabrikate) für den weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie sowie auch von E-Zigaretten;*
- (b) *die Einrichtung, der Betrieb, der Erwerb und die Veräußerung von sowie die Beteiligungen an Unternehmen und Unternehmungen mit Aktivitäten im weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie sowie im Bereich der E-Zigaretten;*
- (c) *die Entwicklung und Ausführung von Dienstleistungen aller Art für den weltweiten Gesundheitsmarkt, gegen Entgelt; auch unentgeltliche Dienstleistungen können von der Gesellschaft – insbesondere für Patienten und Konsumenten sowie medizinisch-pharmazeutische Fachkreise – entwickelt und ausgeführt werden, sofern diese geeignet sind, andere Unternehmungen der Gesellschaft zu ergänzen, zu fördern oder zu unterstützen;*
- (d) *das Erwirken, der Erwerb, die Veräußerung, die Lizenznahme oder Lizenzvergabe von sowie der Handel mit immateriellen Wirtschaftsgütern mit Bezug zum weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere von Software und Internetapplikationen sowie von Arzneimittelzulassungen, geistigem*

Eigentum wie Warenzeichen, gewerblichen Schutzrechten und Mitvertriebsrechten für Produkte insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie und im Bereich der E-Zigaretten; die Gesellschaft kann auch direkt oder indirekt über Tochtergesellschaften Lizenzen an Apotheken vergeben, nach denen diese für ausgewählte Produkte einzelne Herstellungsschritte selbst übernehmen können;

- (e) *die Vornahme aller Geschäfte, die zur Erreichung des Gesellschaftszweckes notwendig oder nützlich erscheinen.*
- (2) *Die Gesellschaft ist berechtigt, sich an Unternehmen gleicher oder verwandter Art im In- und Ausland in jeder Form zu beteiligen. Sie kann Zweigniederlassungen oder Repräsentanzen errichten.*

II. Organe und Vertretung

1. Vorstand

Der Vorstand der Gesellschaft besteht gemäß § 9 Abs. 1 Satz 1 der Satzung aus mindestens zwei Mitgliedern. Gemäß § 9 Abs. 1 Satz 2 der Satzung bestimmt der Aufsichtsrat die Anzahl der Vorstandsmitglieder.

Gegenwärtig besteht der Vorstand aus drei Mitgliedern:

- Herrn Peter Goldschmidt, als Vorstandsvorsitzender;
- Herrn Dr. Wolfgang Ollig, als Finanzvorstand; und
- Herrn Miguel Pagan Fernandez, als Vorstand Produktion und Entwicklung.

Nach § 10 Abs. 1 der Satzung wird die Gesellschaft gesetzlich vertreten durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen.

2. Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht gemäß § 12 Abs. 1 der Satzung, § 95 Satz 3 AktG i.V.m. § 4 Abs. 1 des Drittelbeteiligungsgesetzes ("**DrittelbG**") aus neun Mitgliedern, von denen drei Mitglieder nach den Bestimmungen des DrittelbG von den Arbeitnehmern gewählt werden.

Als Vertreter der Anteilseigner gehören dem Aufsichtsrat an:

- Herr Dr. Günter von Au, als Vorsitzender des Aufsichtsrats;
- Herr Dr. Eric Cornut;

- Herr Jan-Nicolas Garbe;
- Herr Benjamin Kunstler;
- Herr Bruno Schick; und
- Herr Dr. Michael Siefke.

Als Vertreter der Arbeitnehmer gehören dem Aufsichtsrat an:

- Herr Markus Damm, als stellvertretender Vorsitzender;
- Herr Dr. Klaus Scheja; und
- Herr Jens Steegers.

3. Beirat

Darüber hinaus besteht bei der Gesellschaft nach § 25 Abs. 1 der Satzung ein Beirat, der dem Vorstand beratend zur Seite steht. Der Beirat kann Empfehlungen und Anregungen gegenüber dem Vorstand der Gesellschaft aussprechen und besteht derzeit aus zehn Mitgliedern. Die gegenwärtigen Mitglieder des Beirats sind Herr Dr. Thomas Meyer (Vorsitzender), Herr Dr. Frank-R. Leu (stellvertretender Vorsitzender), Frau Rika Aschenbrenner, Herr Alfred Böhm, Herr Dr. Stefan Hartmann, Herr Björn Kaufmann, Herr Reimar Michael von Kolczynski, Herr Klaus Lieske, Herr Dr. Achim Luckau und Herr Dr. Wolfgang Schlags.

III. Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsenhandel

1. Grundkapital

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 162.090.344,00 und ist in 62.342.440 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 2,60 je Aktie eingeteilt. Es gibt keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Jede Aktie berechtigt zu einer Stimme. Zum Datum dieses Berichts hält die Gesellschaft 84.273 eigene Aktien, die einem Anteil von 0,14 % am Grundkapital der Gesellschaft entsprechen.

2. Genehmigtes Kapital

Der Vorstand der Gesellschaft ist gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 5. Juni 2023 einmal oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 31.171.215 neuen Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage bis zum Nominalbetrag von

EUR 81.045.159,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2018). Den Aktionären steht grundsätzlich ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien zu, soweit nicht der Vorstand der Gesellschaft das Bezugsrecht in den in § 6 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft aufgeführten Fällen ausschließt.

3. Aktionärsstruktur der Gesellschaft

Die Nidda Healthcare hält im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts 60.886.922 Stück bzw. ca. 97,8 % der Anteile an der STADA i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG. Die Gesellschaft hält 84.273 eigene Aktien. Die übrigen STADA Aktien befinden sich im Streubesitz.

4. Börsenhandel und Delisting

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

STADA hat am 6. November 2018 einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der STADA Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gestellt (Delisting). Mit Ablauf des 27. November 2018 wurde der Handel mit STADA Aktien im General Standard der Deutsche Börse AG eingestellt.

Die Börse Düsseldorf hat die Zulassung der STADA Aktien im Primärmarkt mit Ablauf des 2. Dezember 2019 widerrufen.

Der Handel im Freiverkehr an den Regionalbörsen Berlin, Hannover, München und Stuttgart wurde ebenfalls eingestellt.

Trotz des Delistings werden die STADA Aktien zum Datum dieses Berichts, ohne Veranlassung durch die oder Zustimmung der Gesellschaft, im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.

IV. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Am 19. Dezember 2017 haben STADA und Nidda Healthcare einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.v. § 291 AktG mit der Nidda Healthcare als herrschendes Unternehmen und STADA als beherrschtes Unternehmen abgeschlossen ("BGAV"). Die Gesellschafterversammlung der Nidda Healthcare hat dem BGAV am 19. Dezember 2017 zugestimmt und die außerordentliche Hauptversammlung der STADA hat dem BGAV am 2. Februar 2018 zugestimmt. Der BGAV wurde am 20. März 2018 in das Handelsregister des Sitzes der Gesellschaft eingetragen.

Nach § 1 Abs. 1 des BGAV steht der Nidda Healthcare ein Weisungsrecht gegenüber der Gesellschaft zu. Nidda Healthcare ist danach berechtigt, dem Vorstand der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen hinsichtlich der Leitung von STADA sowie in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses von STADA zu erteilen. Ungeachtet der Beherrschung und des daraus folgenden Weisungsrechts handelt es sich bei der Gesellschaft weiterhin um ein rechtlich selbständiges Unternehmen mit eigenen Organen. Dem Vorstand der Gesellschaft obliegen daher auch weiterhin die Geschäftsführung und die Vertretung der Gesellschaft. Soweit keine Weisungen erteilt werden, hat der Vorstand der Gesellschaft diese weiterhin eigenverantwortlich zu leiten.

Nach § 2 des BGAV ist STADA verpflichtet, ihren ganzen Gewinn an die Nidda Healthcare abzuführen. Die Verpflichtung zur Gewinnabführung gilt seit dem Geschäftsjahr 2018. Die Nidda Healthcare ist ihrerseits nach § 3 des BGAV seit dem Geschäftsjahr 2018 dazu verpflichtet, jeden während der Vertragsdauer sonst – d.h. ohne die Verlustausgleichspflicht – entstehenden Jahresfehlbetrag der Gesellschaft auszugleichen.

Der BGAV sieht in § 4 für jedes volle Geschäftsjahr einen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre von STADA gemäß § 304 AktG in Höhe von EUR 3,53 (dies entspricht einem Betrag von EUR 3,82 vor anfallender Körperschaftsteuer und anfallendem Solidaritätszuschlag) vor. Der Ausgleich war erstmals für das Geschäftsjahr 2018 der STADA zu zahlen. Die von Nidda Healthcare zu leistende Ausgleichszahlung ist jeweils am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung von STADA für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr fällig, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres.

Ferner ist die Nidda Healthcare gemäß § 5 des BGAV verpflichtet, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs von STADA dessen STADA Aktien gemäß § 305 AktG gegen eine Barabfindung in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie zu erwerben.

Verschiedene außenstehende Aktionäre der Gesellschaft haben vor dem Landgericht Frankfurt am Main gegen die Nidda Healthcare fristgemäß ein Spruchverfahren nach §§ 304 Abs. 3 Satz 3, 305 Abs. 5 Satz 2 AktG in Verbindung mit §§ 1 ff. des Spruchverfahrensgesetzes ("**SpruchG**") eingeleitet (Az. 3-05 O 38/18), um die Angemessenheit der Ausgleichs- und Abfindungszahlungen, die den Aktionären der STADA von der Nidda Healthcare im Rahmen des BGAV angeboten worden sind, gerichtlich überprüfen zu lassen. Daher endet die Verpflichtung zum Erwerb der STADA Aktien gemäß § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines außenstehenden Aktionärs im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist. Mit Beschluss vom 27. Juni 2019 hat das Landgericht Frankfurt am Main die Anträge, eine höhere Abfindung als EUR 74,40

und einen höheren Ausgleich als netto EUR 3,53 (brutto EUR 3,82) festzusetzen, als unbegründet zurückgewiesen. Anfang Juli 2019 haben einige der unterlegenen Antragsteller Beschwerde gegen den Beschluss des Landgerichts eingelegt. Wann mit dem Abschluss des Verfahrens zu rechnen ist, ist gegenwärtig nicht absehbar. Die Übertragung der STADA Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Nidda Healthcare als Folge des Squeeze-outs hat keine Auswirkungen auf bereits anhängige Spruchverfahren.

Der BGAV gewährt allen außenstehenden Aktionären einen Anspruch auf Ergänzung der Ausgleichszahlung (§ 4 Abs. 7 des BGAV) oder der Abfindungszahlung (§ 5 Abs. 5 des BGAV), wenn das Gericht im Spruchverfahren rechtskräftig einen höheren Ausgleich oder eine höhere Abfindung festsetzt. Gleiches gilt, wenn sich die Nidda Healthcare gegenüber einem Aktionär der Gesellschaft in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Zahlung eines höheren Ausgleichs- oder Abfindungsbetrags verpflichtet. Der Anspruch auf Ergänzung der Ausgleichs- oder Abfindungszahlung besteht auch für die Aktionäre, die zwischenzeitlich das Abfindungsangebot gemäß § 5 des BGAV angenommen haben. Der Anspruch besteht ferner unabhängig davon, ob der einzelne Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war (vgl. § 13 Satz 2 SpruchG).

Das ordentliche Kündigungsrecht des BGAV ist für STADA ausgeschlossen. Das ordentliche Kündigungsrecht für Nidda Healthcare ist für die ersten fünf aufeinanderfolgenden Zeitjahre ab Beginn des Geschäftsjahrs, in dem der Vertrag wirksam wird, ausgeschlossen. Danach kann der BGAV mit derselben Kündigungsfrist jeweils zum Ende eines späteren Geschäftsjahres ordentlich gekündigt werden (§ 7 Abs. 3 Satz 2 des BGAV). Die Kündigung muss schriftlich erfolgen (§ 7 Abs. 8 des BGAV). Davon unberührt ist nach § 7 Abs. 4 und 5 des BGAV das Recht der Vertragsparteien, den Vertrag bei Vorliegen eines wichtigen Grundes ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist zu kündigen.

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG kraft Gesetzes alle STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin über. Damit bestehen keine außenstehenden Aktionäre der STADA mehr, sodass die Verpflichtung der STADA zur Leistung eines Ausgleichs unter dem BGAV entfällt. Es besteht kein Anspruch auf eine zeitanteilige verminderte Gewährung des Ausgleichs, der nur für ein volles Geschäftsjahr gewährt wird.

V. Geschichte und Geschäftsentwicklung

Die Wurzeln von STADA reichen 125 Jahre bis in das Jahr 1895 zurück, als sich einige Apotheker mit dem Ziel zusammenschlossen, unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten Gemeinschaftspräparate herzustellen. Unter anderem in Berlin, Dresden,

Würzburg und Darmstadt wurden daraufhin Gemeinschaftspräparate in den beteiligten Apotheken hergestellt. Mit der Gründung des Deutschen Apotheker-Vereins wurde die Selbstherstellung pharmazeutischer Spezialitäten von der Herstellung über die Verpackung und Etikettierung bis hin zum Preis geregelt.

Im Zuge der politischen Gleichschaltung regionaler Spezialunternehmen wurde im Jahr 1933 der Deutsche Apotheker-Verein in die Landesgemeinschaft Deutscher Apotheker (St.d.A.) überführt. Nach vielzähligen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen wurde 1995 die heutige Mittelstandsholding mit Sitz in Bad Vilbel errichtet. Im Jahr 1997 begann der Börsengang mit der Platzierung stimmrechtsloser Vorzugsaktien, der im Jahr 1998 mit der Platzierung vinkulierter Stammaktien abschloss. Die neuen finanziellen Mittel ermöglichten STADA ab dem Jahr 1999 die zunehmende Internationalisierung.

Im Jahr 2001 begann STADA unter Einbeziehung von privatem Venture Capital mit der Entwicklung von Biogenerika (heute: Biosimilars). Darüber hinaus trieb STADA die internationale Expansion voran, sodass im Jahr 2001 erstmals die Umsatzschwelle von EUR 500 Millionen überschritten wurde. Im selben Jahr fand eine Wandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien statt und es erfolgte die Aufnahme in das Börsensegment MDAX der Frankfurter Wertpapierbörse. Im Folgejahr erwarb STADA den zweitgrößten spanischen Generika-Anbieter Bayvit S.A. Im Jahr 2004 gelang STADA mit dem Erwerb von ca. 97,5 % der Anteile des russischen Pharmaunternehmens Nizhpharm OJSC ein strategisch wichtiger Schritt zum Ausbau des Geschäfts in Russland. Bis einschließlich 2007 erfolgten weitere wichtige Schritte zur internationalen Expansion, wie zum Beispiel die Akquisition der serbischen Hemofarm-Gruppe. Im Jahr 2008 startete STADA den Vertrieb des Biosimilars mit dem Wirkstoff Epoetin zeta im Rahmen einer von der BIOCEUTICALS Arzneimittel AG erteilten Vertriebslizenz unter dem Markennamen Silapo® in Deutschland. Damit war STADA eines der ersten Unternehmen weltweit, das ein Biosimilar auf den Markt gebracht hat. Im Jahr 2010 platzierte STADA die erste Unternehmensanleihe, wodurch unter anderem diverse weitere nationale und internationale Akquisitionen finanziert werden konnten. Ein Jahr später setzte STADA weitere Maßnahmen im Rahmen des 2011 eingeleiteten Kosteneffizienzprogramms um, wie zum Beispiel den Verkauf einer irischen und zweier russischer Produktionsstätten. Zudem erwarb STADA mit Thornton & Ross Ltd. den fünftgrößten Anbieter im britischen Markt für verschreibungsfreie Produkte (OTC).

Zur Bündelung der IT-Dienstleistungen des STADA Konzerns gründete STADA im Jahr 2013 in Serbien ein IT-Shared-Service-Center. Zusätzlich erweiterte STADA sein Biosimilar-Angebot und platzierte eine zweite Unternehmensanleihe. 2014 richtete STADA das Logistik- und Vertriebszentrum in Dubai ein und erreichte erstmals einen Umsatz von mehr als EUR 2 Milliarden. Im Jahr 2015 platzierte STADA zur Refinanzierung der im selben Jahr auslaufenden Unternehmensanleihe aus 2010 eine

weitere Unternehmensanleihe. Zudem lizenzierte STADA das Biosimilar Pegfilgrastim von der Gedeon Richter AG, um die Biosimilar-Aktivitäten auszubauen. Darüber hinaus erweiterte STADA das Markenprodukt-Portfolio durch den Erwerb der österreichischen SCIOTEC Diagnostics Technologies GmbH. Im Jahr 2016 erhielt STADA die "*positive opinion*" für ein Biosimilar Teriparatid. Des Weiteren erwarb STADA das britische Markenproduktunternehmen Natures Aid Ltd. mit einem international ausgerichteten Nahrungsergänzungsportfolio.

Mitte 2017 bündelte STADA zur Steigerung der Effizienz und Stärkung des nationalen Geschäfts die deutschen Vertriebsfunktionen. Im Rahmen dessen wurde die STADA GmbH auf die STADAvita GmbH und die STADAPharm GmbH auf die cell pharm Gesellschaft für pharmazeutische und diagnostische Präparate mbH verschmolzen. Dabei wurden jeweils die Firma der übertragenden Gesellschaften fortgeführt, sowie die Organisations- und Vertriebsstrukturen in der neuen STADA GmbH (seit dem 1. Juli 2020 firmierend unter dem Namen STADA Consumer Health Deutschland GmbH) bzw. der neuen STADAPHARM GmbH gebündelt.

Ab 2018 trieb der Konzern den strategischen Portfolioausbau in wichtigen Bereichen weiter voran. Im Rahmen dessen wurden beispielsweise die Rechte an dem Sonnenschutzmittel Ladival zurückerworben. Darüber hinaus erfolgte der Erwerb der EMEA-Rechte an der weltweiten Anti-Schuppen-Marke Nizoral. Zudem wurde STADA Mehrheitsaktionärin bei der BIOCEUTICALS Arzneimittel AG und schuf damit eine hervorragende Basis für das weitere Wachstum bei Biosimilars. Im September 2018 wurde Peter Goldschmidt Vorstandsvorsitzender der STADA und startete einen fokussierten Unternehmenskulturprozess. Seit Dezember 2018 wird das Biosimilar mit dem Wirkstoff Epoetin zeta unter dem Markennamen Retacrit™ durch eine von der BIOCEUTICALS Arzneimittel AG erteilte Herstell- und Vertriebslizenz an Pfizer auch in den USA vertrieben.

2019 erwarb STADA ein OTC-Markenprodukt-Portfolio von GlaxoSmithKline und stärkte damit ihr Geschäft mit Hautpflegeprodukten in Europa. Darüber hinaus führte der Konzern in 24 Ländern das Biosimilar Movymia® zur Behandlung von Osteoporose und in 14 europäischen Ländern das Krebsmedikament Bortezomib STADA®, die erste generische und innovative gebrauchsfertige Injektionslösung, ein. Zudem erfolgte der Vertriebsstart der Anti-Schuppen-Marke Nizoral® in Europa, dem Nahen Osten und Afrika. Die Wachstumsstory von STADA setzte sich durch die Übernahme von Walmark, einem führenden Unternehmen im Bereich Consumer-Healthcare in Osteuropa, die Investition von USD 660 Millionen in das OTC-Portfolio von Takeda in Russland/Gemeinschaft Unabhängiger Staaten, die Vereinbarung einer strategischen Partnerschaft für Biosimilars mit der isländischen Alvotech sowie der Übernahme des Geschäfts für rezeptpflichtige Arzneimittel und Consumer-Healthcare-Produkte von Biopharma in der Ukraine fort.

Im Jahr 2020 übernahm STADA 15 etablierte Markenprodukte von GlaxoSmithKline und wurde damit zu einem bedeutenden Anbieter im Bereich Consumer-Healthcare. Zudem schloss der Konzern die Akquisitionen von Walmark in Osteuropa sowie des Takeda-Portfolios in Russland/der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten ab. Mit Bausch + Lomb, einem weltweit führenden Geschäftsbereich für Augengesundheit von Bausch Health Companies Inc., konnten STADA und deren Entwicklungspartner Xbrane Biopharma AB, ein führender nordeuropäischer Biosimilar-Entwickler, eine exklusive Lizenzvereinbarung zur Vermarktung eines in der Entwicklung befindlichen Biosimilar-Kandidaten von Lucentis (Ranibizumab) in den Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada abschließen.

Im ersten Quartal 2020 wurde zudem die Akquisition des FERN-C Portfolios, einem gut etablierten Sortiment an Vitamin-C-haltigen Nahrungsergänzungsmitteln auf den Philippinen abgeschlossen. Des Weiteren wurde auch im selben Quartal das Kundenportfolio der Opti Pharm AG, einem Spezialisten für den Handel und Vertrieb von pharmazeutischen Produkten, in der Schweiz übernommen. Im zweiten Quartal 2020 hat die STADA ihre Anteile an der argentinischen Laboratorio Vannier SA und an der britischen Slam Trading Ltd. veräußert.

VI. Struktur der STADA-Gruppe

1. Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen

Die STADA-Gruppe ist ein international tätiger Gesundheitskonzern. Das Geschäftsmodell ist schwerpunktmäßig auf den Gesundheitsmarkt mit dem Fokus auf den Pharmabereich ausgerichtet. STADA hält zum 31. Dezember 2019 weltweit direkt und indirekt Anteile an 101 zur STADA-Gruppe gehörenden Gesellschaften. Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes von STADA zum 31. Dezember 2019 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigelegt.

2. Konzernleitung durch die STADA

STADA erbringt alle Verwaltungs- und Holdingfunktionen innerhalb der STADA-Gruppe und ist insbesondere verantwortlich für die strategische Konzernentwicklung. Somit ist bei der Bewertung des Ergebnisses von STADA das operative Ergebnis aus den Aktivitäten der Konzerngesellschaften in den Segmenten Generika und Markenprodukte zu berücksichtigen. Einen signifikanten Einfluss auf das Ergebnis haben die strategischen Dienstleistungen aus der Funktion von STADA als Muttergesellschaft bzw. Holding der STADA-Gruppe, die sich auf Funktionen innerhalb der strategischen Wertschöpfungskette beziehen und Warenlieferungen an andere Konzerngesellschaften miteinschließen. Diese strategischen Leistungen werden

STADA von den in Anspruch nehmenden Konzerngesellschaften vergütet. Der Jahresüberschuss von STADA wird darüber hinaus durch Erträge aus Beteiligungen beeinflusst.

3. Führungsstruktur

Die Führungs- und Organisationsstruktur der STADA-Gruppe unterteilt sich in folgende funktionale Bereiche:

a) Vorstandsvorsitz

Nach der Geschäftsordnung für den Vorstand obliegt dem Vorsitzenden des Vorstands neben seinem sonstigen Aufgabenbereich die Koordination aller zugewiesenen Ressorts des Vorstands. Der Vorsitzende des Vorstands repräsentiert den Vorstand und die Gesellschaft gegenüber der Öffentlichkeit, insbesondere gegenüber Behörden, Wirtschaftsorganisationen und Publikationsorganen. Zu seinen Aufgabenbereichen gehören insbesondere auch die Leitung der Bereiche Marketing und Vertrieb (einschließlich der Biotechnologie) sowie Geschäftsentwicklung (*Portfolio Management, Market Research, Global Licensing, Biosimilar Licensing, Global Project Management*). Neben den vorstehenden strategischen Bereichen verantwortet der Vorstandsvorsitzende auch die Bereiche Konzernkommunikation, Personalwesen sowie Recht einschließlich Compliance, Corporate Governance, IP / Patents und Risikomanagement (*Corporate Risk Management*).

b) Finanzen

Im Bereich Finanzen werden zentrale Finanzdienstleistungen zur Überwachung und Steuerung der STADA-Gruppe gebündelt. Hierzu zählen insbesondere die Funktionen des Konzernrechnungswesens und Konzernsteuern (*Corporate Accounting and Corporate Tax*), der Finanzplanung und -analyse (*Corporate Financial Planning & Analyses*), der Unternehmensfinanzierung (*Corporate Treasury*), Unternehmensentwicklung und Unternehmenszusammenschlüsse und -käufe (*Corporate Development and Mergers & Acquisitions*), sowie die Funktionen des Bereichs Konzernsteuern, der Corporate IT, der Konzernrevision (*Internal Audit*) sowie des Bereichs Investorenbeziehungen (*Investor Relations*).

c) Produktion und Entwicklung

Der Vorstand für Produktion und Entwicklung (*CTO*) ist für die reibungslose Produktversorgung der Vertriebsorganisationen der STADA-Gruppe sowie für die Weiterentwicklung des Produktsortiments durch neue Produkte und Technologien verantwortlich. Zu den Aufgabenbereichen zählen die Leitung und Weiterentwicklung der globalen Produktion (*inklusive Local Quality, Engineering & Facility Management*), der Qualitätssicherung (*Corporate Quality Assurance*), der Koordination der externen Lieferanten, die Koordination der Materialversorgung und Lieferketten (*Global Supply Chain Management*), die Auftragsvergabe (*Procurement*) sowie die Leitung der Sicherheits- und Umweltschutzstandards (*Environmental, Health & Safety*), die Leitung der Arzneimittelzulassung, der Arzneimittelsicherheit (*Regulatory & Medical & Clinical Affairs*) sowie der klinischen und pharmazeutischen Entwicklung (*Global Pharmaceutical Development*) und das globale R&D-Projektmanagement.

d) Aktuelle Geschäftsverteilung

Der Vorstand führt die genannten Bereiche in gemeinsamer Verantwortung. Nach der internen Geschäftsverteilung hat Peter Goldschmidt den Vorstandsvorsitz inne, Dr. Wolfgang Ollig leitet den Bereich Finanzen und Miguel Pagan Fernandez den Bereich Produktion und Entwicklung.

VII. Geschäftstätigkeit der STADA-Gruppe

Die STADA-Gruppe ist eine international tätige Unternehmensgruppe im Bereich Gesundheitswesen mit Fokus auf der Entwicklung, der Herstellung, der Vermarktung, und dem Vertrieb pharmazeutischer Produkte, für die keine gewerblichen Schutzrechte, insbesondere Patente, mehr bestehen. Die STADA-Gruppe ist auf einen relativ konjunkturunabhängigen Wachstumsmarkt ausgerichtet.

Zu den wichtigsten Kundengruppen der STADA-Gruppe zählen Patienten und Verbraucher, Ärzte, Apotheken und Apothekenketten, Krankenhäuser, Versandhändler, Einkaufsgemeinschaften sowie Kostenträger in Form von gesetzlichen oder privaten Krankenkassen. Der Vertriebsfokus liegt auf unterschiedlichen Zielgruppen, abhängig vom jeweiligen Markt.

1. Segment Generika

Im Generika-Segment, das derzeit einen Anteil von rund 58,8 % des Konzernumsatzes ausmacht, verfügt STADA über ein umfassendes Portfolio inklusive ausgewählter Biosimilars. Biosimilars sind Arzneimittel mit einem biotechnologisch hergestellten Wirkstoff, die im Vergleich mit einem sich bereits im Markt befindlichen Erstanbieterprodukt entwickelt wurden. Sie sind diesem so ähnlich, dass sie eine nachgewiesene therapeutische Äquivalenz aufweisen und in Bezug auf Sicherheit und Qualität vergleichbar sind.

Angesichts dessen, dass Generika im Vergleich zu den häufig deutlich teureren Originalpräparaten eine kostengünstige Alternative darstellen und damit einen wesentlichen Beitrag zu der finanziellen Entlastung von Gesundheitssystemen leisten, verfügt dieser Bereich über entsprechende Wachstumspotenziale. In diesem Segment sind die Aktivitäten von STADA unter anderem auf die Erschließung von Märkten mit bislang relativ geringer Marktpenetration ausgerichtet. Darüber hinaus baut der Konzern mit Blick auf die Wachstumsmöglichkeiten sein Biosimilar-Portfolio kontinuierlich aus. Zum Ausbau ihres Biosimilar-Portfolios schließt die STADA-Gruppe aus Effizienzgründen mit ausgewählten Anbietern strategische Partnerschaften zur gemeinschaftlichen Entwicklung von Biosimilars.

2. Segment Markenprodukte

Das Markenprodukte-Segment zeichnet sich insbesondere durch die hohe Margenattraktivität aus. Es hat derzeit einen Anteil von rund 41,2 % des bereinigten Konzernumsatzes. Die STADA-Gruppe verfolgt im Segment Markenprodukte ein Konzept der so genannten "starken Marken", das auf einen hohen Bekanntheitsgrad der Produkte setzt.

Zu dem Segment Markenprodukte gehören bei STADA vor allem verschreibungsfreie (OTC), unter einem Markennamen bekannte verschreibungspflichtige (RX) und verschreibungsfähige Produkte (OTX). Mit Blick auf die bestehenden Wachstumschancen treibt STADA sowohl den kontinuierlichen Ausbau des Markenprodukt-Portfolios als auch die zunehmende Internationalisierung erfolgreicher Marken voran. Während bei der Vermarktung von Generika ein günstiger Preis im Vordergrund steht, liegt der Schwerpunkt bei dem Vertrieb von Markenprodukten neben der Produkteigenschaft insbesondere auf dem Markennamen.

VIII. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der STADA-Gruppe

Der folgende Abschnitt enthält eine kurze Darstellung der geschäftlichen Entwicklung und Ergebnissituation der STADA-Gruppe. Weitere Informationen hierzu finden sich in der Gutachtlichen Stellungnahme.

Die nachfolgend dargestellten Finanzangaben sind ohne Anpassungen den geprüften Konzernabschlüsse der STADA-Gruppe für die am 31. Dezember 2019, 31. Dezember 2018 und 31. Dezember 2017 endenden Geschäftsjahre ("**Geschäftsjahr 2019**", "**Geschäftsjahr 2018**" und "**Geschäftsjahr 2017**") entnommen. Die Konzernabschlüsse wurden gemäß IFRS und den gemäß § 315a Abs. 1 des Handelsgesetzbuches ("**HGB**") (in der bis zum 31. Dezember 2019 geltenden Fassung) ergänzend zu berücksichtigenden handelsrechtlichen Vorschriften erstellt. Soweit nicht anders angegeben, sind die genannten Werte kaufmännisch gerundet.

1. Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2019, 2018 und 2017

Finanzkennzahlen in EUR Mio.	2019	2018	2017
Konzernumsatz gesamt	2.608,6	2.330,8	2.313,9
• Generika	1.534,7	1.382,8	1.361,7
• Markenprodukte	1.073,9	948,0	952,2
Operatives Ergebnis	385,8	378,1	192,3
EBITDA	612,8	530,6	363,8
<i>Bereinigtes EBITDA</i>	<i>625,5</i>	<i>503,5</i>	<i>433,9</i>
EBIT	385,8	381,8	194,6
Ergebnis vor Steuern (EBT)	340,7	342,9	147,7
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	444,1	320,3	262,9

Vermögens-/Kapitalstruktur in EUR Mio.	2019	2018	2017
Bilanzsumme	3.859,4	3.560,1	3.204,5
Langfristige Vermögenswerte	2.284,0	2.113,8	1.880,6
Kurzfristige Vermögenswerte	1.575,4	1.446,3	1.323,9
Eigenkapital	1.195,5	1.178,0	1.006,4
Eigenkapitalquote in Prozent	31,0 %	33,1 %	31,4 %
Langfristiges Fremdkapital	1.411,8	1.102,4	157,6

Kurzfristiges Fremdkapital	1.252,1	1.279,7	2.040,5
Nettoverschuldung	1.078,8	1.079,5	1.054,7

Investitionen/Abschreibungen in EUR Mio.	2019	2018	2017
Investitionen gesamt	282,2	422,2	113,6
• in immaterielle Vermögenswerte	197,7	368,6	57,3
• in Sachanlagen	80,0	53,3	56,0
• in Finanzanlagen/assoziierte Unternehmen	4,5	0,3	0,3
Abschreibungen gesamt	235,6	164,7	183,2
• auf immaterielle Vermögenswerte	178,3	129,9	142,1
• auf Sachanlagen	56,7	34,8	40,7
• auf Finanzanlagen	0,6	–	0,4

Mitarbeiter/-innen	2019	2018	2017
Anzahl (Jahresdurchschnitt)	10.626	10.247	10.832
Anzahl (stichtagsbezogen)	11.100	10.416	10.176

2. Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der STADA-Gruppe im Geschäftsjahr 2019

2019 verzeichnete die STADA-Gruppe ein erfolgreiches Geschäftsjahr. Neben dem Anstieg der Umsatz- und Ertragskennzahlen erzielte die STADA-Gruppe weitere Fortschritte bei ihrem Transformationsprozess. Die im Geschäftsbericht 2018 veröffentlichte Prognose konnte erreicht werden.

Unter Herausrechnung von Umsatzeinflüssen, die auf Veränderungen im Konzern-Portfolio und Währungseffekten basieren, stieg der bereinigte Konzernumsatz um 8 % auf EUR 2.608,6 Millionen (Vorjahr: EUR 2.410,7 Millionen). Das Wachstum resultierte insbesondere aus Umsatzsteigerungen in Deutschland, Italien, Spanien und Frankreich im Generika-Segment sowie in Deutschland, Großbritannien und Italien im Markenprodukt-Segment.

Der im Geschäftsjahr 2019 erreichte Anstieg des ausgewiesenen operativen Ergebnisses um 2 % auf EUR 385,8 Millionen (Vorjahr: EUR 378,1 Millionen) resultierte vor allem aus der Steigerung im deutschen, italienischen, bel-

gischen, spanischen und französischen Generika-Segment sowie im britischen und italienischen Markenprodukt-Segment. Der Zuwachs des bereinigten operativen Ergebnisses um 25 % auf EUR 489,0 Millionen (Vorjahr: EUR 392,7 Millionen) war insbesondere auf die zuvor genannten Steigerungen der operativen Ergebnisse in Deutschland, Italien, Belgien, Spanien, Großbritannien und Frankreich zurückzuführen. Der Zuwachs beim ausgewiesenen EBITDA um 15 % auf EUR 612,8 Millionen (Vorjahr: EUR 530,6 Millionen) basierte auf gegenläufigen Effekten. Einerseits gab es die zuvor genannten Verbesserungen der operativen Ergebnisse in Deutschland, Italien, Belgien, Spanien, Frankreich und Großbritannien. Andererseits war das ausgewiesene EBITDA unter anderem durch Aufwendungen für verschiedene Transformationsprojekte geprägt. Die Steigerung des bereinigten EBITDA um 24 % auf EUR 625,5 Millionen (Vorjahr: EUR 503,5 Millionen) war größtenteils auf die bereits für das operative Ergebnis genannten Effekte zurückzuführen.

Im Geschäftsjahr 2019 addierten sich die Sondereffekte zu einer Ertragsbelastung in Höhe von EUR 103,2 Millionen vor Steuern bzw. EUR 96,7 Millionen nach Steuern.

Die Herstellungskosten erhöhten sich im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.239,2 Millionen (Vorjahr: EUR 1.139,5 Millionen). Diese Entwicklung basierte auf gegenläufigen Effekten. Positiv wirkten sich Verbesserungen der Einkaufskonditionen aus. Einen gegenläufigen Effekt hatten erhöhte Abschreibungen, resultierend unter anderem aus neuen Produktakquisitionen. Insgesamt entwickelten sich die Herstellungskosten unterproportional zum Umsatz. Die Herstellungskostenquote verbesserte sich somit auf 47,5 % (Vorjahr: 48,9 %). Das Bruttoergebnis vom Umsatz stieg auf EUR 1.369,3 Millionen (Vorjahr: EUR 1.191,3 Millionen). Dabei verbesserte sich die Bruttomarge auf 52,5 % (Vorjahr: 51,1 %) – maßgeblich auf Grund der im 2. Quartal 2019 erfolgten Einführung von Bortezomib STADA®. Die Vertriebskosten stiegen auf EUR 581,6 Millionen (Vorjahr: EUR 538,6 Millionen). Diese Entwicklung basierte im Wesentlichen auf Investitionen in den Vertrieb im Generika- und Markenprodukt-Bereich in Großbritannien, Italien und Spanien. Die Vertriebskostenquote belief sich auf 22,3 % (Vorjahr: 23,1 %). Die allgemeinen Verwaltungskosten zeigten einen Anstieg auf EUR 214,8 Millionen (Vorjahr: EUR 183,7 Millionen). Ihr Anteil am Konzernumsatz betrug 8,2 % (Vorjahr: 7,9 %). Die Steigerung resultierte unter anderem aus den Aufwendungen für verschiedene Transformationsprojekte. Die Forschungs- und Entwicklungskosten lagen bei EUR 72,8 Millionen (Vorjahr: EUR 72,3 Millionen). Die umsatzbezogene Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten belief sich auf 2,8 % (Vorjahr: 3,1 %). In den von

STADA ausgewiesenen Entwicklungskosten sind die nicht aktivierbaren Entwicklungsaufwendungen enthalten, die insbesondere die Kosten für regulatorische Anforderungen und die Optimierung von bestehenden Produkten umfassen. Diese Kostenposition beinhaltet keine Zahlungen für die Entwicklung von neuen Produkten, da diese von STADA in der Regel aktiviert werden. Im Geschäftsjahr 2019 wurden für neue Produkte Entwicklungsaufwendungen in Höhe von EUR 20,4 Millionen (Vorjahr: EUR 20,4 Millionen) aktiviert. Dies entspricht einer Aktivierungsquote von 21,9 % (Vorjahr: 22,0 %). In diesem Betrag sind nicht die aktivierten Fremdkapitalkosten und die Aktivierung von Software in Höhe von insgesamt EUR 4,6 Millionen enthalten (Vorjahr: EUR 3,3 Millionen). Die sonstigen Erträge reduzierten sich auf EUR 42,7 Millionen (Vorjahr: EUR 84,4 Millionen). Diese Entwicklung war maßgeblich auf die im Vorjahr in dieser Position enthaltenen Erträge aus der Kapitalkonsolidierung der BIOCEUTICALS Arzneimittel AG zurückzuführen. Die anderen Aufwendungen erhöhten sich auf EUR 157,0 Millionen (Vorjahr: EUR 103,1 Millionen). Dies basierte im Wesentlichen auf erfassten Wertminderungen des Anlagevermögens außer Geschäfts- oder Firmenwerten. Darüber hinaus waren in dieser Position Personalaufwendungen enthalten, welche im Geschäftsjahr 2019 im Wesentlichen aus Abfindungen für ein BPO-Restrukturierungsprogramm sowie aus Aufwendungen infolge der Veränderungen im Management resultierten. Die finanziellen Aufwendungen nahmen auf EUR 48,6 Millionen zu (Vorjahr: EUR 44,6 Millionen) – maßgeblich bedingt durch gestiegene Zinsaufwendungen. Das Finanzergebnis, das sich insbesondere aus den finanziellen Erträgen und den finanziellen Aufwendungen zusammensetzt, lag bei EUR -45,1 Millionen (Vorjahr: EUR -35,2 Millionen). Die größte operativ bedingte Einzelposition stellte dabei der Zinsaufwand in Höhe von EUR 48,6 Millionen dar (Vorjahr: EUR 44,6 Millionen).

3. Ausblick für das Geschäftsjahr 2020

Die im Geschäftsbericht 2019 der STADA veröffentlichte Prognose für das Geschäftsjahr 2020 konnte noch nicht die Folgen der Covid-19-Pandemie berücksichtigen. Im 1. Halbjahr 2020 hat sich gezeigt, dass die Geschäftsentwicklung von der Pandemie deutlich beeinflusst wurde. Hiervon betroffen war insbesondere das gesamtwirtschaftliche Wachstum inklusive der Entwicklung des Gesundheitsmarkts mit Auswirkungen sowohl für das Generika- als auch das OTC-Geschäft. Aus diesem Grund geht der Vorstand der Gesellschaft aus jetziger Sicht davon aus, dass das Geschäftsjahr 2020 auch im weiteren Verlauf von der Covid-19-Pandemie signifikant geprägt sein wird. Ungeachtet dessen strebt der Vorstand der Gesellschaft ein Wachstum

des um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigten Konzernumsatzes und des um Sondereffekte bereinigten EBITDA an.

IX. Mitarbeiter und Mitbestimmung der STADA-Gruppe

1. Mitarbeiter

Die STADA-Gruppe beschäftigte zum 31. Dezember 2019 weltweit 11.100 Arbeitnehmer (Vorjahr: 10.416). Im zwölfmonatigen Durchschnitt waren im Geschäftsjahr 2019 1.154 Mitarbeiter in Deutschland beschäftigt. Von den durchschnittlich 1.154 Mitarbeitern in Deutschland waren durchschnittlich 902 am Konzernsitz in Bad Vilbel beschäftigt. An den ausländischen Konzernstandorten waren durchschnittlich 9.472 Mitarbeiter angestellt.

2. Mitbestimmung

Der Aufsichtsrat von STADA besteht aus neun Mitgliedern, von denen drei Mitglieder nach den Bestimmungen des DrittelbG von den Arbeitnehmern gewählt werden.

C Darstellung der Nidda Healthcare

I. Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr der Nidda Healthcare

Nidda Healthcare wurde mit Gesellschaftsvertrag vom 25. August 2017 ("**Gesellschaftsvertrag**") gegründet und am 7. September 2017 im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet c/o STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel.

Unternehmensgegenstand von Nidda Healthcare ist die Verwaltung eigenen Vermögens sowie der Erwerb, die Veräußerung, das Halten und die Verwaltung von Beteiligungen an anderen Unternehmen mit Aktivität im Gesundheitsmarkt im In- und Ausland. Ausgenommen vom Unternehmensgegenstand sind Bankgeschäfte oder erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen nach dem Kreditwesengesetz.

Das Stammkapital von Nidda Healthcare beträgt EUR 25.000,00 und ist in 25.000 Geschäftsanteile mit den laufenden Nummern 1 bis 25.000 mit einem Nennbetrag von jeweils EUR 1,00 eingeteilt. Das Stammkapital ist vollständig eingezahlt. Alleingesellschafterin ist die Nidda Holding (wie unter Abschnitt C, Unterabschnitt III definiert).

Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

II. Gesellschaftsorgane der Nidda Healthcare und Vertretung

Gemäß § 6 Abs. 1 des Gesellschaftsvertrags besteht die Geschäftsführung aus einer oder mehreren Personen, die von der Gesellschafterversammlung bestellt und abberufen werden. Gemäß § 7 Abs. 1 ihres Gesellschaftsvertrags wird Nidda Healthcare – sofern nur ein Geschäftsführer bestellt ist – durch einen Geschäftsführer und im Übrigen durch zwei Geschäftsführer gemeinsam oder durch einen Geschäftsführer zusammen mit einem Prokuristen vertreten.

Nidda Healthcare hat gegenwärtig zwei Geschäftsführer:

- Andreas Grundhöfer, einzelvertretungsberechtigt, mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen;
- Dr. Wolfgang Ollig, einzelvertretungsberechtigt, mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.

Nidda Healthcare verfügt weder über einen Aufsichtsrat noch über ein dem Aufsichtsrat entsprechendes Organ.

III. Gesellschaftsstruktur der Nidda Healthcare

Eine vereinfachte Übersicht der mit Nidda Healthcare verbundenen Unternehmen ("**Nidda Konzern**") wird diesem Übertragungsbericht als **Anlage 6** beigefügt.

Alleinige Gesellschafterin der Nidda Healthcare ist die Nidda Healthcare Holding GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109897 ("**Nidda Holding**").

Alleinige Gesellschafterin der Nidda Holding ist die Nidda BondCo GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110003 ("**Nidda Bondco**").

Alleinige Gesellschafterin der Nidda Bondco ist die Nidda German Midco GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110001 ("**Nidda German Midco**").

Alleinige Gesellschafterin der Nidda German Midco ist die Nidda German Topco GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in

Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110007 ("**Nidda German Topco**").

Alleinige Gesellschafterin der Nidda German Topco ist die Nidda Midco S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister des Großherzogtums Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B213313 ("**Nidda Lux Midco**").

Die Mehrheitsgesellschafterin, mit einem Anteil von 98,38 % des Grundkapitals und 100 % der Stimmrechte der Nidda Lux Midco ist die Nidda Topco S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach dem Recht von Luxemburg mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister des Großherzogtums Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B213311 ("**Nidda Lux Topco**"). Die Nidda Lux Midco hat einen Minderheitsgesellschafter, der keinen beherrschenden Einfluss hat.

Die Mehrheitsgesellschafter der Nidda Lux Topco sind Universe Luxembourg S.C.A., eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (*société en commandite par actions*) nach dem Recht von Luxemburg mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister des Großherzogtums Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B212953 ("**Bain Capital Holdco**"), und Ciddan S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister des Großherzogtums Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B213741 ("**Cinven Holdco**"). Bain Capital Holdco und Cinven Holdco halten jeweils 49,78 % der Geschäftsanteile und der Stimmrechte an der Nidda Lux Topco und stimmen ihr Verhalten auf Grundlage eines Konsortialvertrages und einer Investmentvereinbarung im Sinne einer Mehrmütterschaft ab. Minderheitsgesellschafter der Nidda Lux Topco sind bestimmte Führungskräfte der Gesellschaft, die ihre Beteiligung entweder indirekt über eine Managementbeteiligungsgesellschaft oder direkt persönlich halten und jeweils keinen beherrschenden Einfluss haben.

1. Bain Capital Holdco beherrschende Gesellschaften

Unmittelbare und mittelbare Gesellschafter der Bain Capital Holdco sind verschiedene Fonds- und Verwaltungsgesellschaften der Bain Capital Fonds sowie einzelne Gesellschafter mit Minderheitsanteilen, die keinen beherrschenden Einfluss ausüben. Die Fonds- und Verwaltungsgesellschaften der Bain

Capital Fonds werden von der Bain Capital Investors, LLC, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) nach dem Recht des Bundesstaates Delaware, Vereinigte Staaten von Amerika, mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten von Amerika, beherrscht.

2. **Cinven Holdco beherrschende Gesellschaften**

Unmittelbare und mittelbare Gesellschafter der Cinven Holdco sind verschiedene Fonds- und Verwaltungsgesellschaften des Sixth Cinven Fund sowie einzelne Gesellschafter mit Minderheitsbeteiligung ohne beherrschenden Einfluss. Die Fonds- und Verwaltungsgesellschaften des Sixth Cinven Fund werden von der Cinven (Luxco 1) S.A., einer Aktiengesellschaft (*société anonyme*) nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxemburg und eingetragen im Handels- und Unternehmensregister von Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B163382, beherrscht. Bei der unmittelbaren Tochtergesellschaft der Cinven (Luxco 1) S.A., der Cinven Capital Management (VI) General Partner Limited, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Guernsey mit Sitz in St. Peter Port, Guernsey, und eingetragen im Unternehmensregister (*registry of companies*) von Guernsey, handelt es sich um den Fondsmanager bestimmter Gesellschaften des Sixth Cinven Fund im Sinne einer Kapitalverwaltungsgesellschaft.

3. **Wesentliche Unternehmenskennzahlen der Nidda Healthcare**

Die nachfolgenden Kennzahlen entstammen den Jahresabschlüssen der Nidda Healthcare zu den Geschäftsjahren 2019, 2018 und 2017; diese sind gerundet.

In Millionen EUR	Geschäftsjahr 2019	Geschäftsjahr 2018	Geschäftsjahr 2017
Jahresüberschuss/ Jahresfehlbetrag	259,9	75	26,9
Eigenkapital	2.082,1	2.082,1	2.081,6
Umsatzerlöse	3,7	4,8	0

D Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an STADA durch Nidda Healthcare

I. Historie des Erwerbs von STADA Aktien durch Nidda Healthcare

1. Übernahmeangebot

Nidda Holding hat am 19. Juli 2017 ein öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb sämtlicher STADA Aktien veröffentlicht ("**Übernahmeangebot**"). Die Annahmefrist des Übernahmeangebots endete am 16. August 2017. Die weitere Annahmefrist endete am 1. September 2017. Das Übernahmeangebot wurde bis zum Ende der Annahmefrist für 39.749.517 STADA Aktien angenommen. Das Übernahmeangebot wurde bis zum Ende der weiteren Annahmefrist für weitere 66.813 STADA Aktien angenommen.

Insgesamt hat Nidda Holding daher auf diesem Weg 39.816.330 STADA Aktien erworben, was ungefähr 63,87 % des eingetragenen Grundkapitals und der Stimmrechte von STADA entspricht.

2. Weitere Zukäufe

Zwischen dem 21. August 2017 und dem 23. August 2017 hat die Nidda Holding weitere STADA Aktien über die Börse erworben, nämlich 443.208 STADA Aktien am 21. August 2017, 15.064 STADA Aktien am 22. August 2017 und 420.611 STADA Aktien am 23. August 2017.

3. Einbringung der STADA Aktien in Nidda Healthcare

Der Gesellschaftsvertrag von Nidda Healthcare sieht vor, dass die Nidda Holding die zum Gründungszeitpunkt am 25. August 2017 bereits in ihrem Eigentum stehenden 40.207.789 STADA Aktien – sich zusammensetzend aus den im Rahmen des Übernahmeangebots zum Verkauf angedienten 39.749.517 STADA Aktien sowie den über die Börse am 21. August 2017 erworbenen 443.208 STADA Aktien und am 22. August 2017 erworbenen 15.064 STADA Aktien – als Sacheinlage einbringt. Mit Einbringungsvertrag vom selben Tag hat die Nidda Holding 40.207.789 STADA Aktien auf die Nidda Healthcare übertragen.

Die von der Nidda Holding am 23. August 2017 über die Börse erworbenen 420.611 STADA Aktien wurden mit Einbringungsvertrag vom 28. August 2017 an Nidda Healthcare übertragen.

Die der Nidda Holding bis zum Ablauf der weiteren Angebotsfrist zum Erwerb angebotenen 66.813 STADA Aktien wurden an die Nidda Healthcare mit Einbringungsvertrag vom 15. September 2017 übertragen.

4. BGAV

Vom 20. März 2018 bis zum Zeitpunkt dieses Berichts wurden 41.355 STADA Aktien durch die Nidda Healthcare auf Grundlage von § 5 des BGAV auf Verlangen von außenstehenden Aktionären gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie erworben, was ungefähr 0,07 % des eingetragenen Grundkapitals und der Stimmrechte von STADA entspricht.

5. Delistingangebot

Am 11. Oktober 2018 hat Nidda Healthcare den Aktionären der STADA ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Erwerb sämtlicher ausstehenden STADA Aktien zu einem Angebotspreis von EUR 81,73 je STADA Aktie unterbreitet. Das Angebot endete am 8. November 2018 um 24 Uhr (MESZ). Das Angebot wurde insgesamt für 17.639.245 STADA Aktien angenommen. Dies entspricht einem Anteil von ca. 28,33 % des eingetragenen Grundkapitals und der Stimmrechte der Gesellschaft.

6. Aktienkaufverträge

Nach Ablauf der Angebotsfrist hat Nidda Healthcare zwischen dem 17. März 2020 und dem 15. Mai 2020 zudem außerbörslich insgesamt weitere 2.469.314 STADA Aktien erworben, was ungefähr 3,96 % des eingetragenen Grundkapitals und der Stimmrechte von STADA entspricht.

II. Gegenwärtige Beteiligungshöhe

Infolgedessen hält Nidda Healthcare zum Zeitpunkt dieses Übertragungsberichts insgesamt 60.886.922 STADA Aktien, was einem Anteil von 97,8 % der Anteile an der STADA i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG und der Stimmrechte der Gesellschaft entspricht.

E Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

Nidda Healthcare möchte von der in §§ 327a ff. AktG vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machen, sich als Hauptaktionärin die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen. Im Folgenden sollen die wesentlichen Beweggründe für das Übertragungsverlangen dargelegt werden.

I. Beschleunigte Beschlussfassung der Hauptversammlung

Nach Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare wird sie die alleinige Aktionärin der Gesellschaft sein. Aus diesem Grund

können Hauptversammlungsbeschlüsse zukünftig kurzfristig und ohne Beachtung der für eine Publikumshauptversammlung geltenden Form- und Fristvorschriften und ohne Beachtung von Schutzvorschriften zugunsten der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Somit kann die Nidda Healthcare zukünftig schnell und effektiv auf veränderte Umstände und Marktverhältnisse reagieren. Auch erforderliche Strukturmaßnahmen unter Einbeziehung der Hauptversammlung können schneller und kostengünstiger umgesetzt werden. Dies gilt auch deshalb, weil durch die Übertragung die Gefahr von Verzögerungen erforderlicher Struktur- und Kapitalmaßnahmen durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären ausgeschlossen wird. Solche zeit- und kostenintensiven Verfahren können personelle und finanzielle Ressourcen der Gesellschaft binden, die nach dem Squeeze-out anderweitig eingesetzt werden können.

II. Kosteneinsparung

Durch den Wegfall des Erfordernisses einer Publikumshauptversammlung können auch die damit einhergehenden erheblichen Kosten eingespart werden. Dazu gehören insbesondere Kosten für die rechtliche Vorbereitung und die Durchführung der Hauptversammlung, zum Beispiel bei der Erstellung von Berichten oder bei der Aufbereitung der Informationen für die Aktionäre.

Im Übrigen entfällt mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre die Notwendigkeit, den im BGAV vorgesehenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre von STADA zu zahlen. STADA spart dadurch erhebliche Kosten ein.

III. Keine alternativen Strukturmaßnahmen

Abgesehen vom Squeeze-out sind keine alternativen Strukturmaßnahmen (insbesondere Unternehmensverträge) ersichtlich, mit denen die oben genannten Vorteile in gleicher Weise erreicht werden könnten.

F Voraussetzungen für die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre

I. Überblick über die gesetzlichen Voraussetzungen

Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionärin), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

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

Die Höhe der Barabfindung legt die Hauptaktionärin fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere vom zuständigen Landgericht ausgewählte(n) und bestellte(n) sachverständige(n) 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.

Die Hauptaktionärin 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.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat die Hauptaktionärin vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistung des Kreditinstituts erfolgt im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter i.S.d. § 328 BGB, hier also zugunsten der Minderheitsaktionäre, so dass diese einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen das Kreditinstitut für den Fall erlangen, dass die Hauptaktionärin die Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig zahlt.

Gemäß § 327c Abs. 3 AktG sind von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre (i) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung, (ii) die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, (iii) dieser Übertragungsbericht der Hauptaktionärin und (iv) der Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers auszulegen. Jeder Aktionär kann verlangen, dass ihm unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt wird, § 327c Abs. 4 AktG. Nach § 327c Abs. 5 AktG entfallen diese vorgenannten Pflichten, wenn die genannten Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung an auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind. Zusätzlich müssen diese Unterlagen in der Hauptversammlung zugänglich gemacht werden, § 327d Satz 1 AktG. Ferner sieht § 327d Satz 2 AktG vor, dass der Vorstand der Hauptaktionärin Gelegenheit geben kann, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Barabfindung zu Beginn der Verhandlung mündlich zu erläutern.

Die Hauptversammlung hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin zu beschließen, § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Für die Beschlussfassung genügt gemäß § 23 Abs. 1 der Satzung in Verbindung mit § 133 Abs. 1 AktG die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen.

Der Vorstand der Gesellschaft hat den durch die Hauptversammlung gefassten Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden, § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin über. Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen die Hauptaktionärin auf Zahlung der festgelegten Barabfindung. Sind über die Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verbriefen sie bis zu ihrer Aushändigung an die Hauptaktionärin nur den Anspruch auf die Barabfindung, § 327e Abs. 3 Satz 2 AktG.

Zu beachten ist schließlich, dass § 327f AktG eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses gestützt auf § 243 Abs. 2 AktG oder darauf, dass die durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist, ausschließt. Vielmehr wird die Angemessenheit der Barabfindung, sollte hierüber Uneinigkeit bestehen, in einem sogenannten Spruchverfahren auf Antrag gerichtlich überprüft. Das Gleiche gilt, wenn die Hauptaktionärin eine Barabfindung nicht oder nicht ordnungsgemäß angeboten hat und eine hierauf gestützte Anfechtungsklage innerhalb der Anfechtungsfrist nicht erhoben, zurückgenommen oder rechtskräftig abgewiesen worden ist.

II. Beteiligung der Nidda Healthcare am Grundkapital der Gesellschaft

Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von EUR 162.090.344,00 ist in 62.342.440 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 2,60 je Aktie eingeteilt. Da die Gesellschaft Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der von der Hauptaktionärin nach § 327a Abs. 1 AktG zu haltende Anteil in Höhe von 95 % des Grundkapitals nach der Zahl der Aktien, § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 AktG.

95 % des Grundkapitals der Gesellschaft entsprechen demnach 59.145.259 Stückaktien.

Die Nidda Healthcare hält derzeit gemäß der als **Anlage 4** beigefügten Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services S.C.A. selbst und unmittelbar insgesamt 60.886.922 bzw. ca. 97,8 % der Anteile an der STADA i.S.v. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG.

Die vorgenannten Beteiligungsverhältnisse bestehen seit dem Tag der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts unverändert fort.

Somit ist die Nidda Healthcare Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

III. Verlangen der Nidda Healthcare auf Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre

Die Nidda Healthcare hat mit Schreiben an den Vorstand der Gesellschaft vom 5. Juni 2020, wiederholt und konkretisiert mit Schreiben vom 7. August 2020 an den Vorstand der Gesellschaft, das förmliche Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf sie als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Eine Kopie des Schreibens vom 7. August 2020 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 2** beigefügt.

IV. Festlegung der Barabfindung

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Die Höhe der Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin berücksichtigen, § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 AktG.

Nidda Healthcare hat als Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung mit

EUR 98,51 je STADA Aktie

festgelegt.

Bei der Festlegung der angemessenen Höhe der Barabfindung wurde Nidda Healthcare von ValueTrust unterstützt. ValueTrust hat den Unternehmenswert der Gesellschaft anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt. Die Nidda Healthcare macht sich die von ValueTrust erstellte Gutachtliche Stellungnahme vollumfänglich zu eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. In ihrer Stellungnahme kommt ValueTrust zu dem Schluss, dass EUR 98,51 je STADA Aktie die angemessene Barabfindung darstellt.

V. Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG

Die Deutsche Bank hat am 5. August 2020 eine Gewährleistungserklärung ausgestellt, mit der sie die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare als Hauptaktionärin der Gesellschaft, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen STADA Aktien zu

bezahlen, für den Fall übernommen hat, dass die Nidda Healthcare die von ihr festgelegte Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig (d.h. unverzüglich i.S.d. § 121 Abs. 1 Satz 1 BGB nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister) bezahlt. Von weiteren Bedingungen oder Befristungen ist die Zahlung der Deutsche Bank nicht abhängig. Insbesondere sind Einwendungen und Einreden der Deutsche Bank aus ihrem Verhältnis zur Nidda Healthcare gegenüber den Minderheitsaktionären ausgeschlossen.

Diese Gewährleistung erfolgte im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter i.S.d. § 328 BGB, so dass jedem Minderheitsaktionär ein unmittelbarer Zahlungsanspruch gegenüber der Deutsche Bank zusteht. Die Gewährleistung umfasst auch eine etwaige Abfindungserhöhung im Vorfeld der Beschlussfassung der Hauptversammlung sowie den Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Verzinsung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG. Nicht erfasst wird jedoch der Differenzbetrag bei einer etwaigen nachträglichen Erhöhung der Barabfindung durch das Gericht im Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG. Die Gewährleistung umfasst demnach nur die durch die Hauptaktionärin bzw. die Hauptversammlung festgelegte Barabfindung.

In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG hat die Nidda Healthcare die vorgenannte Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank dem Vorstand am 7. August 2020 und daher vor Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entscheiden soll, übermittelt.

Die Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigefügt.

VI. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Mit Beschluss vom 16. Juni 2020 (Az.: 3-05 O 61/20) hat das Landgericht Frankfurt am Main auf Antrag der Nidda Healthcare die ADKL als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt.

In Übereinstimmung mit § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG wird die ADKL über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einen gesonderten Bericht verfassen. Der Bericht wird gemäß § 327c Abs. 3 Nr. 4 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht.

VII. Im Vorfeld der Hauptversammlung zugängliche Unterlagen

Von der Einberufung der Hauptversammlung an werden die folgenden Unterlagen über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht, § 327c Abs. 3 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG:

- (1) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung;
- (2) die Jahresabschlüsse und Lageberichte der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2019, 2018 und 2017;
- (3) dieser Übertragungsbericht der Nidda Healthcare einschließlich seiner Anlagen, namentlich
 - Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE zur Ermittlung des Unternehmenswerts der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre vom 10. August 2020 (Anlage 1),
 - Übertragungsverlangen der Nidda Healthcare vom 7. August 2020 (Anlage 2),
 - Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank AG vom 5. August 2020 (Anlage 3),
 - Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services S.C.A., Zweigniederlassung Frankfurt am Main vom 7. August 2020 (Anlage 4),
 - Aufstellung des Anteilsbesitzes von STADA zum 31. Dezember 2019 (Anlage 5), und
 - Übersicht des Nidda Konzerns (Anlage 6);
- (4) der Prüfungsbericht der ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als gerichtlich ausgewählter und bestellter sachverständiger Prüfer.

VIII. Entwurf des Übertragungsbeschlusses

Die außerordentliche Hauptversammlung soll am 24. September 2020 die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare als Hauptaktionärin beschließen.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat folgenden Wortlaut:

"Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel (Minderheitsaktionäre) werden gemäß den §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Hauptaktionärin, der Nidda Healthcare GmbH mit Sitz in Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528, zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 98,51 je auf den Namen lautende Stückaktie der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin übertragen."

Der Übertragungsbeschluss bedarf gemäß § 133 Abs. 1 AktG mangels abweichender Satzungsbestimmung der einfachen Stimmenmehrheit, wobei auch die Hauptaktionärin stimmberechtigt ist.

IX. Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister

Nachdem die außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare beschlossen hat, hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main anzumelden. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle STADA Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die Hauptaktionärin über, § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 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. Kann diese sogenannte Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss nicht eingetragen werden, es sei denn, dass die klageberechtigten Aktionäre durch notariell beurkundete Verzichtserklärung auf die Klage gegen die Wirksamkeit des Hauptversammlungsbeschlusses verzichten.

Eine fehlende Negativerklärung steht der Eintragung jedoch (unter anderem) dann nicht entgegen, wenn zwar eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurde, jedoch das nach § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Oberlandesgericht Frankfurt am Main auf Antrag der Gesellschaft durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht, § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 1 AktG. Diese Freigabeentscheidung ergeht gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG nur, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag am Grundkapital von mindestens EUR 1.000 hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des

Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller 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 Rechtsverstoßes vor. Der Beschluss ist gemäß § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG nicht anfechtbar.

G Folgen der Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin - Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

I. Übergang der STADA Aktien auf die Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister geht nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG das Eigentum an allen STADA Aktien, die von Minderheitsaktionären gehalten werden, kraft Gesetzes auf die Nidda Healthcare als Hauptaktionärin über. Eine gesonderte Übertragung der STADA Aktien durch die Minderheitsaktionäre ist weder erforderlich noch möglich. Die Minderheitsaktionäre verlieren kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär und erhalten hierfür einen Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die Nidda Healthcare, der ebenfalls mit der Eintragung in das Handelsregister entsteht.

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der STADA Aktien ist die Ausbuchung der Aktien durch das jeweilige depotführende Kreditinstitut; maßgeblich ist insofern allein die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG).

Nach dem Übergang des Eigentums an den STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare verkörpern die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main ("**Clearstream**"), hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht, sondern nunmehr ausschließlich den Anspruch gegen Nidda Healthcare auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

II. Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung

Der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die Nidda Healthcare entsteht mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem damit erfolgenden Übergang des Eigentums an den STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare. Die Übertragung der STADA Aktien erfolgt Zug um Zug gegen Überweisung der Barabfindung über das System von Clearstream. Jeder Minderheitsaktionär der Gesellschaft erhält für je eine STADA Aktie einen Betrag von EUR 98,51.

Dieser Anspruch der Minderheitsaktionäre wird durch die oben im Abschnitt F., Unterabschnitt V. beschriebene Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank abgesichert.

Gemäß § 327b Abs. 2 AktG wird die Barabfindung einschließlich einer etwaigen nachträglichen Erhöhung im Spruchverfahren von der gerichtlichen Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz im Sinne des § 247 BGB verzinst. Gemäß § 10 HGB wird das Registergericht die Eintragung in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (www.registerbekanntmachungen.de) von Amts wegen bekannt machen. Mit der elektronischen Bekanntmachung gilt die Eintragung als bekannt gemacht.

Im Zusammenhang mit der Barabfindung ist zu beachten, dass § 327f Satz 1 Alt. 2 AktG eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, die durch die Nidda Healthcare festgelegte Barabfindung sei für die ausscheidenden Minderheitsaktionäre der Gesellschaft unangemessen, ausschließt. Allerdings kann die Angemessenheit der Barabfindung in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG gerichtlich überprüft werden. Ein Antrag gemäß § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB (elektronisch) bekannt gemacht worden ist. Die Frist ist nur gewahrt, wenn eine Antragschrift, die den Anforderungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG entspricht, vor Fristablauf bei dem zuständigen Gericht eingereicht oder innerhalb der Frist von einem anderen Gericht an dieses abgegeben wird, § 4 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Es besteht hierfür kein Anwaltszwang.

Gemäß § 13 Satz 2 SpruchG wirkt die gerichtliche Entscheidung auch für und gegen die übrigen Minderheitsaktionäre. Sollte das Gericht folglich feststellen, dass die durch die Nidda Healthcare festgelegte Barabfindung unangemessen ist, können alle ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von der Nidda Healthcare die erhöhte Barabfindung verlangen. Der gegenüber der ursprünglich festgelegte Barabfindung bestehende Differenzbetrag wird jedoch nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst, vgl. oben Abschnitt F. Unterabschnitt V.

III. Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung

Die Nidda Healthcare hat die Deutsche Bank mit der Abwicklung der auszahlenden Barabfindung beauftragt.

Das Grundkapital der Gesellschaft ist aufgrund der Regelung in § 8 Abs. 1 der Satzung ausschließlich in Globalurkunden verbrieft. Diese Urkunden sind bei Clearstream hinterlegt.

Die Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei seinem depotführenden Institut, Zug um Zug gegen Ausbuchung der STADA Aktien. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (gegebenenfalls inklusive gesetzlicher Zinsen) auf dem Konto des jeweils das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream hat die Nidda Healthcare ihre Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweils depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Die Minderheitsaktionäre werden hierfür von ihrem depotführenden Institut gesondert informiert.

Die Entgegennahme der Barabfindung sowie die Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs werden von dem jeweiligen depotführenden Institut veranlasst; von den Minderheitsaktionären ist insoweit nichts zu veranlassen. Die Ausbuchung gegen Barabfindung soll für die Minderheitsaktionäre kosten- und spesenfrei erfolgen. Die Nidda Healthcare wird den depotführenden Instituten daher einen marktüblichen Betrag für Provisionen und Spesen erstatten.

Weitere Einzelheiten der Abfindung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses gesondert durch öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger übermittelt.

IV. Steuerliche Auswirkungen

1. Vorbemerkungen

Die Übertragung von STADA Aktien auf die Nidda Healthcare gegen Zahlung der festgelegten Barabfindung kann steuerrechtlich relevante Folgen haben. Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und behandeln nur einige Aspekte der anfallenden Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer, die für Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von Bedeutung sein können. Die Darstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und kann eine individuelle steuerliche Beratung nicht ersetzen. Die Zusammenfassung bezieht sich grundsätzlich nur auf die bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen der Minderheitsaktionäre in Deutschland entstehende Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer, Kapitalertragsteuer und Gewerbesteuer sowie Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer. Behandelt werden dabei nur einige ausgewählte Aspekte dieser

Steuerarten. Ferner sind die steuerlichen Auswirkungen für Aktionäre, die ihre Anteile über ein Investmentvermögen bzw. Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten, nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen. Die individuellen steuerlichen Verhältnisse der jeweiligen Minderheitsaktionäre werden nicht erörtert. Eine Gewähr für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Übertragungsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Allein die Beratung durch eine zur unbeschränkten Hilfeleistung in Steuersachen gemäß § 3 Steuerberatungsgesetz befugte Person gewährleistet, dass auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen berücksichtigt werden.

Die folgende Darstellung bezieht sich auf mögliche steuerliche Folgen für Minderheitsaktionäre, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig im Sinne des Einkommen- bzw. Körperschaftsteuergesetzes sind, d.h. auf diejenigen Minderheitsaktionäre, die ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. ihre Geschäftsleitung oder ihren Sitz in Deutschland haben.

Die Übertragung der STADA Aktien gegen Gewährung einer Barabfindung gilt steuerlich als Veräußerung. Gewinne, die bei der Übertragung von STADA Aktien gegen die nach § 327a Abs. 1 AktG zu zahlende Barabfindung entstehen, unterliegen bei den betroffenen Minderheitsaktionären deshalb den Vorschriften über die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen.

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Aktionäre der Gesellschaft relevant sein können.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre der Gesellschaft werden nachfolgend nicht erläutert. Die steuerlichen Auswirkungen für diese Aktionäre hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von Regelungen eines ggf. anwendbaren Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts geltende deutsche Steuerrecht. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern. Insbesondere sei daher auf die im Dezember 2019 beschlossene, teilweise Abschaffung des Solidaritätszuschlags ab dem 1. Januar 2021 hingewiesen.

2. Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären

Die Nidda Healthcare als Hauptaktionärin hat auf der Grundlage einer von ValueTrust als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der STADA Aktien durch die Minderheitsaktionäre auf EUR 98,51 je STADA Aktie festgelegt.

Die Übertragung der STADA Aktien auf die Nidda Healthcare gegen Erhalt der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft steuerlich eine Veräußerung ihrer STADA Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird dabei erzielt, wenn und soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Aktionär für die betreffende Aktie übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. der steuerliche Buchwert der Aktien bei dem Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns bzw. die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt insbesondere davon ab, ob die Aktien dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Aktionärs zuzuordnen sind und wann sie erworben wurden.

3. Aktien im Privatvermögen

Bei STADA Aktien, die ein Aktionär im Privatvermögen (unmittelbar oder über eine vermögensverwaltende Personengesellschaft) hält, hängt die Besteuerung zudem von der Höhe der Beteiligung des jeweiligen Aktionärs an der Gesellschaft ab.

a) Beteiligung von weniger als 1 %

War der Aktionär innerhalb der der Veräußerung vorausgegangenen fünf Jahre zu keinem Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft zu mindestens 1 % beteiligt, gelten die nachfolgend dargestellten Regelungen. Hat der Aktionär die Anteile unentgeltlich erworben, so werden die Besitzzeit und die Beteiligungsquote des Rechtsvorgängers oder – im Falle von mehreren aufeinanderfolgenden unentgeltlichen Erwerben aller seiner Rechtsvorgänger – mitberücksichtigt.

Bei STADA Aktien, die der Aktionär vor dem 1. Januar 2009 erworben hat, unterliegt ein Veräußerungsgewinn grundsätzlich nicht

der deutschen Einkommensteuer. Veräußerungsverluste werden steuerlich entsprechend ebenfalls nicht berücksichtigt.

Hat der Aktionär die Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben und sind die oben genannten Voraussetzungen hinsichtlich der Beteiligungshöhe von stets weniger als 1 % erfüllt, so unterliegt der Veräußerungsgewinn der Einkommensteuer in Höhe eines besonderen Steuersatzes von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie ggf. Kirchensteuer), unabhängig von der Haltedauer. Veräußerungsverluste können nur mit Gewinnen aus der Veräußerung anderer Aktien verrechnet werden. Der Aktionär kann als Werbungskosten pauschal EUR 801,00 (zusammen veranlagte Ehegatten sowie eingetragene Lebenspartner: EUR 1.602,00) steuermindernd geltend machen; ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Die Einkommensteuer wird bei Verwahrung der Anteile in einem inländischen Wertpapierdepot grundsätzlich mit dem Kapitalertragsteuerabzug abgegolten. Auf Antrag und unter bestimmten weiteren Voraussetzungen können die Abfindungszahlungen jedoch in eine Einkommensteuerveranlagung als Einkünfte aus Kapitalvermögen einbezogen werden, insbesondere wenn dies zu einer niedrigeren Besteuerung mit Einkommensteuer beim Anteilseigner führt.

b) Beteiligung von mindestens 1 % innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre

War der Aktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der der Veräußerung vorangegangenen fünf Jahre mindestens zu 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft beteiligt, so unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns dem individuellen, progressiven Einkommensteuersatz (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer). Korrespondierend sind auch nur 60 % des Veräußerungsverlustes sowie mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig.

Ein potentieller Kapitalertragssteuerabzug hat in diesen Fällen keine abgeltende Wirkung. Dieser ist im Rahmen der Veranlagung zur Einkommensteuer zu korrigieren. Der Veräußerer hat den Veräußerungsvorgang zwingend in seiner Einkommensteuererklärung anzu-

geben. Die Kapitalertragsteuer wird auf die Einkommensteuerschuld angerechnet und kann erstattet werden, soweit sie die Einkommensteuer übersteigt.

4. Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien, die dem Betriebsvermögen eines Aktionärs der Gesellschaft zuzuordnen sind, hängt die Besteuerung davon ab, ob der Veräußerer der Körperschaftsteuer unterliegt oder eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft ist.

a) Aktionär unterliegt der Körperschaftsteuer

Sofern es sich bei dem Aktionär um eine Körperschaft handelt, sind im Ergebnis grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. Entsprechend unterliegen 5 % des Veräußerungsgewinns der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie der Gewerbesteuer.

Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

b) Aktionär ist eine natürliche Person

Sofern es sich bei dem Aktionär um eine natürliche Person handelt, unterliegt der Veräußerungsgewinn grundsätzlich zu 60 % der individuellen, progressiven Einkommensteuer der natürlichen Person (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer) und der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird grundsätzlich nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Aktionärs angerechnet.

Eventuelle Veräußerungsverluste und etwaige mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben sind zu 60 % abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen eingreifen.

c) Aktionär ist eine Personengesellschaft

Die Einkommen- oder Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag sowie ggf. Kirchensteuer) auf den Veräußerungsgewinn wird nur auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft erhoben. Die steuerliche Behandlung hängt deshalb

grundsätzlich davon ab, ob der Gesellschafter der Personengesellschaft körperschaft- oder einkommensteuerpflichtig ist. Die Besteuerung folgt dabei grundsätzlich nach den für diese Steuern bereits dargestellten Regeln, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbarer Aktionär der Gesellschaft wäre.

Ein Veräußerungsgewinn unterliegt bei einer gewerblichen Personengesellschaft auf Ebene der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einem inländischen Betriebsvermögen zugehörig sind. Die Höhe des gewerbesteuerpflichtigen Veräußerungsgewinns richtet sich nach dem Steuerstatus der einzelnen Gesellschafter. Soweit es sich bei den Mitunternehmern um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt, sind grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer auf Ebene der Mitunternehmerschaft befreit. Soweit eine natürliche Person Mitunternehmer ist, sind grundsätzlich 40 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer befreit; die Gewerbesteuer wird in diesem Fall nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Mitunternehmers angerechnet.

Veräußerungsverluste werden auf Ebene der Personengesellschaft gewerbesteuerlich nicht berücksichtigt, soweit es sich bei den Mitunternehmern um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt. Soweit natürliche Personen Mitunternehmer sind, wird ein Veräußerungsverlust grundsätzlich in Höhe von 60 % für gewerbesteuerliche Zwecke berücksichtigt.

5. Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen

Die Abfindungszahlungen unterliegen grundsätzlich der Kapitalertragsteuer, soweit die abgefundenen Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden und diese in einem inländischen Depot bei einem inländischen Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen oder einer Wertpapierhandelsbank verwahrt werden. Diese den Verkauf abwickelnde, auszahlende Stelle hat dabei grundsätzlich für Rechnung der Minderheitsaktionäre von den Abfindungszahlungen eine Quellensteuer (Kapitalertragsteuer) in Höhe von 25 % zuzüglich eines Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % hierauf (insgesamt also 26,375 %) sowie ggf. Kirchensteuer auf den Veräußerungsgewinn einzubehalten und an das zuständige Finanzamt abzuführen. Soweit etwaige Veräußerungsgewinne in die Veranlagung zur Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer einbezogen werden, werden die im Rahmen des Steuereinhalts abgeführten Steuerbeträge grundsätzlich angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

Ein Kapitalertragsteuerabzug findet grundsätzlich dann nicht statt, wenn die Aktien nicht in einem der oben genannten inländischen Depots verwahrt werden. Im Falle der Verwahrung in einem inländischen Depot wird die auszahlende Stelle vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand nehmen, wenn (i) der Minderheitsaktionär eine im Inland ansässige Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse ist, oder (ii) die Aktien zu einem inländischen Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs gehören, und dies der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenen Vordruck mitgeteilt wird. Außerdem kann unter weiteren Voraussetzungen auch bei natürlichen Personen, die die Aktien im Privatvermögen halten, auf Antrag vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand genommen werden. Dies gilt insbesondere im Falle des Unterschreitens des Sparerpauschbetrags (sogenannter Freistellungsauftrag) oder dem Vorliegen einer sogenannten Nichtveranlagungs-Bescheinigung.

6. Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors

Ist der Aktionär ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) und sind die Aktien nach § 340e Abs. 3 HGB dem Handelsbuch des Aktionärs zuzurechnen, so unterliegt ein Veräußerungsgewinn in voller Höhe der Besteuerung. Korrespondierend ist ein Veräußerungsverlust abzugsfähig. Gleiches gilt für Aktien, die bei Finanzunternehmen im Sinne des Kreditwesengesetzes, an denen Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute unmittelbar oder mittelbar zu mehr als 50 % beteiligt sind, zum Zeitpunkt des Erwerbs zum Betriebsvermögen als Umlaufvermögen auszuweisen sind, und für Aktien, die bei einem Lebens- oder Krankenversicherungsunternehmen, oder Pensionsfonds, den Kapitalanlagen zuzurechnen sind.

H Erläuterung und Begründung der Barabfindung und ihrer Angemessenheit

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG).

Der Tag der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft, die über die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf Nidda Healthcare beschließen soll, ist der 24. September 2020 ("**Bewertungstichtag**").

Die Nidda Healthcare hat die angemessene Barabfindung auf einen Betrag von

EUR 98,51

je STADA Aktie

der Gesellschaft mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 2,60 festgelegt. Die Festsetzung der angemessenen Barabfindung wird im Folgenden erläutert.

I. Vorgehen bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung erfolgte auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung, die im Auftrag der Nidda Healthcare durch ValueTrust durchgeführt wurde. Diese hat auf der Basis der gefestigten und von der Rechtsprechung anerkannten Grundsätze der betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertung auf den Bewertungsstichtag, insbesondere unter Anwendung der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf, in der am 2. April 2008 verabschiedeten und derzeit aktuellen Fassung ("**IDW S 1**") eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts der Gesellschaft und den im Oktober 2011 vom Arbeitskreis "Corporate Transactions and Valuations" des DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. ("**DVFA**") veröffentlichten Best-Practice-Empfehlungen zur Unternehmensbewertung den Verkehrswert der Gesellschaft ermittelt und hieraus die Barabfindung abgeleitet.

Die der Ermittlung des Unternehmenswerts zu Grunde liegenden Bewertungsarbeiten hat ValueTrust bis zum 10. August 2020 durchgeführt. Die Nidda Healthcare hat die von ValueTrust erstellte Gutachtliche Stellungnahme inhaltlich nachvollzogen und macht sie sich vollumfänglich zu eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Die wesentlichen Ergebnisse zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung wird auf die Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust verwiesen.

II. Unternehmenswert der Gesellschaft

Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der Gesellschaft hat ValueTrust auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach hat ValueTrust eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach IDW S 1 in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen hat ValueTrust die Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen abgegeben.

Der Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der Discounted Cashflow ("DCF")-Methode ermittelt werden. Da alle Verfahren der DCF-Methode (*Cashflow-to-Equity*- und *WACC*-, *Adjusted Present Value*- sowie *Total Cashflow*-Ansatz) und die Ertragswertmethode bei konsistenten Annahmen zu dem gleichen Bewertungsergebnis führen, sind sowohl nach den Grundsätzen des IDW S 1 als auch nach den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich alle Verfahren der DCF-Methode bzw. der Ertragswertmethode anwendbar. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des Ertrags- bzw. DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertrags- bzw. DCF-Wert hinzuzufügen. Die Berücksichtigung von Sonderwerten als Addition bzw. Subtraktion zum Ertrags- bzw. DCF-Wert führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

Für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts der Gesellschaft nach IDW S 1 wurde von ValueTrust auf den Ertragswert nach persönlichen Steuern unter Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung abgestellt. Bei der ergänzend vorgenommenen Ermittlung des Unternehmenswerts nach den DVFA-Empfehlungen wurde von ValueTrust auf den Cashflow-to-Equity-Ansatz vor persönlichen Steuern abgestellt. Hierbei ist ValueTrust zur Ableitung der Marktrisikoprämie der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW ("FAUB") vom 22. Oktober 2019 gefolgt, nach denen eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in Höhe von 6,0 % bis 8,0 % bzw. nach persönlichen Steuern von 5,0 % bis 6,5 % zu unterstellen ist. Anhand der von ValueTrust durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen kann jedoch unter Berücksichtigung des aktuellen risikolosen Basiszinssatzes auch eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oberhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite gerechtfertigt werden.

Entsprechend der einschlägigen Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen hat ValueTrust eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis hat ValueTrust Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 vor und nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt und Bandbreiten abgeleitet. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren sowie der Börsenkurs der STADA Arzneimittel AG und Vorerwerbspreise angewandt.

Die von ValueTrust ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Basis des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1, welche zur Bestimmung der Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird, beträgt zum 24. September 2020 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 6,50 % bzw. 5,75 % und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87 % zwischen EUR 4.971,8 Mio. bis EUR 6.133,3 Mio. Unter Berücksichti-

gung von 62.258.167 ausstehenden STADA-Aktien ergibt sich demnach eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 von EUR 79,86 bis EUR 98,51 je STADA-Aktie.

Der anhand der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern beträgt zum 24. September 2020 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 8,0 % bzw. 7,0 % und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % vor persönlichen Steuern EUR 4.724,0 Mio. je Aktie bis EUR 5.952,7 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von EUR 75,88 EUR bis 95,61 je STADA-Aktie.

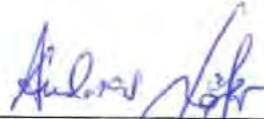
Die Nidda Healthcare hat die Barabfindung auf EUR 98,51 je STADA-Aktie festgelegt. Bereits vor dem Hintergrund der fundamentalen Wertbestimmung gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen ist die vorgeschlagene Barabfindung angemessen. Darüber hinaus liegt die festgelegte Barabfindung über dem gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der STADA-Aktien in Höhe von EUR 86,34, der von ValueTrust auf Basis der Börsenkurse im Freiverkehr der Wertpapierbörse in Hamburg berechnet wurde und auf dem Tag vor der Veröffentlichung der Absicht zur Durchführung des Squeeze-outs am 8. Juni 2020 endet. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("**BaFin**") hat der Nidda Healthcare am 29. Juni 2020 mitgeteilt, eine Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses der STADA-Aktien nicht vornehmen zu können, da in die Berechnung der BaFin nur Geschäfte eingehen, die in den betreffenden Aktien im regulierten Markt einer Börse in Deutschland getätigt werden. Die STADA-Aktien werden mit Ablauf des 2. Dezember 2019 an keinem regulierten Markt einer Börse in Deutschland mehr gehandelt. Ebenso liegt die Barabfindung über den gezahlten Preisen für den außerbörslichen Erwerb von insgesamt 2.469.314 STADA-Aktien durch die Nidda Healthcare im Zeitraum zwischen dem 17. März 2020 und dem 15. Mai 2020, was ungefähr 3,96 % des eingetragenen Grundkapitals und der Stimmrechte von STADA entspricht.

III. Überprüfung der Angemessenheit durch gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer, § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG

Die Angemessenheit der Barabfindung wird gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer, der ADKL, geprüft.

Über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wird ADKL nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG gesondert schriftlichen Bericht erstatten.

Bad Vilbel, 10. August 2020



Andreas Grundhöfer
Geschäftsführer
Nidda Healthcare GmbH

Anlage 1
Gutachtliche Stellungnahme der
ValueTrust Financial Advisors SE

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

zum Unternehmenswert der

STADA Arzneimittel AG, Bad Vilbel

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im
Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien
der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG

zum 24. September 2020

INHALTSVERZEICHNIS

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	12
1.1.	Auftrag	12
1.2.	Auftragsdurchführung	14
2.	Bewertungsobjekt STADA	15
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	15
2.2.	Unternehmenshistorie	19
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	22
2.4.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)	95
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	101
3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG	101
3.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA	102
3.3.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	104
3.4.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode	105
3.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	108
3.6.	Liquidationswert	109
3.7.	Relevanz des Barwerts der Ausgleichzahlung für die Abfindung	111
3.8.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	111
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	113
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	113
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	116
4.3.	Analyse der Planungstreue	119
4.4.	Analyse der Planungsrechnung	120
4.5.	Konvergenz- und Fortführungsphase	152
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	158
5.	Kapitalisierungszinssatz	161
5.1.	Eigenkapitalkosten	162
5.2.	Wachstumsabschlag	169
6.	Unternehmenswert von STADA	170
6.1.	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen	170
6.2.	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern	175

6.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	179
6.4	Vergleichsorientierte Bewertung anhand von Referenzpreisen	190
6.5	Fazit zum Wert des Eigenkapitals von STADA.....	197
7.	Barwert des Ausgleichs.....	199
8.	Zusammenfassung zur angemessenen Abfindung.....	201
	Anlagen.....	203

Detalliertes Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	12
1.1.	Auftrag.....	12
1.2.	Auftragsdurchführung	14
2.	Bewertungsobjekt STADA	15
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	15
2.2.	Unternehmenshistorie.....	19
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	22
2.3.1.	Geschäftsmodell	22
2.3.1.1.	Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz – Generika	24
2.3.1.2.	Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz – Markenprodukte	26
2.3.1.3.	Internationaler Fokus.....	27
2.3.1.4.	Entwicklungs- und Zulassungsprozess von Produkten	30
2.3.1.5.	Einkaufs- und Herstellungsprozesse	31
2.3.1.6.	Arzneimittelzulassung/Pharmakovigilanz und Quality Assurance/Quality Control	32
2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	33
2.3.3.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	35
2.3.3.1.	Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	36
2.3.3.2.	Entwicklung der Verbraucherpreisindizes	38
2.3.3.3.	Fazit	39
2.3.4.	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	40
2.3.4.1.	Positionierung von STADA im Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	40
2.3.4.2.	Allgemeine Wachstumserwartungen und Markttreiber	48
2.3.4.3.	Regulatorik.....	54
2.3.4.4.	Marktentwicklung von Generika und Markenprodukten in STADAs Kernabsatzmärkten.....	59
2.3.4.5.	Fazit zur Entwicklung des Markts.....	67
2.3.5.	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage	68
2.3.5.1	Ertragslage	69
2.3.5.2	Vermögens- und Finanzlage.....	79
2.3.6	SWOT-Analyse	87
2.3.6.1	Stärken.....	87

2.3.6.2	Schwächen	88
2.3.6.3	Gelegenheiten	90
2.3.6.4	Gefahren	91
2.3.6.5	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil	92
2.4	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	95
2.4.1	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group	95
2.4.2	Peer Group-Übersicht.....	97
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	101
3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG	101
3.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	102
3.3.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	104
3.4.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode	105
3.4.1	Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert.....	105
3.4.2	Minderheiten	107
3.4.3	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	107
3.4.4	Wert des Eigenkapitals	108
3.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	108
3.6.	Liquidationswert	109
3.7.	Relevanz des Barwerts der Ausgleichzahlung für die Abfindung	111
3.8.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA.....	111
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	113
4.1	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	113
4.2	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	116
4.3	Analyse der Planungstreue	119
4.4	Analyse der Planungsrechnung.....	120
4.4.1	Umsatzerlöse	120
4.4.2	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT).....	131
4.4.3	Ertragsteuern.....	140
4.4.4	Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag.....	141
4.4.5	Bilanzplanung.....	142
4.4.6	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	151
4.5	Konvergenz- und Fortführungsphase	152

4.6	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	158
5.	Kapitalisierungszinssatz	161
5.1	Eigenkapitalkosten.....	162
5.1.1	Basiszinssatz	162
5.1.2	Risikozuschlag.....	162
5.2	Wachstumsabschlag	169
6.	Unternehmenswert von STADA.....	170
6.1	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen.....	170
6.1.1	DCF-Wert.....	171
6.1.2	Minderheiten.....	172
6.1.3	Sonderwerte.....	173
6.1.4	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern	174
6.2	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern.....	175
6.2.1	Ertragswert	175
6.2.2	Minderheiten.....	178
6.2.3	Sonderwerte	178
6.2.4	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern.....	179
6.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	179
6.3.1	Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren	180
6.3.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	187
6.4	Vergleichsorientierte Bewertung anhand von Referenzpreisen	190
6.5	Fazit zum Wert des Eigenkapitals von STADA.....	197
7.	Barwert des Ausgleichs.....	199
8.	Zusammenfassung zur angemessenen Abfindung.....	201
	Anlagen.....	203
	1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	204
	2. Ansprechpartner.....	205
	3. Gewinn- und Verlustrechnung.....	206
	4. Bilanz	207
	5. Kapitalflussrechnung.....	208
	6. Anpassungen der Gewinn- und Verlustrechnung	209
	7. Anpassungen der Bilanz.....	210

8. Peer Group-Auswahl.....	211
9. Definition wesentlicher Kennzahlen	212

Abkürzungsverzeichnis

AB	=	Aktiebolag
Abs.	=	Absatz
A.D.	=	Akcionarsko društvo
AG	=	Aktiengesellschaft
AIFA	=	L’Agenzia Italiana del Farmaco (italienische Gesundheitsbehörde)
AktG	=	Aktiengesetz
API	=	Active Pharmaceutical Ingredient
AS	=	Aksjeselskap
ASA	=	Allmennaksjeselskap
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGAV	=	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	=	Bundesgerichtshof
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BREXIT	=	Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union
BVerfG	=	Bundesverfassungsgericht
BvR	=	Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
Bzw.	=	Beziehungsweise
CAGR	=	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	=	Capital Expenditures (Brutto-Investitionen)
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CDAX	=	Composite DAX
CIS	=	Commonwealth of Independent States (engl. Abkürzung für Gemeinschaft unabhängiger Staaten, GUS)
Corp.	=	Corporation
DACH	=	Deutschland, Österreich und Schweiz
D.h.	=	Das heißt
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
DIH	=	Vorratsdauer
D.o.o.	=	Družba z omejeno odgovornostjo
DPO	=	Kreditorenlaufzeit
DSO	=	Debitorenlaufzeit
DVFA	=	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
EAEU	=	Eurasian Economic Union

EBIT	=	Earnings before interest and taxes (Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	=	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EFPIA	=	Europäischer Verband der Pharmazeutischen Industrie
EMA	=	Europäische Arzneimittel-Agentur
Etc.	=	Et cetera
EU	=	Europäische Union
EU5	=	Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien
EU-GMP	=	EU-Good-Manufacturing-Practice
EUR	=	Euro (Währungseinheit)
EWR	=	Europäischer Wirtschaftsraum
e.V.	=	Eingetragener Verein
EZB	=	Europäische Zentralbank
FAUB	=	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FTSE 100 Index	=	Financial Times Stock Exchange 100 Index
FTSE MIB Index	=	Financial Times Stock Exchange Milano Italia Borsa Index
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IC	=	Invested Capital
I.d.F.	=	In der Fassung
I.d.R.	=	In der Regel
I.e.S.	=	Im engeren Sinn
I.H.v.	=	In Höhe von
IDW	=	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
IMS	=	International Medical Statistics
Inc.	=	Incorporated
INN	=	International Non-Proprietary Name
i.S.d.	=	Im Sinne des
ISIN	=	International Securities Identification Number
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
J.V.	=	Joint Venture
KöSt	=	Körperschaftsteuer
LG	=	Landgericht
Ltd.	=	Limited

VALUETRUST

LTM	=	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
Madrid Ibex 35 Index	=	Madrid Iberia Index 35
MDAX	=	Mid-Cap-DAX
MENA	=	Middle East & North Africa
Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
MSCI World	=	Morgan Stanley Capital International World
NHS	=	National Health Service (fiktive Definition für ein staatliches Gesundheitssystem)
N.V.	=	Naamloze Vennootschap
O.ä.	=	Oder ähnliches
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
O.g.	=	Oben genannt
OLG	=	Oberlandesgericht
OPEC	=	Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC	=	Over-the-Counter
OTX	=	Verschreibungsfähige (Marken-)Produkte
P.a.	=	Per annum
PLC	=	Public limited company
PPRS	=	Pharmaceutical Price Regulation Scheme
R&D-Quote	=	Research & Development-Quote
ROE	=	Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
ROCE	=	Return on Capital Employed (Gesamtkapitalrendite vor Steuern)
ROIC	=	Return on Invested Capital (Gesamtkapitalrendite nach Steuern)
RX	=	Verschreibungspflichtige (Marken-)Produkte
Rz.	=	Randziffer
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
S&P BSE 500 Index	=	Standard & Poor's Bombay Stock Exchange 500 Index
S.	=	Seite
S.A.	=	Société Anonym
SAS	=	Société par actions simplifiée
SE	=	Societas Europaea
SG&A	=	Selling, General and Administrative Expenses
SKU	=	Stock Keeping Unit (Produktaufmachung)
S.L.	=	Sociedad de responsabilidad limitada
Sog.	=	Sogenannt
SolZ	=	Solidaritätszuschlag
S.p.A.	=	Società per Azioni

S.r.l.	=	Società a responsabilità limitata
St.d.A.	=	Standesgemeinschaft deutscher Apotheker
STADapharm	=	STADapharm GmbH
SWOT	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
Tax-CAPM	=	Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
Top 5	=	Deutschland, Großbritannien, Italien, Belgien und Russland
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value
U.a.	=	Unter anderem
USA/U.S.	=	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	=	US-amerikanischer Dollar (Währungseinheit)
V.a.	=	Vor allem
VEP	=	Vital and Essential Pharmaceutical List
Vgl.	=	Vergleiche
VWAP	=	Volume Weighted Average Price (Volumengewichteter) Dreimonatsdurchschnittskurs
WACC	=	Weighted Average Cost of Capital
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WPg	=	Zeitschrift: Die Wirtschaftsprüfung, IDW Verlag
WpÜG-AngebV	=	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage
XETRA	=	Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG zur Abgabe eines Angebots
ZNS	=	Zentrales Nervensystem
Z.B.	=	Zum Beispiel
Z.T.	=	Zum Teil

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Die Nidda Healthcare GmbH („Nidda Healthcare“ oder „Auftraggeber“), Bad Vilbel, hat uns, die ValueTrust Financial Advisors SE, („ValueTrust“), München, beauftragt, im Zusammenhang mit einem möglichen aktienrechtlichen Squeeze Out nach §§ 327a ff. AktG Squeeze Out eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft („STADA Arzneimittel AG“ als Gesellschaft und „STADA“ als STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft inklusive aller Konzerngesellschaften), Bad Vilbel, und der anzubietenden angemessenen Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Der Auftragsumfang umfasste zunächst in Phase 1 die Erstellung von indikativen Wertanalysen für die Auftraggeberin als Vorarbeiten für einen möglichen Squeeze Out. Mit Übermittlung des Squeeze Out Verlangens vom 5. Juni 2020 durch die Auftraggeberin umfasste der Auftragsumfang in Phase 2 die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der STADA und der angemessenen Barabfindung.
2. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der STADA Arzneimittel AG ermittelt ValueTrust auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden. Hiernach ermittelt ValueTrust eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, „IDW S 1“). Im Sinne dieser Verlautbarung gibt ValueTrust ihre Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigt ValueTrust ebenso die sich in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung.
3. Der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Wert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert 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 IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt.
4. Darüber hinaus haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen gibt ValueTrust eine Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab. Anders als der IDW S 1 zielen die DVFA-Empfehlungen auf die Bestimmung des Verkehrswerts ab und gehen dabei vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmensewerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwerts aus. Damit wird für

die Modellierung aus Sicht des Unternehmenserwerbers stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen.

5. Der Bewertungsanlass ist die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze Out gemäß §§ 327a ff. AktG. In diesem Zusammenhang unterstützt ValueTrust die Geschäftsführung der Nidda Healthcare bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung.
6. Die Nidda Healthcare hat am 5. Juni 2020 das förmliche Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der STADA Arzneimittel AG gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der STADA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze Outs bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG. Als Bewertungsstichtag wurde der 24. September 2020 festgelegt. An diesem Tag werden die Aktionäre der STADA Arzneimittel AG voraussichtlich in einer außerordentlichen Hauptversammlung über den Squeeze Out abstimmen.
7. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den „Bericht der Nidda Healthcare, Frankfurt a.M., als Hauptaktionärin der STADA Arzneimittel AG, Bad Vilbel, über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft auf die Nidda Healthcare sowie die angemessene Barabfindung“ („Übertragungsbericht“) sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zu der außerordentlichen Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG, die über den Squeeze Out beschließen soll, veröffentlicht wird.
8. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragsschreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die interne Verwendung durch die Auftraggeber sowie zum Zwecke des Squeeze Out erstellt. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für die Geschäftsführung der Nidda Healthcare, den Vorstand und den Aufsichtsrat der STADA Arzneimittel AG auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG sowie die Verwendung im Zusammenhang mit dem 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 Nidda Healthcare und darf diesem als Anlage beigefügt werden.
9. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Genehmigung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung oder vorherige Zustimmung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

10. Wir haben unsere Arbeiten bis zum 10. August 2020 in unseren Büroräumen durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in der Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ dargestellten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von STADA sowie deren zukünftiger Entwicklung zum 10. August 2020 und Kapitalmarktdaten zum 31. Juli 2020 zugrunde.
11. Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen haben wir darüber hinaus Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung von STADA geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von den in Anlage 2 aufgeführten Vorstandsmitgliedern bzw. Mitgliedern der Geschäftsführung und Mitarbeitern der jeweiligen Gesellschaft sowie deren Beratern erhalten.
12. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung i. S. einer Jahresabschlussprüfung nach den §§ 316 ff. HGB unterzogen.
13. Die STADA Arzneimittel AG und die Nidda Healthcare haben uns gegenüber zum 10. August 2020 jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, 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 den Planungsrechnungen unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.
15. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro ausgewiesen werden. 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.

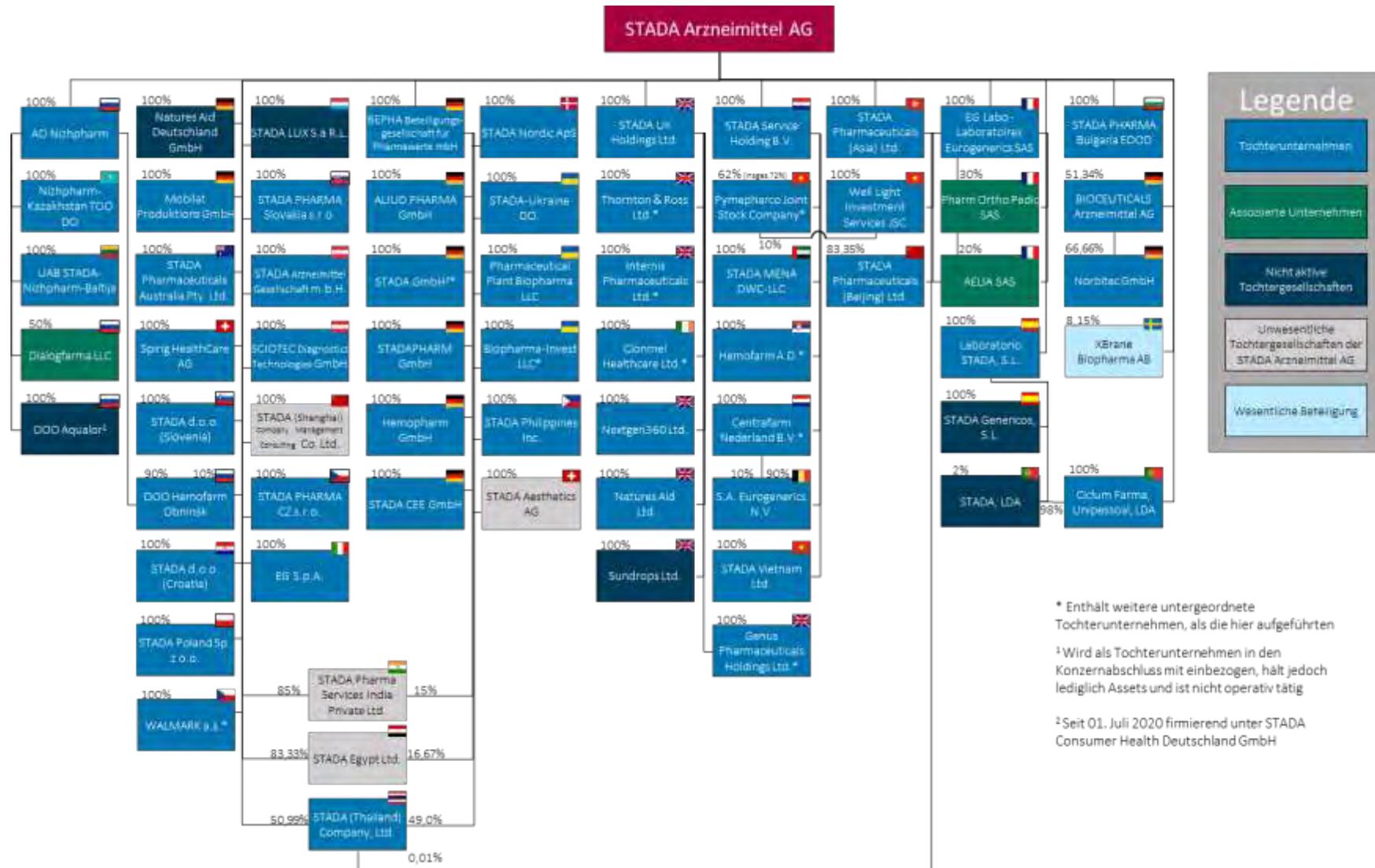
2. BEWERTUNGSOBJEKT STADA

16. Die Definition des Bewertungsobjekts ist Grundlage jeder Unternehmensbewertung. Um die Wachstumschancen, Planungsrechnungen und das Risikopotential des zu bewertenden Unternehmens beurteilen zu können, ist es notwendig, den historischen Hintergrund, das Geschäftsmodell und die Marktstellung der Gesellschaft zu verstehen.
17. Im Folgenden werden zunächst die Historie sowie die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse der Gesellschaft dargestellt. Anschließend werden die wirtschaftlichen Verhältnisse, das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und das Markt- und Wettbewerbsumfeld erläutert. Unter Einbezug der historischen Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage der letzten vier Geschäftsjahre vor dem Bewertungsstichtag werden die Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie die Gelegenheiten und Gefahren des Marktumfelds herausgearbeitet (SWOT-Analyse), um auf dieser Basis das Chancen-Risiko-Profil des Bewertungsobjekts zu konkretisieren. 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 u.a. kapitalmarktbasierten Bewertungsprämissen.

2.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

18. Bewertungsobjekt ist die STADA Arzneimittel AG, Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel, einschließlich ihrer verbundenen Unternehmen und Beteiligungen, wie im folgenden Organigramm dargestellt:¹

¹ Vgl. Unternehmensinformation, Grafik in Anlehnung an das Organigramm von STADA, 30. Juni 2020.



19. STADA hält zum 31. Dezember 2019 weltweit direkt und indirekt Anteile an 101 zur STADA-Gruppe gehörenden Gesellschaften. Aktuell bestehen mit wesentlichen deutschen Tochterunternehmen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge („BGAV“).
20. Die Konzernmuttergesellschaft STADA Arzneimittel AG ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Registernummer HRB 71290 eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland. Die Hauptverwaltung der STADA Arzneimittel AG befindet sich ebenfalls in Bad Vilbel, Deutschland.
21. Satzungsmäßiger Unternehmensgegenstand der STADA Arzneimittel AG ist
 1. die Entwicklung, Prüfung, Herstellung, Zulassung, Bewerbung, der Import und Export sowie der Vertrieb von und der Handel mit Produkten aller Art (einschließlich der damit zusammenhängenden Rohmaterialien und Halbfabrikate) für den weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie sowie auch von E-Zigaretten;
 2. die Einrichtung, der Betrieb, der Erwerb und die Veräußerung von sowie die Beteiligungen an Unternehmen und Unternehmungen mit Aktivitäten im weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie sowie im Bereich der E-Zigaretten;
 3. die Entwicklung und Ausführung von Dienstleistungen aller Art für den weltweiten Gesundheitsmarkt, gegen Entgelt; auch unentgeltliche Dienstleistungen können von der Gesellschaft – insbesondere für Patienten und Konsumenten sowie medizinisch-pharmazeutische Fachkreise – entwickelt und ausgeführt werden, sofern diese geeignet sind, andere Unternehmungen der Gesellschaft zu ergänzen, zu fördern oder zu unterstützen;
 4. das Erwirken, der Erwerb, die Veräußerung, die Lizenznahme oder Lizenzvergabe von sowie der Handel mit immateriellen Wirtschaftsgütern mit Bezug zum weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere von Software und Internetapplikationen sowie von Arzneimittelzulassungen, geistigem Eigentum wie Warenzeichen, gewerblichen Schutzrechten und Mitvertriebsrechten für Produkte insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie und im Bereich der E-Zigaretten; die Gesellschaft kann auch direkt oder indirekt über Tochtergesellschaften Lizenzen an Apotheken vergeben, nach denen diese für ausgewählte Produkte einzelne Herstellungsschritte selbst übernehmen können;
 5. die Vornahme aller Geschäfte, die zur Erreichung des Gesellschaftszweckes notwendig oder nützlich erscheinen.

22. Die STADA Arzneimittel AG ist berechtigt, sich an Unternehmen gleicher oder verwandter Art im In- und Ausland in jeder Form zu beteiligen. Sie kann Zweigniederlassungen oder Repräsentanzen errichten.
23. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
24. Das Grundkapital der STADA Arzneimittel AG beträgt EUR 162.090.344,00 und ist eingeteilt in 62.342.440 nennwertlose Namensaktien² mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 2,60 je Aktie („STADA-Aktien“). Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme hielt die STADA Arzneimittel AG 84.273 eigene Aktien. Die Zahl der ausstehenden Aktien i.H.v. 62.258.167 ergibt sich somit aus der Anzahl der ausgegebenen Aktien i.H.v. 62.342.440 abzüglich eigener Aktien i.H.v. 84.273.
25. Der Vorstand der STADA Arzneimittel AG ist gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der STADA Arzneimittel AG bis zum 5. Juni 2023 einmal oder mehrmals um bis zu EUR 81.045.159 durch Ausgabe von bis zu 31.171.215 Stück Namensaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2018). Den Aktionären steht grundsätzlich ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien zu, soweit nicht der Vorstand der STADA Arzneimittel AG mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht in den gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung der STADA Arzneimittel AG aufgeführten Fällen ausschließen kann.
26. Die STADA-Aktien waren seit dem Geschäftsjahr 1997 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der Börse Düsseldorf notiert. In Folge des am 11. Oktober 2018 unterbreiteten Delisting-Erwerbsangebots der Nidda Healthcare werden die STADA-Aktien mit Ablauf des 27. November 2018 nicht mehr im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse und mit Ablauf des 2. Dezember 2019 nicht mehr an der Düsseldorfer Börse und der Börse München gehandelt. Auch im Freiverkehr der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse und der Börse Berlin erfolgte die Einstellung des Handels mit Ablauf des 27. Novembers 2018.³ Das verbliebene Listing im Freiverkehr der Börse Hamburg geht nicht auf die Initiative der STADA Arzneimittel AG zurück und erfolgt ohne Zustimmung STADA Arzneimittel AG.
27. Am 19. Dezember 2017 schloss STADA Arzneimittel AG mit der Nidda Healthcare einen BGAV gemäß § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG ab. Seitdem ist STADA Arzneimittel AG dazu verpflichtet, den gesamten jährlichen Gewinn an die Nidda Healthcare abzuführen. Die alleinige Gesellschafterin der Nidda Healthcare ist die Nidda Healthcare Holding GmbH („Nidda Holding“), deren alleinige Gesellschafterin wiederum die Nidda BondCo GmbH ist („Nidda Bondco“). In Folge des BGAV wurde für die deutschen Organgesellschaften der STADA Arzneimittel AG eine steuerliche Organschaft mit der Nidda Bondco begründet.

² Bis zum 9. Dezember 2016 handelte es sich bei den Aktien der Gesellschaft ausnahmslos um vinkulierte Namensaktien, die satzungsgemäß nur mit Zustimmung des Vorstands der Gesellschaft übertragen und im Aktienregister eingetragen werden. Am 26. August 2016 fasste die Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG den Beschluss, die Vinkulierung aufzuheben. Seit Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister am 9. Dezember 2016 handelt es sich ausnahmslos um Namensaktien, die laut Satzung jeweils eine Stimme in der Hauptversammlung gewähren.

³ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 10.

28. Der Vorstand der STADA Arzneimittel AG besteht aus drei Mitgliedern. Die gegenwärtigen Vorstandsmitglieder sind Peter Goldschmidt (Vorstandsvorsitzender), Dr. Wolfgang Ollig (Finanzvorstand) und Miguel Pagan Fernandez (Vorstand Produktion und Entwicklung). Die Bestellung der gegenwärtigen Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat erfolgte mit Wirkung zum 1. September 2018 (Vorstandsvorsitzender) bzw. mit Wirkung zum 1. Februar 2020 (Finanzvorstand) und zum 1. Juli 2018 (Vorstand Produktion und Entwicklung).⁴
29. Der Aufsichtsrat der STADA Arzneimittel AG besteht gemäß § 12 Abs. 1 der Satzung, § 95 Satz 4 AktG i.V.m. § 4 Abs. 1 DrittelbG aus neun Mitgliedern, von denen drei Mitglieder nach den Bestimmungen des Drittelbeteiligungsgesetzes von den Arbeitnehmern gewählt werden. Die gegenwärtigen Aufsichtsratsmitglieder sind Dr. Günter von Au (Vorsitzender), Markus Damm (stellvertretender Vorsitzender, Arbeitnehmervertreter), Dr. Eric Cornut, Jan-Nicolas Garbe, Benjamin Kunstler, Dr. Klaus Scheja (Arbeitnehmervertreter), Bruno Schick, Dr. Michael Siefke und Jens Steegers (Arbeitnehmervertreter).⁵

2.2. Unternehmenshistorie

30. Die Wurzeln von STADA reichen über 125 Jahre bis in das Jahr 1895 zurück, als sich einige Apotheker mit dem Ziel zusammenschlossen, unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten Gemeinschaftspräparate herzustellen. Unter anderem in Berlin, Dresden, Würzburg und Darmstadt wurden daraufhin Gemeinschaftspräparate in den beteiligten Apotheken hergestellt. Mit der Gründung des Deutschen Apotheker-Vereins wurde die Selbsterstellung pharmazeutischer Spezialitäten von der Herstellung über die Verpackung und Etikettierung bis zum Preis geregelt.
31. Im Zuge der politischen Gleichschaltung regionaler Spezialunternehmen wurde im Jahr 1933 der Deutsche Apotheker-Verein in die Landesgemeinschaft Deutscher Apotheker (St.d.A.) überführt. Nach vielzähligen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen wurde 1995 die Mittelstandsholding mit Sitz in Bad Vilbel errichtet. Im Jahr 1997 begann der Börsengang mit stimmrechtslosen Vorzugsaktien, der im Jahr 1998 mit der Platzierung vinkulierter Stammaktien abschloss. Die neuen finanziellen Mittel ermöglichten STADA ab 1999 die zunehmende Internationalisierung.
32. Im Jahr 2001 begann STADA unter Einbeziehung von privatem Venture Capital mit der Entwicklung von Biogenerika (heute: Biosimilars). Darüber hinaus trieb STADA die internationale Expansion voran, so dass im Jahr 2001 erstmals die Umsatzschwelle von EUR 500 Mio. überschritten wurde. Im selben Jahr fand eine Wandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien statt und es erfolgte die Aufnahme in den MDAX. Im Folgejahr erwarb STADA den zweitgrößten spanischen Generika-Anbieter Bayvit S.A. Im Jahr 2004 gelang STADA mit dem Erwerb von ca. 97,5 % der Anteile des russischen Pharmaunternehmens Nizhpharm OJSC ein strategisch wichtiger Schritt zum Ausbau des Geschäfts in Russland. Bis einschließlich 2007 erfolgten weitere wichtige Schritte zur internationalen Expansion, wie zum Beispiel die Akquisition der serbischen Hemo-

⁴ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 164.

⁵ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 163.

farm-Gruppe. Im Jahr 2008 startete STADA den Vertrieb des Biosimilars mit dem Wirkstoff Epoprostenol im Rahmen einer von der BIOCEUTICALS Arzneimittel AG („BIOCEUTICALS AG“) erteilten Vertriebslizenz unter dem Markennamen Silapo(R) in Deutschland. Damit war STADA eines der ersten Unternehmen weltweit, das ein Biosimilar auf den Markt gebracht hat. Im Jahr 2010 platzierte STADA ihre erste Unternehmensanleihe, wodurch u.a. diverse weitere nationale und internationale Akquisitionen finanziert werden konnten. Im Rahmen eines im Jahre 2010 eingeleiteten konzernweiten Kosteneffizienzprogramms begann STADA mit der Umsetzung der ersten entsprechenden Maßnahmen. Im Jahr 2012 setzte STADA weitere Maßnahmen im Rahmen des Kosteneffizienzprogramms um, wie zum Beispiel den Verkauf einer irischen und zweier russischer Produktionsstätten. Zudem erwarb STADA mit Thornton & Ross Ltd. den fünftgrößten Anbieter im britischen OTC-Markt („Over the Counter“ bzw. „OTC“).

33. Zur Bündelung der IT-Dienstleistungen gründete STADA im Jahr 2013 in Serbien ein IT-Shared-Service-Center. Zusätzlich erweiterte STADA sein Biosimilar-Angebot und platzierte erfolgreich eine zweite Unternehmensanleihe. Im Jahr 2014 richtete STADA das Logistik- und Vertriebszentrum in Dubai ein und erreichte erstmals einen Umsatz von mehr als EUR 2,0 Mrd. Im Jahr 2015 platzierte STADA zur Refinanzierung der im selben Jahr auslaufenden Unternehmensanleihe aus dem Jahr 2010 eine weitere Unternehmensanleihe. Zudem lizenzierte STADA das Biosimilar Pegfilgrastim der Gedeon Richter AG ein, um die Biosimilar-Aktivitäten auszubauen. Darüber hinaus stärkte STADA das Markenprodukt-Portfolio durch den Erwerb der österreichischen SCIOTEC Diagnostics Technologies GmbH. Im Jahr 2016 erhielt STADA die „positive opinion“ für ein Biosimilar Teriparatid. Des Weiteren erwarb STADA das britische Markenprodukt-Unternehmen Natures Aid Ltd. mit einem international ausgerichteten Nahrungsergänzungsportfolio.
34. Mitte des Jahres 2017 bündelte STADA zur Steigerung der Effizienz und Stärkung des nationalen Geschäfts die deutschen Vertriebsfunktionen. Im Rahmen dessen wurde die STADA GmbH auf die STADAvita GmbH, unter Fortführung der STADA GmbH, und die STADApHarm GmbH (STADApHarm) auf die cell pharm Gesellschaft für pharmazeutische und diagnostische Präparate mbH, unter Fortführung der STADApHarm, verschmolzen, sowie die Organisations- und Vertriebsstrukturen in den beiden Gesellschaften gebündelt. Im 4. Quartal 2017 wurde weiterhin ein Vertrag zum Verkauf der von STADA gehaltenen Anteile an der STADA Vietnam J.V. zum 31. Dezember 2019 geschlossen. Seit dem 19. August 2019 firmiert die STADA Vietnam J.V. als STELLAPHARM J.V. Co. Ltd.
35. In Folge eines am 19. Juli 2017 von der Nidda Holding veröffentlichten Übernahmeangebots, erlangten Bain Capital und Cinven mittelbar die Kontrolle über rd. 63,87% des eingetragenen Grundkapitals und der Stimmrechte der STADA Arzneimittel AG. Bis Ende des Jahres 2017 erhöhte die Nidda Holding ihre Beteiligung weiter. Nach Einbringung sämtlicher von der Nidda Holding gehaltenen STADA-Aktien in die Nidda Healthcare im Wege einer Sacheinlage im August und September 2017, kündigte die Nidda Healthcare den Abschluss eines BGAV an, welchem am 2. Februar 2018 in einer außerordentlichen Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG zugestimmt wurde. Am 2. Oktober 2018 unterbreitete die Nidda Healthcare, als direkte 100%ige Tochtergesellschaft der Nidda Holding ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot. Nach Abschluss des Delisting-Erwerbsangebot gab die Nidda Healthcare am 12. November

2018 bekannt, dass sie insgesamt 93,61% der ausgegebenen STADA-Aktien hält. Die Nidda Healthcare hat im Zeitraum von März 2020 bis Mai 2020 mit verschiedenen Aktionären Aktienkaufverträge über den Erwerb von insgesamt 2.469.314 Aktien bzw. 3,96% des Grundkapitals der STADA Arzneimittel AG zu Preisen von EUR 96,50 bis EUR 98,00 je Aktie abgeschlossen. Der aus den Erwerben resultierende, volumengewichtete Kaufpreis beträgt EUR 97,38 je STADA-Aktie.

36. Im Jahr 2018 tätigte STADA zur Unterstützung des organischen Wachstum mehrere ausgewählte Akquisitionen. Im 2. Quartal 2018 erwarb STADA von Janssen Pharmaceutica NV die Rechte an dem medizinischen Anti-Schuppen-Shampoo Nizoral® für Europa, Afrika und den Nahen Osten. Nizoral® ist in den genannten Regionen klarer Marktführer unter den medizinischen Anti-Schuppen-Shampoos. Im Bereich der Biosimilars wurde zum einen ein Vertrag über die Co-Entwicklung eines Biosimilars von Lucentis® mit der Xbrane Biopharma AB abgeschlossen und zum anderen erwarb STADA die Mehrheit an der BIOCEUTICALS Arzneimittel AG. Weiterhin einigte sich STADA mit der Ladival GmbH & Co KG auf die sofortige Rückübertragung der Markenrechte für das Sonnenschutzmittel Ladival® in der EU nachdem im Jahr 2013 STADA diese Rechte am Sonnenschutzmittel Ladival veräußert und Ladival seither als Lizenznehmer in deutschen Apotheken vertrieben hatte. Zudem erhöhte STADA die Beteiligung an der Pymepharco in Vietnam auf 72%. Pymepharco ist derzeit der zweitgrößte Hersteller von verschreibungspflichtigen Generika in Vietnam. Seit Dezember 2018 wird das Biosimilar mit dem Wirkstoff Epoetin zeta unter dem Markennamen Retacrit™ durch eine von der BIOCEUTICALS AG erteilte Herstell- und Vertriebslizenz an Pfizer auch in den USA vertrieben.
37. In der Mitte des Jahres 2019 gab STADA den Ausbau der strategischen Partnerschaft zur Entwicklung von Biosimilars mit der Xbrane Biopharma AB bekannt. Die beiden Gesellschaften prüfen dabei potenzielle Entwicklungs- und Vermarktungsk Kooperationen rund um die präklinischen Biosimilars Xcimzane und Xdivane sowie anderer Biosimilars. Am 7. Juni 2019 schloss STADA über ihre britische Tochtergesellschaft Thornton & Ross Ltd. mit GlaxoSmithKline einen Vertrag für den Kauf von fünf Hautpflegemarken und einem pädiatrischen Hustenmittel in Europa sowie ausgewählten Märkten in der Asien-Pazifik Region und Lateinamerika.
38. Im 4. Quartal 2019 kündigte STADA drei größere Transaktionen an. Am 4. November 2019 veröffentlichte STADA die Absicht Walmark a.s., einen führenden Hersteller von Consumer-Health-Produkten in Osteuropa, zu übernehmen. Das Unternehmen beschäftigt mehr als 540 Mitarbeiter und verfügt insbesondere in Osteuropa über eine hohe Marktpräsenz. Der Abschluss der Transaktion erfolgte im 1. Quartal 2020.⁶
39. Weiterhin erwarb STADA ausgewählte Produkte der Takeda Pharmaceutical Company Limited mit einem Gesamtwert von USD 660 Mio. Das Portfolio umfasst circa 20 rezeptfreie OTC-

⁶ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 29.

Produkte und verschreibungspflichtige Arzneimittel, die bisher u.a. in Russland, Georgien, Aserbaidschan, Weißrussland, Kasachstan und Usbekistan verkauft wurden. Die Transaktion wurde am 5. November 2019 und der Abschluss im ersten Quartal 2020 bekanntgegeben.⁷

40. Am 2. Dezember 2019 gab STADA die Übernahme von rezeptpflichtigen Arzneimitteln und Consumer-Health-Produkten der Biopharma-Gruppe, einem der wichtigsten Pharmahersteller in der Ukraine, bekannt. Im Zuge der Akquisition übernahm STADA die Produktionsanlagen in Bila Tserkva, in der Region Kiew, sowie rund 300 Mitarbeiter. Der Abschluss der Transaktion erfolgte im Dezember 2019.
41. Zu Beginn des Jahres 2020 verkündete STADA die Akquisition von 15 etablierten Consumer-Health-Produkten für verschiedene therapeutische Gebiete von GlaxoSmithKline. Im 1. Quartal 2020 wurde zudem die Akquisition des FERN-C Portfolios, einem gut etablierten Sortiment an Vitamin-C-haltigen Nahrungsergänzungsmitteln auf den Philippinen, abgeschlossen. Des Weiteren wurde auch im selben Quartal das Kundenportfolio der Opti Pharm AG, einem Spezialisten für den Handel und Vertrieb von pharmazeutischen Produkten, in der Schweiz übernommen.
42. Im 2. Quartal 2020 hat die STADA ihre Anteile an der argentinischen Laboratorio Vannier SA und an der britischen Slam Trading Ltd. veräußert.

2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

2.3.1. Geschäftsmodell

43. Die STADA Arzneimittel AG ist die Obergesellschaft eines international tätigen Gesundheitskonzerns. Der Fokus des Konzerns liegt auf den beiden Segmenten Generika und Markenprodukte. Unter Kosten- und Risikogesichtspunkten konzentriert sich STADA nicht auf die Erforschung und Entwicklung innovativer Wirkstoffe, sondern auf die Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer Produkte. Diese unterliegen nicht mehr gewerblichen Schutzrechten, insbesondere Patenten, mehr und werden als Generika bezeichnet.
44. In den Bereichen Generika und Markenprodukte nimmt STADA hinter den Unternehmen Teva Ltd., Novartis AG und Mylan Inc. eine führende Marktposition in Europa ein. Im Generika-Segment entwickelt und vertreibt STADA meist rezeptpflichtige Arzneimittel, die eine wirkstoffgleiche Kopie eines bereits unter einem anderen Markennamen auf dem Markt befindlichen Produktes darstellen. Dagegen werden im Markenprodukte-Segment im Wesentlichen verschreibungsfreie Produkte (OTC), unter einem Markennamen bekannte verschreibungspflichtige (RX) und verschreibungsfähige Produkte (OTX) vertrieben. Während der Markt für verschreibungspflichtige Generika durch regulierte Abnehmerpreise, einen intensiven Wettbewerb, hohen

⁷ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 29.

Kostendruck und hohe Anforderungen an Produktionssicherheit sowie Produktqualität charakterisiert ist, stehen im Markt für Markenprodukte das Preisniveau, die Marketingstrategie, geringere regulatorische Vorgaben sowie Kundenloyalität im Vordergrund.

45. Im Geschäftsjahr 2019 erwirtschaftete STADA ausgewiesene Umsatzerlöse von EUR 2.608,6 Mio. Der Umsatzerlösanteil des Segments Generika betrug 58,8% und der der Markenprodukte 41,2%.⁸ Innerhalb des Segments Generika waren im Geschäftsjahr 2019 Europa, Deutschland und die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS/CIS⁹) die Märkte mit der größten Umsatzbedeutung. Innerhalb des Segments Markenprodukte waren im Geschäftsjahr 2019 Europa, Deutschland, Großbritannien und die GUS die Märkte mit der größten Umsatzbedeutung.
46. STADA weist eine internationale Vertriebsstruktur auf, die aus national ausgerichteten Vertriebsgesellschaften besteht. Gemäß der operativen Aufstellung sind die im Vertrieb tätigen Tochtergesellschaften zwar zentral organisiert, verfügen aber dennoch über eine große Marktnähe und damit über eine außerordentliche Vertriebsstärke. Inklusive des Exportanteils vertreibt STADA ihre Produkte in rund 120 Ländern.
47. Um organisches Wachstum zu erzielen, verfügt der Konzern über eine gut gefüllte Produkt-Pipeline. Im Geschäftsjahr 2019 konnte STADA weltweit 729 einzelne Produkte einführen. Zudem verfolgte STADA zum 31. Dezember 2019 über 1.200 Zulassungsverfahren für mehr als 160 pharmazeutische Wirkstoffe und Wirkstoffkombinationen in über 50 Ländern. Darunter fallen zum einen alle relevanten Generika und zum anderen zahlreiche Markenprodukte. Die Zahl der neuen Zulassungsanträge belief sich im Geschäftsjahr 2019 auf mehr als 730. Die Zahl der neuen Zulassungen betrug über 700. Im Segment Markenprodukte liegt der Fokus von STADA einerseits auf der Erweiterung bestehender Produktlinien. Andererseits liegt das Augenmerk auf der zunehmenden Internationalisierung erfolgreicher Markenprodukte. Dabei führt der Konzern ausgewählte Produkte, die bis dato vor allem regional erfolgreich sind, auch in anderen Märkten ein.
48. Grundsätzlich verfügt STADA bei der Lieferkette und der pharmazeutischen Produktion über ein hohes Maß an Flexibilität. Aufgrund des umfassenden Produktportfolios bedient sich STADA sowohl bei der Lieferkette als auch bei der pharmazeutischen Produktion eines internationalen Netzwerks von internen und externen Ressourcen. In diesem Zusammenhang stellt STADA i.d.R. die zur Produktion benötigten Wirk- und Hilfsstoffe nicht selbst her, sondern bezieht diese im Wesentlichen von preisgünstigen Lieferanten in Niedrigkostenländern. Die Produktion der Arzneimittel erfolgt an konzerner eigenen Produktionsstätten und Prüflaboren. Aufgrund der sukzessiven Überführung von Produktionsmengen innerhalb der eigenen Produktionsstätten wird mittlerweile ein Großteil des konzernweiten Produktionsvolumens in Niedrigkostenländern gefertigt wird.

⁸ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 134.

⁹ Die CIS Region (Commonwealth of Independent States) definiert eine Gemeinschaft unabhängiger Staaten, in der sich verschiedene Nachfolgestaaten der Sowjetunion zusammengeschlossen haben. Die für STADA relevanten Länder umfassen dabei insbesondere die Staaten Russland, Ukraine und Kasachstan.

49. Die Vertriebsstrategie von STADA richtet sich nach den individuellen Marktverhältnissen der einzelnen Länder. Sie wird im Wesentlichen danach ausgerichtet, ob es sich um einen regulierten Markt mit Preisvorgaben handelt oder einen sog. Selbstzahlermarkt, wie zum Beispiel Russland. Zudem ist STADA in den einzelnen Ländern mit unterschiedlichem Gewicht in den Segmenten Generika und Markenprodukte vertreten.
50. Zu den wichtigsten Kundengruppen von STADA zählen Patienten und Endverbraucher, Ärzte, Apotheken und Apothekenketten, Krankenhäuser, Versandhändler, Einkaufsgemeinschaften, Großhandlungen und andere Dienstleister im Gesundheitsmarkt sowie Kostenträger in Form von gesetzlichen oder privaten Krankenkassen.

2.3.1.1. Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz – Generika

51. Bei Generika handelt es sich gemäß der STADA-Segmentdefinition um Produkte für den Gesundheitsmarkt – i.d.R. mit Arzneimittel-Charakter –, die einen oder mehrere Wirkstoffe enthalten, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind und deren vertriebliche Positionierung eines der drei folgenden Kriterien erfüllt:
 1. das Produkt wird unter Betonung eines günstigen Preises, i.d.R. gegenüber dem wirkstoffgleichen Produkt eines anderen Anbieters, angeboten oder
 2. das Produkt ist integraler Teil eines produkt- und indikationsübergreifenden Vermarktungskonzeptes für überwiegend verschreibungspflichtige Produkte mit Wirkstoffen, deren gewerbliche Schutzrechte i.d.R. abgelaufen sind oder
 3. das Produkt wird unter seinem internationalen Freinamen (INN) vertrieben.
52. Generika beziehen sich damit i.d.R. auf verschreibungspflichtige, mehrheitlich erstattungsfähige Wirkstoffe (Arzneimittel). Bei der Vermarktung von Generika steht ein günstiger Preis im Vordergrund.
53. Der Generikamarkt ist durch hohe Preissensibilität, kontinuierlichen Margendruck, intensiven Wettbewerb und sich stetig verändernde regulatorische Rahmenbedingungen gekennzeichnet. Vor diesem Hintergrund ist im Generika-Segment die jeweilige Zusammensetzung des Produktportfolios stark auf die regulatorische Struktur der Märkte und die vereinbarten Rabattverträge ausgerichtet. Da sich die Arzneimittel des Generika-Segments fast ausschließlich auf verschreibungspflichtige Wirkstoffe beziehen, bestimmt sich der Abgabepreis eines generischen Arzneimittels zumeist durch den obligatorischen Bezug zu einer kommunalen oder nationalen Erstattungspreisliste. Aufgrund des Kostendrucks der öffentlichen Sozialversicherungsträger ist der Generikamarkt durch eine stetige Preisanpassung geprägt, die in Form der Festlegung von maximalen Erstattungspreisen (Festbeträgen), Erstattungspreiskürzungen, der Anwendung von internationalen Referenzpreismodellen oder – wie in Deutschland – durch die Einführung von Ausschreibungsmodellen durchgesetzt wird. Durch das kontinuierliche Auslaufen von Patenten und anderen gewerblichen Schutzrechten ergibt sich ein relativ sicheres Wachstumspotential,

welches gleichzeitig jedoch nur relativ kurz anhält und kontinuierlich durch neue Generika ergänzt werden muss.

54. Die Generika-Vermarktung orientiert sich aufgrund der Unzulässigkeit patientenbezogener Werbung nicht an einer „produktbezogenen“ Marketingstrategie, sondern an den fortlaufend angepassten Erstattungspreislisten, die sich aus Preisverhandlungen mit den Kostenträgern und öffentlichen Ausschreibungen, i.d.R. auf Basis hoher Abnahmevolumina für einzelne Wirkstoffe, ergeben.¹⁰ Ärzte verschreiben abhängig von den regulatorischen Rahmenbedingungen entweder konkrete Arzneimittel oder den entsprechenden Wirkstoff, wobei im letzteren Fall i.d.R. die Apotheken die Arzneimittelauswahl treffen. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Budgetrestriktionen von öffentlichen Gesundheitssystemen sind sowohl Ärzte als auch Apotheken dazu angehalten, kostengünstige Arzneimittel zu verschreiben bzw. abzugeben.
55. Im Generika-Segment sind die Anforderungen an das Produkt-Portfolio stark auf die regulatorische Struktur in den einzelnen Märkten, in denen die Generika vertrieben werden, ausgerichtet. I.d.R. beinhaltet das Produkt-Portfolio für die meisten relevanten pharmazeutischen Wirkstoffe zahlreiche Darreichungsformen und Dosierungen. Die STADA Top-5-Generika-Wirkstoffe waren im Geschäftsjahr 2019 Epoetin Zeta, Tilidin Naloxon, Atorvastatin, Omeprazol und Pantoprazol.¹¹
56. Das Generika-Segment beinhaltet auch Biosimilars. Hierbei handelt es sich um im Vergleich zu Generika deutlich komplexere Nachbildungen von Biopharmazeutika. Da Biosimilars aufgrund der Kostenintensität biopharmazeutischer Produkte einen erheblichen Beitrag zur Kostenreduzierung der Gesundheitssysteme leisten können, werden ihnen hohe Wachstumspotentiale zugeschrieben. Mit Blick auf die Wachstumsmöglichkeiten baut der Konzern sein Biosimilar-Portfolio kontinuierlich aus. Derzeit ist STADA mit zwei Biosimilars – SILAPO®, einem Erythropoetin-Biosimilar, und Movymia®, einem Teriparatid-Biosimilar, – am Markt. Darüber hinaus hat STADA weitere Biosimilars einlizenziert, die sich derzeit in der Entwicklung befinden. Des Weiteren besteht zwischen STADA und XBrane Biopharma AB, einem schwedischen Biosimilar-Unternehmen, ein Vertrag über die gemeinsame Entwicklung von Xlucane, einem Biosimilar von Lucentis® (Ranibizumab). Im Geschäftsjahr 2019 bauten STADA und XBrane Biopharma AB ihre strategische Partnerschaft zur Entwicklung von Biosimilars aus. Dies ermöglicht beiden Unternehmen die Prüfung potenzieller Entwicklungs- und Vermarktungsk Kooperationen rund um die präklinischen Biosimilars Xcimzane und Xdivane von XBrane Biopharma AB sowie weiteren Biosimilars, die sich für die Portfolios beider Unternehmen eignen. Ende 2019 gab STADA bekannt, dass die Gesellschaft mit Alvotech ehf, einem internationalen biopharmazeutischen Unternehmen, eine exklusive strategische Partnerschaft zur Vermarktung von sieben Biosimilars in allen europäischen Kernmärkten und ausgewählten Märkten außerhalb Europas eingegangen ist. Die Partnerschaft umfasst zunächst Biosimilar-Kandidaten zur Behandlung von Autoimmunerkrankungen, Krebs und entzündlichen Erkrankungen sowie im Bereich der Augenheilkunde für Patienten weltweit. Im Rahmen dieser Partnerschaft ist Alvotech für die Entwicklung,

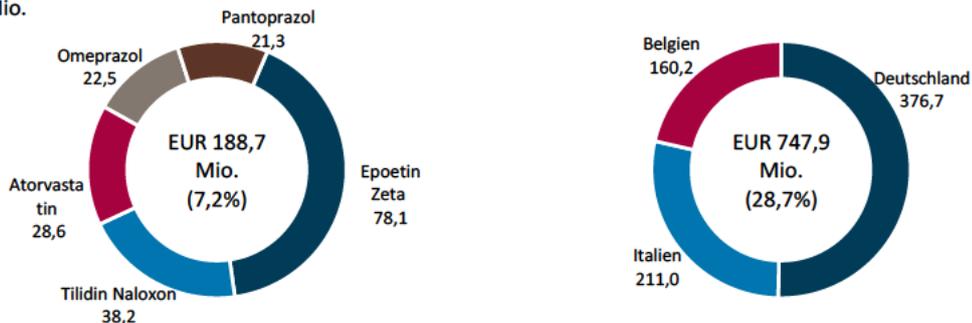
¹⁰ Für weitere Informationen siehe Rz. 169.

¹¹ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2019, S. 10.

Zulassung und Lieferung der Biosimilars innerhalb der EU verantwortlich. STADA wird die Produkte in den meisten europäischen Kernmärkten exklusiv vermarkten.

57. Innerhalb des Segments Generika waren im Geschäftsjahr 2019 Deutschland, Italien und Belgien Staaten die Märkte mit der größten Umsatzbedeutung.¹²

Umsatzerlöse im Generika-Segment der Top-5-Wirkstoffe und Top-Länder im Geschäftsjahr 2019 in EUR Mio.



Quellen: STADA, Geschäftsbericht 2019, S.10 und STADA, interne Auswertung.

2.3.1.2. Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz – Markenprodukte

58. Bei Markenprodukten handelt es sich um Produkte für den Gesundheitsmarkt, die einen oder mehrere Wirkstoffe enthalten, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind und deren vertriebliche Positionierung eines der beiden folgenden Kriterien erfüllt:

1. Das Produkt wird unter einem produktspezifischen Markennamen und unter Betonung spezifischer Produkteigenschaften angeboten, die auf eine Alleinstellung des Produktes gegenüber Wettbewerbsprodukten und anderen Konzernprodukten abzielen oder
2. das Produkt ist Teil eines Vermarktungskonzeptes für überwiegend nicht-verschreibungspflichtige Produkte, die mehrheitlich unter einem produktspezifischen Markennamen und unter Betonung verschiedener spezifischer Produkteigenschaften angeboten werden, die auf eine Alleinstellung des Produktes gegenüber Wettbewerbsprodukten und anderen Konzernprodukten abzielen.

59. Bei den Markenprodukten, unter denen STADA im Wesentlichen verschreibungsfreie (OTC), unter einem Markennamen bekannte verschreibungspflichtige (RX) und verschreibungsfähige (OTX) Produkte versteht, forciert der Konzern nicht nur die Erweiterung des Portfolios, sondern auch die zunehmende Internationalisierung erfolgreicher Marken.

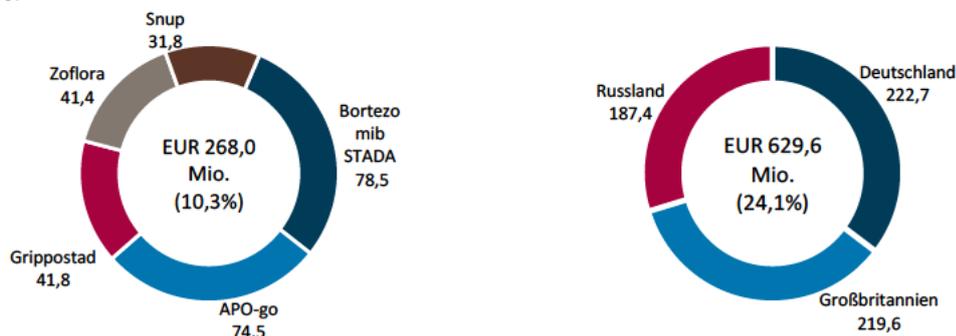
60. Bei den Markenprodukten richtet sich demnach der vertriebliche Schwerpunkt nach den jeweiligen Produkteigenschaften und insbesondere die jeweiligen Markennamen, die durch aktives Marketing gestärkt werden. Der Markt für Markenprodukte folgt weniger regulatorischen Rah-

¹² Die Darstellung der Umsatzerlöse nach Top-Ländern basiert auf einer internen Auswertung von STADA und weicht von den Darstellungen im Geschäftsbericht 2019 ab. Diese Darstellungsform wurde gewählt um eine Vergleichbarkeit zur Planungsrechnung herzustellen.

menbedingungen, da diese im Gegensatz zu Generika überwiegend nicht-verschreibungspflichtig sind und aktiv vermarktet werden können. Entsprechend differenzieren sich die Wettbewerber über Produktpolitik, Kommunikationsstrategie und Distributionsmaßnahmen. Im Rahmen der Vermarktung setzt STADA auf Fernseh- und Printwerbung sowie Aktivitäten in den digitalen und sozialen Medien.

- 61. Innerhalb von STADA werden die produktpolitischen Entscheidungen für OTC-Produkte zentral über einen konzernweiten Beschaffungs-, Logistik- und Vertriebsprozess gesteuert. In diesem Rahmen werden grundsätzliche Marketingentscheidungen im Hinblick auf Portfolioentscheidungen und die Produktaufmachung konzernweit abgestimmt und verbindlich festgelegt. Die Kommerzialisierung erfolgt weitestgehend lokal.
- 62. Im Markenprodukte-Segment verfolgt der Konzern ein Konzept der so genannten „starken Marken“, das auf einen hohen Bekanntheitsgrad setzt. Insgesamt deckt STADA in diesem Bereich alle wesentlichen Indikationen ab. Die Top-5-Markenprodukte waren im Geschäftsjahr 2019 Bortezomib STADA®, APO-Go®, Grippestad®, Zoflora® und Snup®.
- 63. Innerhalb des Segments Markenprodukte waren im Geschäftsjahr 2019 Deutschland, Großbritannien und Russland die Märkte mit der größten Umsatzbedeutung.¹³

Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment der Top-5-Produkte und Top-Länder im Geschäftsjahr 2019 in EUR Mio.



Quellen: STADA, Geschäftsbericht 2019, S.11 und STADA, interne Auswertung.

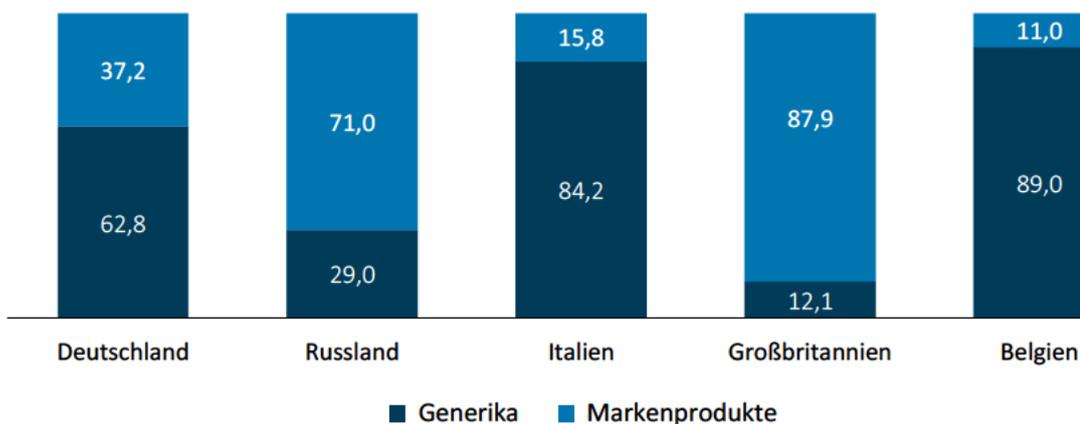
2.3.1.3. Internationaler Fokus

- 64. STADA vertreibt Generika und Markenprodukte in rund 120 Ländern, wobei alle europäischen Märkte sowie die wesentlichen Wachstumsmärkte in der MENA-Region, Asien, Südamerika und Australien abgedeckt werden. Ein Teil der Umsatzerlöse wird somit in Nicht-Euro-Währungen fakturiert. Zu den umsatzstärksten Regionen im Geschäftsjahr 2019 zählten die Absatzmärkte Deutschland, Russland, Italien, Großbritannien und Belgien.

¹³ Die Darstellung der Umsatzerlöse nach Top-Ländern basiert auf einer internen Auswertung von STADA und weicht von den Darstellungen im Geschäftsbericht 2019 ab.

65. Während in Ländern wie Russland oder Großbritannien die Umsatzerlöse überwiegend mit Markenprodukten erwirtschaftet werden, erzielt STADA in Ländern wie Italien oder Belgien einen großen Anteil der Umsatzerlöse mit Generika. Im Vergleich hierzu ist die Umsatzverteilung zwischen Generika und Markenprodukten im bedeutendsten Absatzmarkt Deutschland relativ ausgewogen im Vergleich zu den anderen vier Ländern.¹⁴

Umsatzerlösverteilung nach Ländern und Segmenten in % im Geschäftsjahr 2019



Quelle: STADA, interne Auswertung.

66. Der europäische Markt ist stark fragmentiert, wodurch STADA mit unterschiedlichen Regulierungen und Vertriebsansätzen konfrontiert wird.
67. In Deutschland erwirtschaftete STADA im Geschäftsjahr 2019 62,8% der Umsatzerlöse mit Generika, welche mehrheitlich durch die Vertriebsgesellschaft ALIUD PHARMA GmbH („ALIUD PHARMA“) generiert wurden. Insbesondere im Indikationsgebiet Schmerz ist ALIUD PHARMA im Rahmen der Krankenkassenausschreibungen erfolgreich. Die Generika-Strategie fokussiert sich auf die kontinuierliche Optimierung des Produktportfolios, um weiterhin erfolgreich an Krankenkassenausschreibungen in den für STADA wesentlichen Indikationsgebieten teilzunehmen. Neben dem Vertriebsmodell Krankenkassenausschreibungen generiert STADA über die Tochtergesellschaft STADapharm zusätzlich Umsatzerlöse mit Krankenhäusern und Kooperationskunden, wobei es sich in diesem Bereich insbesondere um den Vertrieb von Präparaten im onkologischen Bereich handelt.
68. Während verschreibungsfreie Markenprodukte im Geschäftsmodell von ALIUD PHARMA und STADapharm lediglich eine untergeordnete Rolle spielen, wird der Verkauf von Markenprodukten im Wesentlichen durch die Tochtergesellschaft STADA GmbH (seit 1. Juli 2020 firmierend unter STADA Consumer Health Deutschland GmbH) gesteuert. STADA GmbH verfügt über einen

¹⁴ Die Darstellung der Umsatzerlösverteilung in den Top-Ländern basiert auf einer internen Auswertung von STADA und weicht von den Darstellungen im Geschäftsbericht 2019 ab.

eigenen Außendienst und generiert Umsatzerlöse mit Apotheken und Großhandel. Die wichtigsten Markenprodukte der STADA GmbH umfassen in diesem Zusammenhang u.a. Grippostad (Erkältung), Hoggar Night (Schlafmittel), Ladival (Sonnenschutz) und Multilind (Wundheilsalbe).

69. Der Teilkonzern STADA CIS ist die Basis für den Vertrieb in den CIS-Ländern¹⁵. Auf dem russischen Markt vertreibt STADA Markenprodukte sowie Generika, wobei das Markenprodukte-Segment durch Akquisitionen getrieben wurde. Der Fokus im Markenprodukte-Segment liegt auf verschreibungspflichtigen Produkten und Consumer-Healthcare-Produkten (einschließlich Nahrungsergänzungsmitteln). Bekannte Produkte sind zum Beispiel die Marke „Aqualor“ (Erkältungsmittel, erworben im Jahr 2014) oder das Kardio-Produkt „Cardiomagnyl“ (im Jahr 2019 aus dem OTC-Portfolio von Takeda erworben). Die Mehrzahl der Produkte wird lokal hergestellt, der verbleibende Anteil wird importiert. Aufgrund des Bezuges von Rohstoffen und z.T. Fertigware in Fremdwährung (Euro, USD) ist die Bruttomarge teilweise vom Wechselkurs der lokalen Währung Rubel in Fremdwährung bestimmt.
70. In Italien vertreibt STADA das Produktportfolio insbesondere über die Tochtergesellschaft EG S.p.A., welche ihre Umsatzerlöse maßgeblich durch die Vermarktung von Generika erwirtschaftet. Zu den beiden umsatzstärksten Generika zählen Pantoprazol und Lansoprazol (beides Protonenpumpenhemmer). Der Vertrieb von Generika erfolgt hauptsächlich über Großhändler und Apotheken. Neben Generika vertreibt die EG S.p.A. auch Markenprodukte, wobei in der jüngeren Vergangenheit das Produkt Hirudoid (Dermatologie) das wichtigste Medikament darstellte. Im Generika-Bereich zählen die Produkte Cholecalciferol (Vitaminpräparat) und Pantoprazol (Protonenpumpenhemmer) zu den umsatzstärksten Medikamenten.
71. STADAs Aktivitäten in Großbritannien sind maßgeblich durch den Vertrieb von Markenprodukten geprägt. Die wesentlichen Tochtergesellschaften umfassen in diesem Bereich die Unternehmen Britannia Pharmaceuticals Ltd., Thornton & Ross Ltd. und Natures Aid Ltd. Während die Gesellschaft Britannia Pharmaceuticals Ltd.¹⁶ ausschließlich auf den Vertrieb von Markenprodukten ausgerichtet ist und den Produktschwerpunkt insbesondere auf Arzneimittel gegen Nervenerkrankungen wie Parkinson legt,¹⁷ konzentriert sich die Gesellschaft Natures Aid Ltd. auf verschiedene verschreibungsfreie Markenprodukte, wie Nahrungsergänzungsmittel, Vitamine und Kräuterprodukte.¹⁸ Mit der Tochtergesellschaft Thornton & Ross Ltd. akquirierte STADA darüber hinaus im Geschäftsjahr 2013 einen Hersteller verschreibungsfreier Markenprodukte in Großbritannien, dessen Produktportfolio unter anderem die Medikamente Covonia

¹⁵ Die CIS Region (Commonwealth of Independent States) definiert eine Gemeinschaft unabhängiger Staaten, in der sich verschiedene Nachfolgestaaten der Sowjetunion zusammengeschlossen haben. Die für STADA relevanten Länder umfassen dabei insbesondere die Staaten Russland, Ukraine und Kasachstan.

¹⁶ 100%ige Enkelgesellschaft der Clonmel Healthcare Ltd.

¹⁷ Vgl. <https://www.britannia-pharm.co.uk/about/>, Stand vom 31. Juli 2020.

¹⁸ Vgl. <https://www.naturesaid.co.uk/about-us/>, Stand vom 31. Juli 2020.

(Erkältung) und Hedrin (Kopfläusemittel) sowie das für den Haushalt bestimmte Desinfektionsmittel Zoflora, aber auch Generika, Biosimilars und Spezialpharmazeutika umfasst.¹⁹ Handelspartner für das Markensortiment sind hierbei insbesondere der Apothekengroßhandel, Apotheken sowie Supermarkt- und Drogerieketten.

72. In Belgien ist STADA über die Vertriebsgesellschaft S.A. Eurogenerics N.V. vertreten, die den Logistik- und Vertriebsbereich eigenständig führt. Als Marktführer profitiert die belgische Gesellschaft von einem eingeführten Vollsortiment sowie der Präsenz eines landesweit eingesetzten Außendienstteams, welches maßgeblich für Generika und den laufenden Informationsaustausch mit Ärzten eingesetzt wird.

2.3.1.4. Entwicklungs- und Zulassungsprozess von Produkten

73. STADAs Geschäftsmodell umfasst neben dem Vertrieb die Entwicklung und den Einkauf bzw. die Herstellung verschreibungspflichtiger sowie nicht-verschreibungspflichtiger, patentfreier pharmazeutischer Wirkstoffe.
74. Dem Entwicklungsprozess vorgelagert sind die Funktionen des Portfoliomanagements,²⁰ welches die langfristigen Neueinführungsentscheidungen von STADA vorbereitet und die Portfolioentscheidungen nach Abstimmung mit dem Vertrieb verbindlich festlegt. In dem für Portfolioentscheidungen zuständigen Gremium von STADA werden strategische Portfolioentscheidungen maßgeblich unter Berücksichtigung der Absatzplanung der lokalen Vertriebsgesellschaften sowie der Evaluierung von technischen Machbarkeitsstudien vorgenommen. Ferner wird eine Entscheidung getroffen, ob die Entwicklung durch STADA selbst oder durch einen externen Entwicklungspartner durchgeführt wird.
75. Aufgrund des gegebenen Entwicklungszeitraumes von bis zu vier Jahren und einer Einreichungs- und Zulassungsperiode von bis zu zwei Jahren muss die Neueinführung eines Generikums mindestens sechs Jahre vor dem Patentablauf, d.h. dem Zeitpunkt der erstmalig möglichen Vermarktung eines Generikums, verbindlich entschieden werden. Werden die hierfür notwendigen Patentrecherchen hinzugerechnet, wird bei STADA eine Portfolioentscheidung für generische Produkte üblicherweise mit einem Zeitvorlauf von bis zu zehn Jahren getroffen. Bei freiverkäuflichen Produkten kann dieser Zeitraum deutlich kürzer sein, da für Nicht-Arzneimittel ein reduzierter Umfang nötiger Daten ausreichend sein kann; dies wird bei den vorbereiteten Entscheidungen entsprechend berücksichtigt.
76. I.d.R. wird bei einer Eigenentwicklung in der ersten Phase des Entwicklungsprozesses eine grundsätzliche Bewertung des aktiven pharmazeutischen Wirkstoffes²¹ auf Basis des Originalpräparats vorgenommen. In der anschließenden Formulierungsstrategie muss eine stabile Rezeptur gefunden werden, die nicht gegen Formulierungspatente des Originators verstößt, sich

¹⁹ Vgl. <http://www.thorntonross.com/aboutus.aspx>, Stand vom 31. Juli 2020.

²⁰ Dies gilt nur für die globalen Generika-Entwicklungen. Im Falle von Markenprodukt-Projekten ist Marketing der Auftraggeber, während das Portfoliomanagement nicht aktiv tätig ist.

²¹ Im Englischen: Active Pharmaceutical Ingredient bzw. „API“.

in wichtigen Parametern jedoch wie das Referenzprodukt verhält. Die gleichwertige therapeutische Wirkung muss u.a. in Stabilitätstests und klinischen Studien (Bioäquivalenzstudien) nachgewiesen werden. Die in der Entwicklungsphase identifizierten Rezepturen werden in den Produktionsmaßstab überführt. Die Ergebnisse der Entwicklung und des Transfers in den Produktionsmaßstab (Validierung) werden dokumentiert, um zu belegen, dass sich die Rezeptur später auch im Produktionsmaßstab reproduzierbar herstellen lässt.

77. Die Entwicklungsergebnisse werden in dem nachfolgenden Zulassungsprozess in entsprechenden Zulassungsunterlagen dokumentiert. Grundsätzlich kann ein pharmazeutischer Wirkstoff sowohl über nationale als auch übergreifende europäische Zulassungsverfahren registriert werden. Bei STADA werden die für die Marktregion Zentraleuropa zugelassenen Arzneimittel grundsätzlich in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) bzw. des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) vermarktet. In den meisten Fällen favorisiert STADA so genannte dezentrale Zulassungsverfahren, so dass die entsprechenden Zulassungsunterlagen von den verschiedenen nationalen Behörden der EU-Mitgliedsstaaten, in denen das Produkt vermarktet werden soll, bewertet werden. Die Kosten des Zulassungsverfahrens werden i.d.R. von STADA übernommen.
78. Zur Steuerung der konzernweiten Entwicklungsprojekte verfügt STADA über ein zentrales Projektmanagement, das eine transparente Steuerung der Produktentwicklung sicherstellt. Konzerninterne Entwicklungszentren für international ausgerichtete Projekte befinden sich in Deutschland und Serbien. STADA kooperiert zudem mit externen Partnern, hauptsächlich in Europa und Asien, um die Entwicklungsressourcen bestmöglich auszunutzen. Zusätzlich zur Eigenentwicklung greift STADA auf ein weltweites Netzwerk von externen Entwicklungspartnern zurück, über welche Dossiers und Zulassungen erworben werden. Dabei gewinnen insbesondere die Entwicklungspartnerschaften im Bereich Biosimilars (wie z.B. mit der XBrane Biopharma AB oder Alvotech ehf) zunehmend an Bedeutung.²²

2.3.1.5. Einkaufs- und Herstellungsprozesse

79. STADA produziert Produkte an 20 Produktionsstandorten. Die wesentlichen Produktionskapazitäten von STADA befinden sich in Niedrigkostenländern wie Osteuropa und Asien. Außerdem bestehen Produktionsanlagen in Deutschland und Großbritannien.
80. Die zur pharmazeutischen Produktion benötigten Wirk- und Hilfsstoffe werden von STADA nicht selber hergestellt, sondern vor allem von preisgünstigeren Lieferanten aus Niedrigkostenländern, insbesondere im asiatischen Raum, bezogen. In diesem Zusammenhang verfügt STADA über Beschaffungsbüros in Shanghai (China) und Mumbai (Indien). Sofern STADA Produkte im Rahmen von Lohnherstellung produzieren lässt, ist das Unternehmen von den mit den Lohnherstellern auszuhandelnden Lieferpreisen abhängig. Um das Risiko von Margenverlusten aufgrund von rückläufigen Absatzpreisen zu senken, werden die Lieferanten soweit wie möglich durch Preisgleitklauseln, bei denen Bezugspreise an Absatzpreise gekoppelt werden, am Preis-

²² Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2017, S. 26.

risiko beteiligt. In diesem Zusammenhang greift STADA neben Preisgleitklauseln auch auf andere Mechanismen wie beispielsweise Nachverhandlungen oder Sonderbeschaffungspreise bei speziellen Absatzmengen, wie beispielsweise bei Ausschreibungsverträgen, zurück.

81. Die Tätigkeiten in den Bereichen Supply Chain und Purchasing werden weitgehend zentralisiert ausgeführt und verantwortet. Hauptziel der Bereiche Supply Chain und Purchasing ist es, die Einkaufspreise von Dritten für bezogenes Material (Fertigware, Bulk, API, Hilfsstoffe und Verpackungen aller Art) kontinuierlich zu senken, um vor dem Hintergrund des starken Kostendrucks wettbewerbsfähig zu bleiben. Darüber hinaus ist es das Ziel, sowohl die Lieferzeiten als auch die Mindestbestellmengen zu optimieren. Beides resultiert in einer verbesserten Reaktionsfähigkeit, einem effektiven Working Capital Management und geringen Abschreibungen des Vorratsbestandes. Die globale Einkaufsorganisation stellt sicher, dass im Rahmen von Verhandlungen Skaleneffekte auf Gruppenebene generiert werden können.
82. Die globale Einkaufsorganisation ist in zwei Abteilungen mit unterschiedlichen Aufgabenbereichen strukturiert: dem „Third Party Manufacturing“ und dem „Purchasing of Production Materials“. Im Bereich „Third Party Manufacturing“ wird der Einkauf der von Lohnfertigern bezogenen Fertigwaren gebündelt. Im Bereich „Purchasing of Production Materials“ wird der Einkauf der Wirkstoffe, Hilfsstoffe sowie Verpackungen gebündelt. Neben der zentralen Verhandlung obliegt diesem Bereich die Identifikation und Qualifizierung von neuen Lieferanten. Da sich der Lieferanten-Markt für Wirkstoffe in ständigem Wandel befindet und der Markt insgesamt dynamisch ist, wird so sichergestellt, dass die STADA-eigenen Werke von den jeweils preisgünstigsten und qualitativ den Anforderungen entsprechenden Lieferanten aus aller Welt (mit einem immer stärkeren Fokus auf China und Indien) beziehen können, ohne selbst dauerhaft dezentral den Markt überwachen und analysieren zu müssen.

2.3.1.6. Arzneimittelzulassung/Pharmakovigilanz und Quality Assurance/Quality Control

83. Eine weitere, wesentliche Funktion im konzernweiten Zulassungsprozess von STADA kommt dem Bereich der Arzneimittelzulassung zu, der neben der Beantragung von neuen Zulassungen eine laufende Aktualisierung der Zulassungsunterlagen bestehender Produkte vornimmt und damit zur Aufrechterhaltung der arzneimittelrechtlichen Zulassungen beiträgt. Neben dieser Funktion nimmt der Bereich Quality Assurance/Quality Control („QA/QC“) fortlaufende Kontrollfunktionen wahr, welche eine dauerhafte, konstante Qualität der Erzeugnisse über den gesamten Produktlebenszyklus sicherstellen.
84. Eine abschließende Einschätzung über die Sicherheit von Arzneimitteln kann auch zum Zeitpunkt ihrer erstmaligen Zulassung, dem Termin der Erteilung einer entsprechenden arzneimittelrechtlichen Zulassung, nicht erfolgen. Hersteller von Medikamenten sind daher dazu verpflichtet, auch nach der Zulassung alle bekanntgewordenen Arzneimittelrisiken fortlaufend und systematisch zu dokumentieren und auszuwerten. Die wesentliche Aufgabe der Pharmakovigilanz besteht darin, die Kenntnisse über mit der Anwendung der Arzneimittel verbundene Arzneimittelrisiken, z.B. Neben- und Wechselwirkungen, auf dem aktuellen Stand der Wissenschaft zu halten. Mit dieser Funktion wird sichergestellt, dass Patienten, Ärzte und Apotheker

in einem fortlaufenden Prozess auf diese Risiken und ggf. auf Möglichkeiten zu ihrer Minimierung hingewiesen werden. Vor diesem Hintergrund wird unter Pharmakovigilanz die systematische Erfassung und Bewertung von Arzneimittelrisiken verstanden.

85. Wie der Bereich Pharmakovigilanz stehen auch die Funktionen der QA/QC im Zusammenhang mit der Sicherheit von Arzneimitteln, d.h. der Qualitätssicherung unter Einhaltung der regulatorischen Anforderungen, die dazu dienen, eine konstante Produktqualität sicherzustellen. Grundsätzlich basieren alle QA/QC relevanten Tätigkeiten innerhalb von Europa auf einem EU-GMP Leitfaden (EU-Good-Manufacturing-Practice),²³ der regelmäßig überarbeitet und veröffentlicht wird.²⁴ Vor dem Hintergrund, dass QA/QC-Sachverhalte Auswirkungen auf die Arzneimittelzulassung haben können, besteht zwischen den beiden Bereichen eine wichtige Schnittstelle. Um den regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden, muss STADA im Rahmen der QA/QC Pflichten sowohl interne als auch externe Qualitätskontrollen durchführen. Interne QA/QC Funktionen werden von qualifizierten Personen innerhalb des Konzerns erbracht, die sicherstellen, dass jede Charge in Übereinstimmung mit den Arzneimittelzulassungsbestimmungen und anderen relevanten Vorschriften hergestellt und kontrolliert wurde. Darüber hinaus führen von externer Seite die jeweils zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden in regelmäßigen Abständen Inspektionen durch. Neben den nationalen Inspektionen beantragt STADA für ausgewählte Standorte außerhalb der EU ebenfalls EU-GMP-Compliance-Inspektionen (EU-Good-Manufacturing-Practice-Compliance-Inspektionen), um erforderliche EU-Importerlaubnisse zu erhalten bzw. zu verlängern.²⁵ Zudem orientiert sich STADA an den verschiedenen Produktionsstandorten zusätzlich zu den Good-Manufacturing-Practice Standards auch an den einschlägigen ISO-Normen.

2.3.2. Unternehmensstrategie

86. Das Geschäftsmodell von STADA zielt darauf ab, nachhaltiges profitables Wachstum zu generieren und langfristig den Unternehmenswert zu steigern. Um diese Ziele zu erreichen, führt STADA zahlreiche Initiativen zur weiteren Effizienzsteigerung fort. Hierbei liegt der Fokus auf der Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit und der Steigerung der Innovationskraft.
87. Die einzelnen Initiativen betreffen zum einen unterschiedliche Maßnahmen zur Steigerung der Umsatzerlöse in den verschiedenen Ländereinheiten bzw. Regionen und zum anderen Maßnahmen in den verschiedenen Unternehmensfunktionen wie z.B. Forschung und Entwicklung oder Human Resources.

Steigerung der Umsatzerlöse

88. Zur Steigerung der Umsatzerlöse werden für die einzelnen Ländereinheiten individuell abgestimmte Maßnahmen ergriffen. Der Fokus liegt dabei auf der Stärkung der europäischen Kernmärkte Deutschland, Großbritannien, Italien, Belgien und Russland. Für diese und die weiteren Märkte werden M&A-Aktivitäten oder opportunistische Aktivitäten geplant. Weiterhin ist auch

²³ Definiert in der EU Richtlinie zur Qualitätssicherung der Produktionsabläufe und -umgebung in der Produktion von Arzneimitteln und Wirkstoffen.

²⁴ Vgl. Homepage der Europäischen Kommission unter folgendem Link: http://ec.europa.eu/health/documents/eudralex/vol-4/index_en.htm, Stand vom 31. Juli 2020.

²⁵ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2017, S. 28.

die De-Priorisierung und der Ausstieg aus einzelnen regionalen Märkten, in denen STADA bislang nur schwach vertreten ist, Teil der Unternehmensstrategie.

89. Die Portfoliostrategie wird dabei nach Produktsegmenten – Generika inklusive Spezialpharmazeutika und Markenprodukte – unterschieden. Im Rahmen der Wachstumsstrategie soll das Generika-Segment mit einer vollen Produktpipeline weiterhin den Kernbereich bilden, um ein nachhaltiges Umsatzerlösniveau und konstante Zahlungsströme zu generieren, mit denen die Spezialpharmazeutika und das Markenprodukte-Segment weiter ausgebaut werden sollen. Zudem sollen bestehende Lücken im Generikaportfolio geschlossen werden.
90. Im Zuge der langfristig ausgerichteten konzernweiten Entwicklungstätigkeiten beschäftigt sich STADA bereits heute mit der Entwicklung von generischen Produkten mit potentiellen Einführungszeitpunkten jenseits des Jahres 2026. Insgesamt verfolgt STADA eine so genannte „Time and cheap to market“-Strategie, die darauf ausgerichtet ist, Neueinführungen sowohl zum frühestmöglichen Zeitpunkt als auch zu den bestmöglichen Herstellungskosten einzuführen. Grundsätzlich strebt STADA im Generika Bereich die Kostenführerschaft an, wengleich eine Optimierung des Portfolios im Hinblick auf margenstarke Generikaproducte vorgesehen ist.
91. Der Spezialpharmazeutika-Bereich beinhaltet Generika mit einem vergleichsweise komplexeren Entwicklungs- und Herstellungsprozess, insbesondere Biosimilars. Mit Blick auf die Wachstumschancen im Bereich Biosimilars erweitert STADA zunehmend sein Biosimilar-Portfolio. Aufgrund der Komplexität fokussiert sich STADA auf Entwicklungsprogramme für Biosimilars mit Kooperationspartnern. Im Gegensatz zu einer Einlizenzierungsstrategie erhöht die Entwicklung mit Kooperationspartnern das Risikoprofil von STADA, sichert aber gleichzeitig die Chance auf einen höheren Anteil der Erlöse für erfolgreich zugelassene Produkte. Im Bereich der Spezialpharmazeutika wird eine Produktdifferenzierungsstrategie angestrebt.
92. Die Portfoliostrategie im Markenprodukte-Segment folgt einem strengen Selektionsprozess, der darauf abzielt, sich auf ausgewählte Produkte (d.h. Arzneimittel, Nahrungsergänzungsmittel, Kosmetika und Medizinprodukte) zu konzentrieren.
93. Im Markenprodukte-Segment zielt STADA auf zügigen Ausbau des Markenportfolios und die weitere Internationalisierung erfolgreicher Marken auf Basis etablierter Plattformen. Durch die Internationalisierung bereits erfolgreich platzierter Produkte sollen Cross-Selling-Potentiale bei STADA gehoben werden. Im Markenprodukte-Segment setzt STADA hauptsächlich auf Eigenproduktionen, da dies schnellere Markteinführungen ermöglicht. Der Vertrieb der Markenprodukte soll auch in Zukunft durch Werbung und eine starke Positionierung bei den Apotheken gefördert werden. Zudem sollen zunehmend digitale Vertriebsplattformen, wie z.B. Amazon, in den Vertrieb integriert werden. Gleichzeitig sieht die Marketingstrategie eine Verlagerung der Marketingaktivitäten von klassischen Medien hin zu einer stärkeren Nutzung digitaler und sozialer Medien vor.

Steigerung der Profitabilität und Optimierung der Konzernstruktur

94. Zur Verbesserung der Profitabilität ergreift STADA in allen Geschäftsfunktionen strategische Maßnahmen. Im Bereich Beschaffung sollen die Einkaufskosten gesenkt werden. Darüber hinaus sollen in der Produktion Produktionsabläufe gestrafft, Zulieferwege optimiert und Produktionsstandorte konsolidiert werden. Auch im Marketing und Vertrieb sind diverse strategische Initiativen geplant. Hierzu können beispielsweise die weltweite mediale Kommunikation fokussiert auf den Claim „Caring for People's Health as a trusted Partner“, eine Verstärkung der Präsenz auf Social-Media-Kanälen wie LinkedIn und Facebook sowie die weitere Internationalisierung erfolgreicher Marken genannt werden. Zur Stärkung bestehender Marken und der Einführung neuer Marken sowie zum Aufbau der marketingintensiven Spezialpharmazeutika sieht STADA in Teilen eine Erhöhung des Marketingbudgets vor.
95. Neben einer Ausweitung der Produktionskapazitäten zur Realisierung des geplanten Umsatzwachstums ist zudem eine Verbesserung der IT-Infrastruktur und -Sicherheit sowie eine Harmonisierung des SAP-Systems durch Investitionsmaßnahmen vorgesehen.
96. Allgemein verfolgt STADA das Ziel, Verantwortungsbereiche klarer zu definieren und deren Transparenz innerhalb des Unternehmens zu erhöhen. Zur Zielerreichung soll zudem die vor einiger Zeit neu ausgerichtete Unternehmenskultur inklusive der vier Unternehmenswerte mit einem verstärkten Fokus auf mehr Unternehmertum, einen umfangreicheren Wissensaustausch und einen offenen Dialog beitragen.
97. Neben dem organischen Wachstum zieht STADA grundsätzlich auch Akquisitionen insbesondere im Markenprodukte-Segment in Betracht. Hierbei wird ein opportunistischer Ansatz verfolgt.

2.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick

98. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung von STADA ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung erforderlich.
99. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevantesten Regionen. STADA erzielte in den vergangenen Jahren ihre Umsatzerlöse größtenteils in den Ländern der Eurozone, Großbritannien und Russland. Vor diesem Hintergrund werden diese Regionen im Folgenden näher betrachtet, wobei innerhalb der Eurozone der Fokus auf die Länder Deutschland, Italien und Belgien gelegt wird. Als Informationsquelle dient dabei

im Wesentlichen die Datenerhebung und Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF).²⁶

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Prognose	
									2020	2021
Welt	3,5	3,5	3,6	3,5	3,4	3,9	3,6	2,9	-3,0	5,8
Euro Gebiet	-0,9	-0,2	1,4	2,1	1,9	2,5	1,9	1,2	-7,5	4,7
Deutschland	0,4	0,4	2,2	1,7	2,2	2,5	1,5	0,6	-7,0	5,2
Italien	-3,0	-1,8	0,0	0,8	1,3	1,7	0,8	0,3	-9,1	4,8
Belgien	0,7	0,5	1,6	2,0	1,5	2,0	1,5	1,4	-6,9	4,6
Großbritannien	1,5	2,1	2,6	2,4	1,9	1,9	1,3	1,4	-6,5	4,0
Russland	3,7	1,8	0,7	-2,0	0,3	1,8	2,5	1,3	-5,5	3,5

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2020

2.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

100. Die globale Wirtschaftsleistung verzeichnete im Jahr 2019 ein reales Wachstum i.H.v. 2,9%, welches unterhalb des Vorjahreswerts von 3,6% lag. In der Prognose wird erwartet, dass die globale reale Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 um -3,0% zurückgeht und im Jahr 2021 um 5,8% wächst. Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung ist vor allem der Ausbruch von COVID-19. Da aufgrund der Pandemie auch das wirtschaftliche Leben stark heruntergefahren wurde, um die Ausbreitung des Virus zu verlangsamen, ist für das Jahr 2020 mit schwerwiegenden Auswirkungen auf die globale Wirtschaftstätigkeit zu rechnen. Insbesondere in den Industriestaaten wird mit -6,1% ein signifikanter Rückgang der Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 erwartet, wohingegen in Schwellenländern lediglich ein Rückgang i.H.v. -1,0% prognostiziert wird.
101. Unter der Annahme, dass die COVID-19 Pandemie in der zweiten Hälfte des Jahres allmählich abklingt und sich die wirtschaftliche Aktivität normalisiert, wird für die Weltwirtschaft im Jahr 2021, unterstützt durch politische Hilfsmaßnahmen, ein deutliches Wachstum erwartet. Dennoch besteht aufgrund der nicht vorhersehbaren Entwicklung der COVID-19 Pandemie in der aktuellen Situation große Unsicherheit bezüglich zukünftiger Wachstumsaussichten, weshalb der IWF aktuell keine Prognosen für die wirtschaftliche Entwicklung über 2021 hinaus bereitstellt.
102. In der Eurozone wirkten sich im Jahr 2019 insbesondere eine schwächere globale Nachfrage und eine reduzierte Industrieproduktion negativ auf das Wirtschaftswachstum aus. Nachdem das BIP im Jahr 2018 real um 1,9% anstieg, lag das reale Wachstum im Jahr 2019 mit 1,2% deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus. Für das Jahr 2020 wird ein Rückgang von -7,5% erwartet, da einige Teile Europas besonders stark vom Ausbruch von COVID-19 betroffen sind. Für das Folgejahr wird eine Erholung i.H.v. 4,7% prognostiziert.
103. In Deutschland schwächte sich das reale Wachstum von 2,5% im Jahr 2017 auf 1,5% im Jahr 2018 und 0,6% in 2019 ab. Dies ist auf ausbleibende Aufholeffekte in der KFZ-Industrie aufgrund welt-

²⁶ Vgl. IWF, World Economic Outlook, Oktober 2019.

weit schwächerer Nachfrage und den Abschwung der exportorientierten Industrie zurückzuführen.²⁷ Zu Beginn des Jahres 2020 belebte sich die zuvor schwache Industriekonjunktur und die Industrieproduktion expandierte.²⁸ Die COVID-19 Pandemie unterbrach diese Entwicklung jedoch abrupt. Die nach dem Ausbruch von COVID-19 getroffenen Maßnahmen zur Verlangsamung der Ausbreitung des Virus treffen die deutsche Wirtschaft sowohl direkt (Gastgewerbe, Unterhaltungsbranche, Luftfahrtunternehmen) als auch indirekt, da sich die Nachfrage nach deutschen Exporten in besonders stark von der COVID-19 Pandemie betroffenen Regionen signifikant reduzieren dürfte.²⁹ Langfristig ging der IWF bereits in früheren Prognosen davon aus, dass die reale Wachstumsrate in Deutschland im Vergleich zum erwarteten langfristigen Wachstum in anderen Ländern relativ schwach ausfällt. Maßgeblich verantwortlich für diese Entwicklung ist der erwartete demografische Wandel, der in Deutschland stärker ausfallen dürfte als in anderen Industrienationen.³⁰

104. Italiens Wirtschaft erholte sich in den letzten Jahren sukzessive von der europäischen Staatsschuldenkrise, die ihren Höhepunkt in den Jahren 2012 und 2013 hatte und zu einem Einbruch der italienischen Wirtschaft i.H.v. -3,0% und -1,8% führte. Seit dem Jahr 2014 befindet sich die italienische Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs, wobei sich dieser mit 0,8% im Jahr 2018 noch immer deutlich unter den realen Wachstumsraten der Eurozone entwickelte. Im Jahr 2019 zeigte sich ein Wirtschaftswachstum von 0,3%. Aufgrund der starken Ausbreitung von COVID-19 in Italien wird für das Jahr 2020 mit -9,1% ein drastischer Rückgang der realen Wirtschaftsleistung erwartet. Für das Jahr 2021 wird eine Erholung i.H.v. 4,8% prognostiziert. Als drittgrößte Volkswirtschaft innerhalb der Eurozone weist Italien eine hohe Staatsverschuldung auf, die im Jahr 2019 bei 137,3%³¹ des BIP lag. Dabei steht die italienische Regierung zusätzlich von den europäischen Partnern unter Druck, die Verschuldung zu senken, Ineffizienzen am Arbeitsmarkt zu beheben und den Bankensektor zu stärken.³²
105. Belgien verzeichnete in den Jahren 2016 bis 2018 ein positives reales Wirtschaftswachstum, wobei dieses in den genannten Jahren unterhalb der Wachstumsraten der Eurozone lag. Im Jahr 2019 belief sich das reale Wirtschaftswachstum auf 1,4%. Wesentliche wachstumshemmende Komponenten stellten die restriktive Fiskalpolitik und der geringe Anstieg der realen Einkommen sowie der damit zusammenhängende schwache Binnenkonsum dar.³³ Für das Folgejahr 2020 erwartet der IWF aufgrund der COVID-19 Pandemie einen Einbruch der Wirtschaftsleistung i.H.v. -6,9%. Im Jahr 2021 wird mit einer Erholung der Wirtschaftsleistung um 4,6% gerechnet.

²⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2019, S.2.

²⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 2020, S 5.

²⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 2020, S 6.

³⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2019, S.8.

³¹ <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/163692/umfrage/staatsverschuldung-in-der-eu-in-prozent-des-bruttoinlandsprodukts/>, basierend auf dem 3. Quartal 2019, Stand vom 31. Juli 2020.

³² <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/it.html>, Stand vom 31. Juli 2020.

³³ <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/be.html>, Stand vom 31. Juli 2020.

106. Während das reale Wachstum des BIP in Großbritannien in den Jahren 2011 bis 2016 regelmäßig über dem der Eurozone lag, schwächte sich das Wachstum nach dem im Sommer 2016 entschiedenen Austritt aus der Europäischen Union („BREXIT“) ab. In den Jahren 2017 bis 2019 lag das reale Wachstum zwischen 1,3% und 1,9%. Für das Jahr 2020 wird ein signifikanter Rückgang der Wirtschaftsleistung um -6,5% erwartet. Grund hierfür sind die weltweiten Auswirkungen der COVID-19 Pandemie. Für das Jahr 2021 erwartet der IWF ein reales Wachstums i.H.v. 4,0%.
107. Das Wirtschaftswachstum in Russland verzeichnete durch die Folgen der Ukraine-Krise und den damit verbundenen Sanktionen sowie aufgrund des schwachen Ölpreises in den letzten Jahren signifikante Einbrüche. Mit der Erholung der Öl- und Gaspreise zwischen dem Jahr 2016 und dem Jahr 2018 wies Russland ein ansteigendes reales Wirtschaftswachstum auf, welches im Jahr 2018 bei 2,5% lag. In 2019 zeigte Russland ein reales Wirtschaftswachstum von 1,3%. Für das Jahr 2020 wird mit einem Einbruch der Wirtschaftsleistung um -5,5% gerechnet. Der Grund hierfür ist die Ausbreitung von COVID-19 und die damit verbundene weltweite Verlangsamung der Wirtschaft sowie der signifikante Einbruch des Ölpreises im Jahr 2020.³⁴ Für das Jahr 2021 wird mit einer vergleichsweise geringen Erholung i.H.v. 3,5% gerechnet.

2.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

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

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Prognose	
									2020	2021
Welt	4,1	3,7	3,2	2,8	2,8	3,2	3,6	3,6	3,0	3,3
Euro Gebiet	2,5	1,3	0,4	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	0,2	1,0
Deutschland	2,1	1,6	0,8	0,7	0,4	1,7	2,0	1,3	0,3	1,2
Italien	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,3	1,2	0,6	0,2	0,7
Belgien	2,6	1,2	0,5	0,6	1,8	2,2	2,3	1,2	0,3	1,1
Großbritannien	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,7	2,5	1,8	1,2	1,5
Russland	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	3,7	2,9	4,5	3,1	3,0

Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2020

109. Die globale Inflation sank im Zeitraum 2012 bis 2016 von 4,1% auf 2,8% ab. Im Jahr 2018 sowie im Jahr 2019 verzeichnete die Inflationsrate jeweils einen Wert von 3,6%. Für das Jahr 2020 wird ein Rückgang der globalen Inflationsrate auf 3,0% prognostiziert, im Jahr 2021 wird mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um 3,3% gerechnet.
110. Nachdem der Preisanstieg in der Eurozone in den Jahren 2014 bis 2016 lediglich zwischen 0,2% und 0,4% schwankte, erhöhte sich die Inflation im Jahr 2018 auf 1,8%. Vor dem Hintergrund niedrigerer Energiepreise und der Abschwächung des Wirtschaftswachstums zeigte sich im Jahr 2019 ein Rückgang der Inflationsrate auf 1,2%. Für die Jahre 2020 und 2021 werden Inflationsraten i.H.v. 0,2% beziehungsweise 1,0% erwartet.

³⁴ Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2020, S.2 f.

111. In den Jahren 2012 bis 2016 verzeichnete Deutschland analog zur Eurozone einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate von 2,1% im Jahr 2012 auf 0,4% im Jahr 2016. In den Jahren 2017 und 2018 stieg die Inflation bis auf 2,0% an und schwächte sich im Jahr 2019 auf 1,3% ab. Für das Jahr 2020 wird eine Inflationsrate von 0,3% und für das Jahr 2021 eine Inflationsrate von 1,2% erwartet. Die Prognose für Deutschland liegt damit über den Inflationserwartungen für die gesamte Eurozone.
112. Ähnlich wie die Eurozone war Italien seit 2012 von einem deutlichen Rückgang der Inflationsrate geprägt. Nach einer Stagnation des Preisniveaus in den Jahren 2014 bis 2016 stieg die Inflation leicht bis auf 1,3% im Jahr 2017 und 1,2% im Jahr 2018 an. Im Jahr 2019 zeigte sich ein Rückgang der Inflationsrate auf 0,6%. Dieser Trend setzt nach den Prognosen des IWF im Jahr 2020 mit einer Inflation i.H.v. 0,2% fort. Im Jahr 2021 wird ein Anstieg des Verbraucherpreisindex um 0,7% erwartet.
113. Belgien verzeichnete im Jahr 2015 einen leichten Anstieg der nationalen Verbraucherpreise um 0,6%. Im Jahr 2016 legte die Inflationsrate zu und betrug 1,8%. Bis zum Jahr 2018 stieg die Inflationsrate auf 2,3% an. In 2019 zeigte sich ein Rückgang der Inflation auf 1,2%. Für das Jahr 2020 wird ebenfalls ein signifikanter Rückgang auf 0,3% erwartet, bevor im Jahr 2021 mit einem Anstieg der Inflationsrate i.H.v. 1,1% zu rechnen ist.
114. Die Ankündigung des Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union hatte bereits kurz nach dem Referendum einen merklichen Einfluss auf die Inflationserwartungen. Aufgrund der Abwertung des britischen Pfunds und dem daraus resultierenden Preisanstieg für Importe wuchs die Inflationsrate in den Jahren 2017 und 2018 auf 2,7% bzw. 2,5%. Im Jahr 2019 sank die Inflationsrate auf 1,8% ab. Für die Jahre 2020 und 2021 werden Inflationsraten i.H.v. 1,2% beziehungsweise 1,5% für Großbritannien erwartet.
115. In Russland reduzierten sich die hohen Inflationsraten von 15,5% und 7,0% in den Jahren 2015 und 2016 sukzessive bis auf 2,9% im Jahr 2018. Die russische Währung gab in den Jahren 2015 und 2016 wegen des schwachen Ölpreises und der Sanktionen des Westens gegen Russland im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise nach. Im Jahr 2019 zeigte sich in Russland eine Inflationsrate von 4,5%, welche leicht oberhalb der Zielinflationsrate der russischen Zentralbank von 4,0%³⁵ lag. Für die Jahre 2020 und 2021 werden Inflationsraten von 3,1% beziehungsweise 3,0% prognostiziert.

2.3.3.3. Fazit

116. Auf Basis der Analyse des realen Wachstums des BIP des IWF ergaben sich in den relevanten Absatzmärkten von STADA im Jahr 2019 reale Wachstumsraten in einer Bandbreite von 0,3% bis 1,4%. Aufgrund der nicht vorhersehbaren Entwicklung der COVID-19 Pandemie herrscht in der aktuellen Situation weltweit große Unsicherheit bezüglich zukünftiger Wachstumsaussichten. Der IWF stellt daher aktuell keine Prognosen für die langfristige wirtschaftliche Entwicklung bereit. In Bezug auf die erwarteten Inflationsraten in der Eurozone lässt sich feststellen, dass

³⁵ Vgl. <https://www.cbr.ru/eng/>, Stand vom 31. Juli 2020.

diese im Jahr 2019 in einer Bandbreite von 0,6% bis 1,3% und somit unterhalb des Inflationsziels der EZB von 2,0% lagen. Auch in der Vergangenheit traten teilweise deutliche Abweichungen zu dieser Zielvorgabe auf. Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird im Kapitel 4.5. zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse wieder aufgegriffen. Hierbei gilt es insbesondere zu analysieren, inwiefern die Möglichkeit besteht, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels Preissteigerungen umsatz-erlösseitig an die Kunden weiter zu geben. Ebenso sind die Besonderheiten des jeweiligen Markt- und Wettbewerbsumfelds der verschiedenen Länder, in denen STADA aktiv ist, zu würdigen.

117. Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird daher im Folgenden auch die wirtschaftliche Lage der für STADA relevanten Branchen analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branchen ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen nominalen Wachstumspotentials von STADA.

2.3.4. Markt- und Wettbewerbsumfeld

118. Im nachfolgenden Kapitel wird das Markt- und Wettbewerbsumfeld von STADA dargestellt. Während der erste Teil die Positionierung von STADA im Wettbewerbsumfeld beschreibt und die allgemeinen Rahmenbedingungen des globalen Pharmamarkts erläutert, wird im darauffolgenden Teil der Fokus auf die einzelnen Marktteilnehmer gelegt. Nach einer Zusammenfassung der wichtigsten regulatorischen Komponenten im Gesundheitssystem werden anschließend die individuellen Marktsituationen in STADAs Kernabsatzländern hervorgehoben.

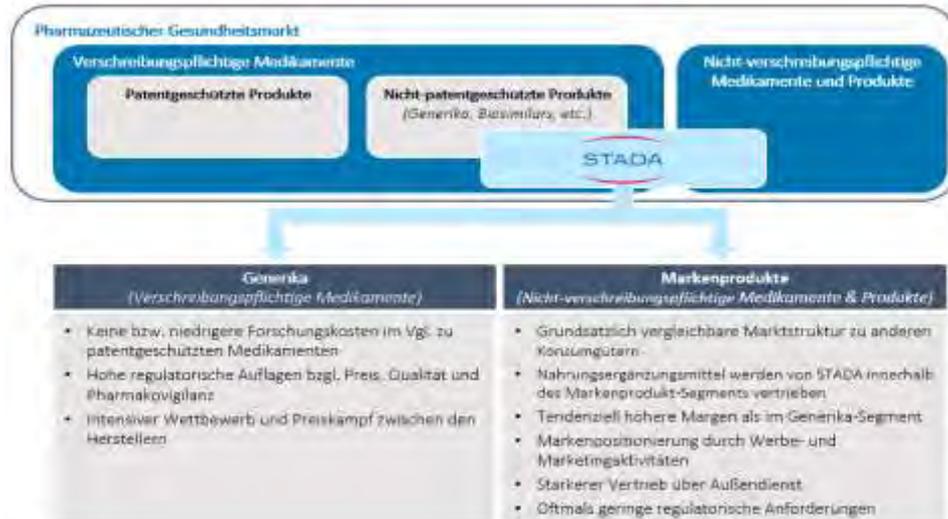
2.3.4.1. Positionierung von STADA im Markt- und Wettbewerbsumfeld

119. Im Gegensatz zu anderen Branchen ist der globale Pharmamarkt von einer sehr hohen Komplexität charakterisiert, die auf einer Vielzahl von Produktkategorien, privaten und öffentlich-rechtlichen Marktteilnehmern und unterschiedliche regulatorische Vorgaben zurückzuführen ist. Entsprechend berücksichtigen Pharmaunternehmen neben direkten Wettbewerbern und Endverbrauchern, auch regulatorische Rahmenbedingungen in der eigenen strategischen Ausrichtung.

Produktsegmentierung

120. Insgesamt unterteilt sich der Pharmamarkt in vielfältige Produktgruppen, wie patentgeschützte Markenarzneimittel, Generika, Biosimilars und OTC-Markenprodukte. STADA positioniert sich in diesem Umfeld im Wesentlichen im Bereich der nicht-patentgeschützten Produkte (Generika, Biosimilars etc.) und nicht-verschreibungspflichtigen Medikamente und Produkte (OTC-Markenprodukte).

Übersicht der Produktsegmentierung im Pharmamarkt



Quelle: Eigene Darstellung.

Patentgeschützte verschreibungspflichtige Arzneimittel

121. Bei patentgeschützten verschreibungspflichtigen Arzneimitteln handelt es sich um Produkte, deren Markteinführung mit erheblichen Forschungs- und Entwicklungskosten verbunden ist. Damit Unternehmen die anfallenden Investitionskosten für Forschung und Entwicklung amortisieren und gleichzeitig andere Produkte in ihrer Entwicklungspipeline weiterverfolgen können, schützen die Hersteller ihre Produkte durch Patentschutzrechte. Sobald der Patentschutz verfällt, verliert der bisherige Hersteller seine Produktexklusivität. Infolgedessen können andere Pharmaunternehmen Medikamente auf derselben Wirkstoffbasis (Generika) zu niedrigeren Preisen anbieten, da sie auf Basis der bereits zugelassenen Produkte Präparate mit gleichen Wirkstoffkombinationen mit vergleichsweise geringen Entwicklungskosten und Risiken herstellen können.

122. Grundsätzlich lassen sich verschreibungspflichtige Arzneimittel in die beiden Klassen Biologika und synthetische Medikamente unterteilen. Bei Biologika handelt es sich um biologisch bzw. gentechnisch hergestellte Präparate bestehend aus einer hochkomplexen Molekularstruktur, welche durch biologische Prozesse gewonnen werden und insbesondere bei der Herstellung von Impfstoffen sowie in der Gen- und Zelltherapie Anwendung finden. Synthetisch hergestellte Medikamente werden als niedermolekulare chemisch-pharmazeutische Arzneimittel mit

einem vergleichsweise geringem Komplexitätsgrad definiert. Synthetisch hergestellte Substitute werden als Generika bezeichnet. Nachahmerpräparate von Biologika werden dagegen allgemein als Biosimilars oder Bioidenticals bezeichnet.

Generika

123. Vor dem Hintergrund, dass die den Generika zugrundeliegenden Originalpräparate i.d.R. verschreibungspflichtige Medikamente sind, fallen Generika ebenfalls grundsätzlich in die Klasse der verschreibungspflichtigen Arzneimittel. Zumeist werden Generika unter ihrer generisch chemischen Bezeichnung bzw. ihrem International Non-Proprietary Name (INN), ergänzt um die Bezeichnung der vermarktenden Gesellschaft, vertrieben und tragen daher keinen Markennamen. Abweichend hiervon bestehen zwei wesentliche Ausnahmen: Erstens sog. Markengenerika, die unter einem eigenen Markennamen vermarktet werden und zweitens Spezialpharmazeutika, die sich in ihrer chemischen Zusammensetzung, der Dosierung oder dem Herstellungsprozess vom Originalpräparat unterscheiden. Entsprechende Präparate unterliegen damit einer um bis zu vier Jahre verlängerten Entwicklungs- und Zulassungszeit.

Biosimilars/Bioidenticals

124. Unter einem Biosimilar versteht man ein Arzneimittel mit einem biotechnologisch hergestellten Wirkstoff, das im Vergleich zu einem bereits im Markt befindlichen Erstanbieterprodukt entwickelt wurde. Es ist diesem so ähnlich, dass es eine nachgewiesene therapeutische Äquivalenz aufweist und in Bezug auf Sicherheit und Qualität vergleichbar ist. Damit ist ein Biosimilar ein gleichwertiges Nachfolgeprodukt eines bis dahin patentgeschützten Biopharmazeutikums. Biopharmazeutika sind Arzneistoffe, die mit Mitteln der Biotechnologie und gentechnisch veränderten Organismen hergestellt werden. Allgemein handelt es sich bei Biosimilars um verschreibungspflichtige biologische Arzneimittel, die im Gegensatz zu Generika nicht durch synthetische Nachbildung einfacher Molekülketten definiert werden, sondern eine biologisch hergestellte Rekonstruktion hochkomplexer Molekülketten abbilden. Die Definition „Similar“ basiert auf der Tatsache, dass die Zusammensetzung des Medikaments aufgrund des biologischen Entstehungsprozesses nicht identisch zum Biologika ist, sondern nur als sehr „ähnliches“ Arzneimittel anerkannt wird. Biologische Nachahmerpräparate, die in der Herstellung identisch zum Originalpräparat sind, werden dagegen als Bioidenticals definiert. Vor dem Hintergrund der strengen regulatorischen Zulassungsbestimmungen erhalten Biosimilars nur dann eine Genehmigung, wenn keine signifikanten Abweichungen im Vergleich zur Zusammensetzung des Originalpräparats existieren.

Markenprodukte/OTC

125. Im Gegensatz zu den verschreibungspflichtigen Arzneimitteln können nicht-verschreibungspflichtige Medikamente bzw. Over-the-Counter (OTC) Produkte rezeptfrei erworben werden. Typischerweise unterliegen Markenprodukte geringeren regulatorischen Auflagen als verschreibungspflichtige Arzneimittel und können als Präventionsmaßnahme bzw. zur Selbstmedikation eingenommen werden. Bei der Akzeptanz von OTC-Markenprodukten unter Verbrauchern variiert die länderspezifische Nachfrage mitunter signifikant. Während beispielsweise in Großbritannien bei leichten Erkrankungen ca. 55,0% der Bevölkerung vor dem Arztbesuch eine Apotheke oder vergleichbare Vertriebsplattformen aufsuchen, sind es in den Niederlanden nur

ca. 24,0% der Bevölkerung, die Selbstmedikation einer persönlichen Behandlung vorziehen. Darüber hinaus zählen zu diesen Produkten auch kosmetische Produkte, wie zum Beispiel Sonnenschutzmittel.

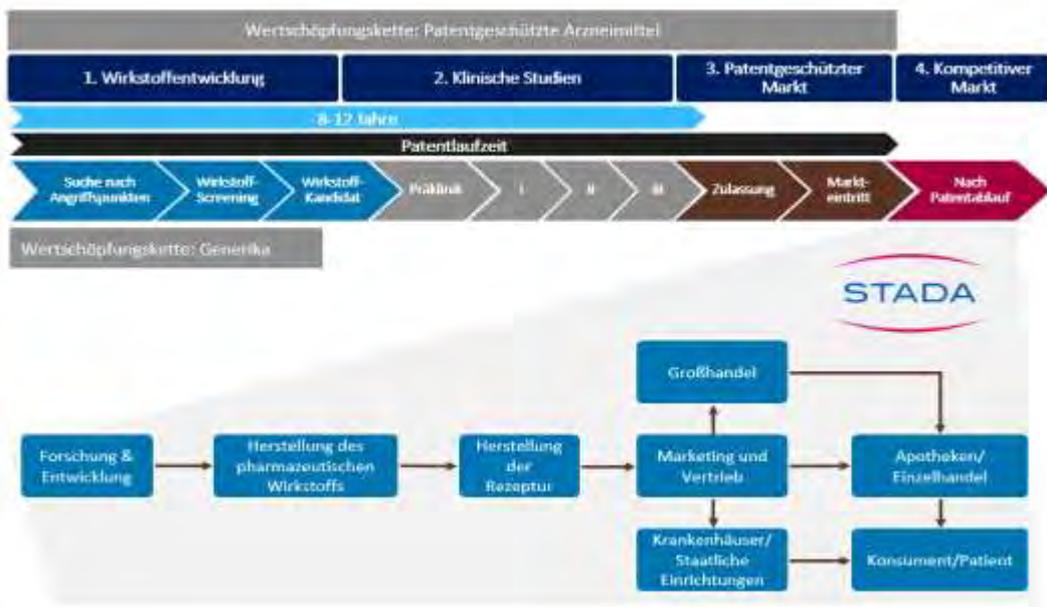
Nahrungsergänzungsmittel

- 126. Grundsätzlich handelt es sich bei Nahrungsergänzungsmitteln um für medizinische Zwecke verwendete Lebensmittel oder Lebensmittelextrakte. Nahrungsergänzungsmittel werden i.d.R. aus natürlich gewonnenen Inhaltsstoffen hergestellt und weisen teilweise dieselben Effekte auf wie standardisierte pharmazeutische Produkte. Da dieses Produktsegment jedoch im Allgemeinen noch geringeren regulatorischen Auflagen unterliegt und i.d.R. auch außerhalb von Apotheken erworben werden kann, können Nahrungsergänzungsmittel als separates Produktsegment betrachtet werden.

Klassifizierung von Wettbewerbern im Pharmabereich

- 127. Abhängig vom Tätigkeitsfeld eines Pharmaunternehmens innerhalb der pharmazeutischen Wertschöpfungskette werden Unternehmen in verschiedene Kategorien unterteilt. Die pharmazeutische Wertschöpfungskette umfasst in diesem Zusammenhang den Lebenszyklus eines Arzneimittels und lässt sich in die vier Phasen Wirkstoffentwicklung, klinische Studien, patentgeschützter Markt und kompetitiver Markt gliedern. Aufgrund STADAs Produktfokus operiert das Unternehmen im kompetitiven Markt und steht damit grundsätzlich im Wettbewerb zu Unternehmen die sich ebenfalls auf Arzneimittel nach Ablauf des Patentschutzes konzentrieren:

Wertschöpfungskette von patentgeschützten Arzneimitteln und Generika



Quelle: Eigene Darstellung.

Global integrierte pharmazeutische Unternehmen

128. Diese Unternehmenskategorie umfasst in erster Linie Hersteller von Originalpräparaten, welche typischerweise die vollständige pharmazeutische Wertschöpfungskette innerhalb der patentgeschützten Marktphase abbilden. Bedingt durch die hohen Misserfolgsquoten bei Forschung und Entwicklung und den damit verbundenen Kosten, bündeln global agierende pharmazeutische Unternehmen ihre Ressourcen, um sich auf die Kommerzialisierung einer limitierten Anzahl potentiell besonderes erfolgreicher Medikamente (sog. "Blockbuster-Medikamente") zu spezialisieren. Neben dem Fokus auf patentgeschützte Arzneimittel agieren global integrierte Pharmaunternehmen zunehmend auch im kompetitiven Markt.

Spezialisierte pharmazeutische Unternehmen

129. Prinzipiell definiert diese Kategorie kleine bis mittelgroße Unternehmen, die ihren Fokus auf bestimmte Regionen bzw. Therapiegebiete legen. In diesem Zusammenhang achten i.d.R. Unternehmen mit regionalem Schwerpunkt darauf, dass sie über ein breites Produktportfolio verfügen, das aufgrund eines starken nationalen bzw. regionalen Vertriebsnetzwerks in der entsprechenden Kernregion etabliert ist. Während die Risikobehaftung einzelner Produkte bei Unternehmen mit regionalem Fokus folglich begrenzt ist, sind Pharmaunternehmen mit Produktfokus erheblich abhängiger von dem Erfolg ihres Therapieschwerpunkts. Um das operative Risiko dennoch zu mitigieren, versuchen die Unternehmen durch Präsenz in multinationalen Nischenmärkten Produktrisiken zu kompensieren.

Biotechnologische Unternehmen

130. Diese Unternehmenskategorie umfasst typischerweise stärker auf die Forschung und Entwicklung fokussierte Unternehmen im Bereich Biotechnologie, welche prinzipiell am Anfang der pharmazeutischen Wertschöpfungskette stehen. Insbesondere kleinere Unternehmen sind von ihrer technologischen Expertise abhängig und nicht auf den Verkauf spezialisiert. Folglich findet der Markteintritt von Biologika oftmals im Rahmen von Partnerschaften mit anderen pharmazeutischen Unternehmen statt, die über die entsprechende Vertriebsinfrastruktur verfügen. Grundsätzlich nimmt die Bedeutung von biotechnologischen Unternehmen zu, da diese vermehrt für die Entdeckung neuer Wirkstoffe bzw. Arzneimittel verantwortlich sind.

Generikahersteller

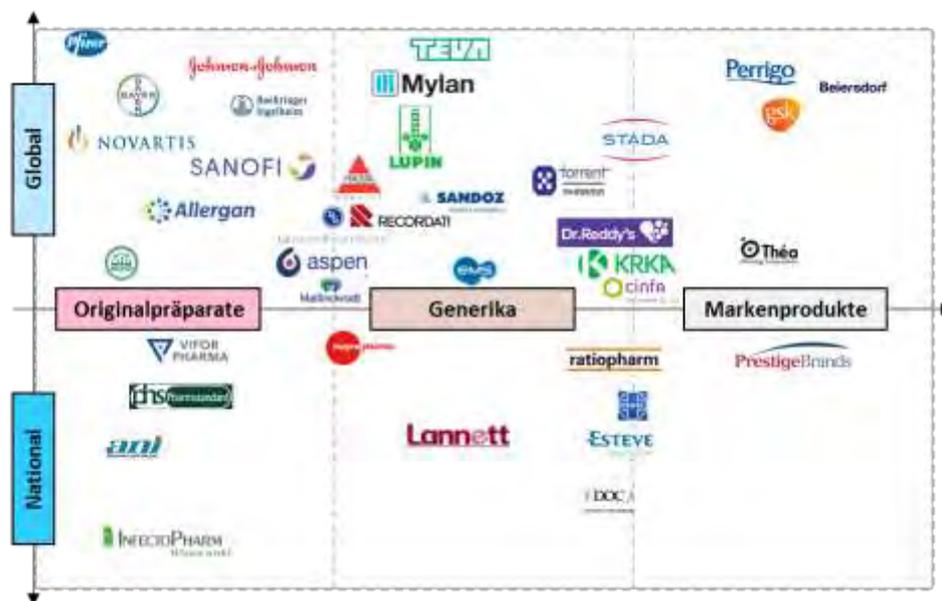
131. Diese Unternehmenskategorie umfasst typischerweise Unternehmen, deren Fokus auf der Entwicklung, Produktion und dem Verkauf von pharmazeutischen Produkten ohne Patentschutz liegt. Im Gegensatz zu forschenden Pharma- oder biotechnologischen Unternehmen betreiben Generikahersteller keine eigene Forschung, sondern versuchen Profite vor allem durch Kostenreduktion und Mengeneffekte zu erwirtschaften. Die Profitabilität von Generikaherstellern wird oftmals vom landesspezifischen regulatorischen Umfeld determiniert, da Preisfestsetzungsmechanismen der nationalen Gesundheitssysteme zumeist nicht zwischen einzelnen Generika, sondern lediglich eine Preisklasse pro Wirkstoffgruppe unterscheiden. Für Generikaunternehmen sind vor allem Schwellenländer interessant, die aufgrund geringerer Regularien höhere

Margen in Aussicht stellen und darüber hinaus i.d.R. über keine kompetitiven lokalen Anbieter verfügen.

Gesundheits- und Markenunternehmen (sonstige Unternehmen)

- 132. Neben den bereits genannten Unternehmenskategorien sind weitere im Gesundheitswesen agierende Unternehmen im Allgemeinen auf die Herstellung von Produkten spezialisiert, die zwar gesundheitliche Bedürfnisse abdecken, jedoch gleichzeitig keiner Verschreibungspflicht unterliegen. Typische Produkte dieser Hersteller umfassen u.a. Markenmedikamente, Körperpflegeprodukte, Produkte zur Dentalpflege, Nahrungs- und Nahrungsergänzungsmittel sowie Gesundheitsprodukte für Frauen und Säuglinge. Die Märkte dieser Produkte zeichnen sich durch deutlich geringere regulatorische Vorgaben aus, wodurch sich Hersteller stark auf die Positionierung ihrer Marken fokussieren. Kunden dieser sonstigen Unternehmen sind hauptsächlich Endverbraucher bzw. Patienten, welche die Produkte in Apotheken oder über andere Distributionswege erhalten. Wichtige Determinanten des Kaufverhaltens sind in diesem Zusammenhang Empfehlungen von Apotheken sowie Marketingstrategien der jeweiligen Hersteller sowie jüngst auch die Präsenz auf digitalen Vertriebskanälen.
- 133. Die Wettbewerbsintensität zwischen den skizzierten Kategorien von Pharmaunternehmen ist insgesamt abhängig vom Produktsegment sowie dem regulatorischen Umfeld. Bei Betrachtung der größten nationalen und internationalen Unternehmen im globalen Pharmamarkt ergibt sich folgende Matrix:

Internationales Wettbewerbsumfeld im Pharmamarkt



Quelle: Eigene Darstellung.

- 134. Hersteller von patentgeschützten Medikamenten operieren während der Patentlaufzeit in einem vergleichsweise wenig wettbewerbsintensiven Umfeld, da die von ihnen angebotenen Arzneimittel i.d.R. nur mit wenigen Substituten konkurrieren. Die Wettbewerbssituation ändert

sich nach Ablauf des Patentschutzes, wenn Generikahersteller in den Wettbewerb eintreten und das Preisniveau in der Folge deutlich sinkt.³⁶ Um weiter in dieser „zweiten Phase“ des Markts agieren zu können, verfolgen Hersteller von Originalpräparaten oftmals eine „Zwei-Marken-Strategie“, um damit die Markteintrittsbarrieren für Generikahersteller zu erhöhen. Ein prominentes Beispiel ist in diesem Zusammenhang das Pharmaunternehmen Novartis AG, welches seit dem Jahr 2003 die Generika-Marke Sandoz AG betreibt und dadurch Preisabschlüsse nach Patentablauf durch eigene Nachahmerpräparate kompensiert. In der Folge führt diese Marken- und Preisstrategie zu einer Marktsituation, in der forschende Pharma-Großkonzerne (Pfizer Inc., Novartis AG, Merk & Co. und Sanofi, S.A.) im Ergebnis auch das Wettbewerbsumfeld der Generikahersteller beeinflussen.

135. Generikahersteller als Anbieter von Substituten haben i.d.R. nur sehr begrenzte Möglichkeiten zur Produktdifferenzierung. Wettbewerbsvorteile lassen sich daher insbesondere aus einer bereits starken Marktposition, Vertriebskanälen und lokalen Marktkenntnissen gewinnen. Diese schwierige Marktsituation für Generikahersteller wird sich dabei trotz des zunehmenden Fokus auf Biosimilars nicht signifikant verbessern, da Hersteller der Originalpräparate nach Patentablauf erwartungsgemäß nicht automatisch den Markt verlassen werden, sondern neben dem Originalpräparat ebenfalls den Verkauf von Generika oder Biosimilars vorbereiten können.
136. Ein ähnlich kompetitives Marktumfeld wie für Generikahersteller stellt sich darüber hinaus für Produzenten von Markenprodukten dar, wobei diese über mehr Differenzierungsmöglichkeiten, wie u.a. Produktqualität, Verpackungsgestaltung und Markenidentität, verfügen. Hier gewinnen sog. „Private Label“-Anbieter an Bedeutung, deren Vertrieb u.a. über digitale Vertriebsplattformen erfolgt.

Internationales Marktumfeld und Fremdwährungsrisiken

137. Aufgrund der Tatsache, dass Pharmaunternehmen zunehmend global agieren, ist zu erwarten, dass sich auch der Markt für Generika in den nächsten Jahren weiter globalisieren wird. Während in Verbindung mit dieser voranschreitenden Globalisierung deutsche Hersteller voraussichtlich weltweit weiter wachsen werden, ist gleichzeitig davon auszugehen, dass internationale Generikahersteller ihre Präsenz im deutschen Markt ebenfalls weiter ausbauen. So konnten in den letzten Jahren vor allem chinesische und indische Unternehmen ihre Marktposition im deutschen Generikamarkt verbessern.
138. Vor dem Hintergrund der internationalen Ausrichtung der Unternehmen im Pharmamarkt stellen die Wechselkursschwankungen ein wesentliches Risiko dar. Hierbei ist zwischen Transaktionsrisiken und Translationsrisiken zu unterscheiden. Während sich Transaktionsrisiken aus Konzernsicht zahlungswirksam auswirken, entstehen Translationsrisiken aus der Umrechnung von Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzwerten in der Berichtswährung des Konzerns, und können sich maßgeblich auf das Konzernergebnis in Konzernwährung auswirken. Die

³⁶ Es ist zu beachten, dass das Preisniveau i.d.R. erst sinkt, wenn Forschungs- und Entwicklungskosten der Hersteller von Originalpräparaten bereits amortisiert sind.

Transaktionsrisiken können grundsätzlich durch Derivate, wie Futures und Swaps, abgesichert werden.

Kunden

139. Die Nachfragemacht von Kunden in der Pharmaindustrie ist abhängig vom jeweiligen lokalen Gesundheitssystem bzw. von der Art des Distributionsweges und variiert vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Alleinstellungsmerkmale von Arzneimitteln, wie u.a. Produkteigenschaften oder Behandlungsgebiet entsprechend stark. Daraus lässt sich ableiten, dass insbesondere bei patentgeschützten Arzneimitteln die Kunden über eine allgemein niedrige Nachfragemacht verfügen, da häufig keine Substitute vorhanden sind. Im Gegensatz zu Originalpräparaten ist die Nachfragemacht der Kunden bei Generika abhängig vom jeweiligen lokalen Gesundheitssystem. In diesem Zusammenhang räumen Systeme mit Ausschreibungsverträgen den Krankenkassen, insbesondere bei einer hohen Wettbewerbsdichte von Substituten, eine entsprechende Autonomie bei der Preisgestaltung ein. Vor allem in Europa, wo die Gesundheitssysteme zu ca. 60,0% bis 70,0% von öffentlichen Kassen finanziert werden, ist die Verhandlungsposition von Pharmaunternehmen aufgrund eines sich immer intensiver gestaltenden Sparzwangs erheblich eingeschränkt.
140. Im Bereich Markenprodukte ist die Nachfragemacht der Kunden aufgrund konkurrierender Produkte für einzelne Anwendungsgebiete ebenfalls relativ hoch, so dass Unternehmen hohe Marketingausgaben aufwenden müssen, um ihre Produkte erfolgreich zu vertreiben.

Lieferanten

141. Während Unternehmen in der Pharmabranche einem relativ intensiven Wettbewerb ausgesetzt sind, ist die Verhandlungsmacht der Hersteller gegenüber Lieferanten aktuell prinzipiell gering, da die benötigten Wirkstoffe insbesondere für synthetische Produkte zu den Spezialprodukten der chemischen Industrie gehören und nicht bei einer Vielzahl von Herstellern erhältlich sind.
142. STADA unterscheidet sich in diesem Zusammenhang nicht von der allgemeinen Branchenstruktur, sondern verfügt ebenfalls über ein fragmentiertes Lieferantennetz. Im Rahmen der Umsetzung des Effizienzprogramms hat der Konzern sein Lieferantennetzwerk jedoch zunehmend gebündelt. I.d.R. schließt STADA Lieferverträge mit Preisanpassungsmechanismen ab, bei denen der Einkaufspreis an die Verkaufspreise der Produkte gekoppelt ist.
143. In Bezug auf die Erweiterung des Biosimilars-Portfolios besteht gegenüber den biotechnologischen Unternehmen aufgrund deren Entwicklungsexpertise eine hohe Abhängigkeit. Um diese Abhängigkeit zu reduzieren schließt STADA mit ausgewählten Entwicklungspartnern auch Verträge für Co-Developments.

2.3.4.2. Allgemeine Wachstumserwartungen und Markttreiber

Allgemeine Wachstumserwartungen

144. In der nachfolgenden Zusammenfassung des allgemeinen Marktwachstums werden maßgeblich öffentlich zugängliche Daten von IQVIA berücksichtigt. Auch wenn die genannten Wachstumserwartungen eine gute Indikation für die zukünftige Markterwartung bieten, ist zu beachten, dass die zugrunde liegenden Marktumsatzerlöse Bruttobeträge darstellen und damit per Definition höher ausfallen als die Netto-Umsatzerlöse von STADA, welche nach Rabatten und Preisabschlägen ausgewiesen werden. Darüber hinaus sind ebenfalls bei Markenprodukten potentielle Diskrepanzen zu beachten, die darauf zurückzuführen sind, dass die Portfoliozusammensetzung von IQVIA ausschließlich arzneimittelähnliche Markenprodukte berücksichtigt, wohingegen STADAs Markenproduktportfolio auch haushaltsähnliche Markenprodukte wie Hygienemittel, Nahrungsergänzungsmittel und Sonnencreme umfasst. Neben der Portfoliozusammensetzung ist zusätzlich zu beachten, dass auch bei Markenprodukten Rabatte oder Preisabschläge auf Unternehmensebene eine Rolle spielen, gleichzeitig aber nicht in den Markterwartungen von IQVIA berücksichtigt werden.
145. Der globale Pharmamarkt war in den vergangenen Jahren von stetigem Wachstum geprägt und belief sich im Jahr 2019 auf ca. EUR 1.117,5 Mrd.³⁷ Aufgrund der global zunehmenden Bevölkerung, der zunehmend alternden Gesellschaft in den Industrienationen und eines weltweit höheren Lebensstandards wird erwartet, dass das Marktvolumen in den Jahren 2019 bis 2024 um ca. 4,5% jährlich steigen wird. Dies entspräche im Jahr 2024 einem Marktvolumen von umgerechnet rd. EUR 1.393,8 Mrd.³⁸ Wachstumsprognosen sind aufgrund der COVID-19 Pandemie und deren Auswirkungen mit größerer Unsicherheit behaftet. Die Auswirkungen auf die Wirtschaft werden sich in den einzelnen Industriesektoren unterscheiden und es ist noch nicht absehbar, wann der Ausbruch vollständig abklingen wird. Auch der Pharma- und Gesundheitsmarkt ist betroffen und es werden verringerte Wachstumsraten angenommen, verglichen mit der Erwartung vor der COVID-19 Pandemie. Vor diesem Hintergrund wurden die Wachstumsprognosen von IQVIA im Juni 2020 angepasst. Geografisch betrachtet ist der US-amerikanische Pharmamarkt mit einem globalen Umsatzerlösanteil i.H.v. ca. 41,0% im Jahr 2019 der größte Pharmamarkt, gefolgt von den fünf europäischen Ländern Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien (EU5), die kumuliert auf einen Marktanteil i.H.v. ca. 14,0% kommen. Neben den westlichen Industrienationen sind China und Japan weitere Kernmärkte, auf denen ca. 11,0% bzw. ca. 7,0% der weltweiten Umsatzerlöse generiert werden. Die verbleibenden Umsatzerlöse i.H.v. ca. 27,0% sind dagegen in ihrer regionalen Verteilung fragmentiert.³⁹
146. Innerhalb des weltweiten Pharmamarkts verzeichnete auch das Marktsegment Generika ein konstantes Wachstum, welches sich in den Jahren 2014 bis 2019 auf 4,1% p.a. belief und damit

³⁷ Vgl. IQVIA, Market Prognosis Global 2020-2024, Juni 2020, S. 6. Die angegebenen USD-Werte wurden mit einem Wechselkurs von 1,12 in EUR umgerechnet.

³⁸ Vgl. IQVIA, Market Prognosis Global 2020-2024, Juni 2020, S. 6. Die angegebenen USD-Werte wurden mit einem Wechselkurs von 1,12 in EUR umgerechnet.

³⁹ Vgl. IQVIA, Market Prognosis Global 2020-2024, Juni 2020, S. 66.

einem globalen Marktvolumen⁴⁰ i.H.v. EUR 234,8 Mrd. im Jahr 2019 entsprach.⁴¹ Für das Jahr 2020 erwartet IQVIA, dass sich das Generika-Marktvolumen um weitere 4,6% auf dann EUR 245,6 Mrd. erhöhen wird.⁴² Trotz der anhaltenden Konsolidierung der Staatshaushalte und Gesundheitsausgaben wird für die Zukunft mit einer Verlangsamung des Generika-Marktwachstums gerechnet. Dies ist insbesondere auf geopolitische Unsicherheiten, die Auswirkungen des Handelskrieges zwischen den USA und China und einer Abkühlung des Konjunkturzyklus in den USA zurückzuführen. Die Folgewirkungen von COVID-19 waren in den IQVIA Prognosen mit Stand Februar 2020 noch nicht berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund wurde erwartet, dass der weltweite Generikamarkt etwas stärker wachsen wird als in der Vergangenheit. So wird im Zeitraum 2019 bis 2022 ein jährliches Wachstum von bis zu 5,6% erwartet, so dass sich das Marktvolumen am Ende der Betrachtungsperiode auf über EUR 276,3 Mrd. belaufen würde.

147. Während innerhalb des Generika-Segments Biosimilar-Produkte per 2019 nur einen Umsatzerlösanteil i.H.v. rd. 3,0% am globalen Biologika-Markt hatten, erwartet IQVIA zukünftig eine höhere Bedeutung der Biosimilars.⁴³ So konnten Biosimilars im Zeitraum 2013 bis 2018 bereits ein jährliches Wachstum i.H.v. ca. 59,0% realisieren. Die Fortsetzung dieser Entwicklung wird durch das zukünftige Auslaufen von Patentschutzrechten verschiedener Biologika-Blockbuster unterstützt.⁴⁴ Da es sich bei Biologika i.d.R. um hochpreisige Medikamente handelt, nehmen Biosimilars vor allem bei den Kostenträgern wie Krankenkassen in Zukunft eine immer bedeutendere Rolle ein. Einige EU-Länder entwickeln ihre eigenen Rechtsrahmen weiter, die die Einführung von Biosimilars unterstützen. So hat Deutschland im August 2019 das Gesetz für mehr Sicherheit bei der Arzneimittelversorgung (GSAV) verabschiedet, welches feste landesweite Quoten zur Verschreibung von Biosimilars einführt, die die regionalen Quoten, die stark variierten, ersetzen.
148. Für den globalen Markenproduktmarkt wird mit einem jährlichen Wachstum i.H.v. ca. 3,6% in den Jahren 2019 bis 2022 gerechnet, so dass sich am Ende der Betrachtungsperiode das globale Marktvolumen⁴⁵ auf über EUR 80,6 Mrd. belaufen soll.⁴⁶ Im Jahr 2020 erwartet IQVIA ein Wachstum des Markenproduktmarkts um 2,7% von EUR 72,5 Mrd. im Jahr 2019 auf EUR 74,5 Mrd. im Jahr 2020. Der historisch beobachtbare Wachstumstrend im Zeitraum 2014 bis 2019, in dem das durchschnittliche jährliche Wachstum in diesem Segment bei 3,9% lag, wird sich zukünftig erwartungsgemäß auf einem etwas niedrigeren Niveau weiter fortschreiben. Das zukünftige Wachstum ist im Wesentlichen auf den steigenden Trend zur Selbstmedikation zurückzuführen. In diesem Zusammenhang wird erwartet, dass Patienten immer öfter verschreibungsfreie Medikamente kaufen anstatt sich ärztlich behandeln zu lassen.

⁴⁰ Datenbasis beinhaltet Generikaumsätze in 135 Ländern.

⁴¹ Vgl. Datentabelle, IQVIA Generics & Rx-OTC Forecast, Februar 2020.

⁴² Vgl. Datentabelle, IQVIA Generics & Rx-OTC Forecast, Februar 2020.

⁴³ Vgl. IQVIA, Newsletter Fokus Biosimilars Oktober 2019, S. 1.

⁴⁴ Vgl. IQVIA, Newsletter Fokus Biosimilars 5. Juni 2019, S. 3.

⁴⁵ Datenbasis beinhaltet OTC-Umsätze in 117 Ländern.

⁴⁶ Vgl. Datentabelle, IQVIA Generics & Rx-OTC Forecast, Februar 2020.

Markttreiber

149. Allgemein sind die Gründe für das Wachstum im globalen Pharmamarkt und den einzelnen Produktsegmenten vielfältig und auf unterschiedliche Faktoren zurückzuführen. Nachfolgend werden die wesentlichen Treiber vorgestellt, die mittel- bis langfristig den Wachstumstrend bestimmen:

Konjunkturelle Zyklen

150. Insgesamt kann der Pharmamarkt im Vergleich zu anderen Märkten als größtenteils nicht-zyklisch bezeichnet werden. Die historischen Ausgaben für verschreibungspflichtige und freiverkäufliche Arzneimittel sind von stetigem und weitestgehend konjunkturunabhängigem Wachstum geprägt. Die primären Wachstumstreiber sind global verbesserte Gesundheitsstandards, die erhöhte Wahrnehmung von Krankheitsrisiken, medizinischer Fortschritt und die daraus resultierenden neuen Produkte und Behandlungsmöglichkeiten.
151. Im Gegensatz zu Vollsortimentanbietern sind Arzneimittelhersteller bestimmter Produktgruppen von saisonalen Einflüssen betroffen. Während patentgeschützte Medikamente und Generika weitestgehend von saisonalen Einflüssen unberührt bleiben, korrelieren die Umsatzerlöse von Markenprodukten, wie zum Beispiel Erkältungsmedikamente, deutlich signifikanter mit saisonalen Gegebenheiten. Bei Vollsortimentanbietern kompensieren sich diese Effekte in höherem Maße über das gesamte Produktportfolio.

Globales Bevölkerungswachstum

152. Wie auch in anderen Konsumentenmärkten, werden die Umsatzerlöse der Pharmaindustrie vor dem Hintergrund einer stetig wachsenden Weltbevölkerung weiter steigen. Während aktuell ca. 7,7 Mrd. Menschen auf der Erde leben, könnten es im Jahr 2030 bis zu 8,5 Mrd. werden. In der regionalen Verteilung leben ca. 62,0% aller Menschen in Asien und Nordafrika und ca. 16,4% in Subsahara-Afrika.⁴⁷

Demografischer Wandel

153. Einer der relevantesten Trends für die Pharmabranche ist der demografische Wandel in Industrienationen und die damit verbundene Überalterung der Gesellschaft. Der daraus resultierende Bedarf an Pharmaprodukten zeigt sich dabei u.a. durch höhere Ausgaben für die Behandlung chronischer Erkrankungen, die oftmals erst im Alter auftreten. Basierend auf den Daten der Vereinten Nationen leben im Jahr 2019 ca. 702 Mio. Menschen auf der Welt (entspricht ca. 9,1%), deren Alter bei über 65 Jahren lag, ca. 28,6% davon in Europa und Nordamerika.⁴⁸ Im Jahr 2050 wird erwartet, dass in Europa und Nordamerika mind. 25,0% der Bevölkerung bereits über 65 Jahre alt ist.⁴⁹

⁴⁷ Vgl. United Nations, World Population Prospects, 2019, S. 6.

⁴⁸ Vgl. United Nations, World Population Prospects, 2019, S. 18.

⁴⁹ Vgl. United Nations, World Population Prospects, 2019, S. 18.

Belastungen für Sozialsysteme in Industrieländern

154. Angesichts der alternden Bevölkerung in Europa und der steigenden Kosten für neue innovative Arzneimittel stehen die Gesundheitssysteme in der gesamten EU unter erheblichem Druck. Die Regierungen suchen weiterhin nach Möglichkeiten, die Gesamtausgaben für Gesundheit und Arzneimittel zu senken, und als Folge davon sehen sich die Pharmaunternehmen zunehmend mit einer veränderten Politik und strengen Preiskontrollen konfrontiert. Die Bemühungen zur Kostendämpfung können sich nachteilig auf die Preise auswirken, so dass Produkte wirtschaftlich unrentabel werden und zurückgezogen werden, was sich negativ auf den Zugang der Patienten zu Medikamenten auswirkt. In Deutschland und Spanien wurde berichtet, dass Ausschreibungen für Arzneimittel zu Versorgungsengepässen geführt haben.
155. Die meisten europäischen Regierungen haben Maßnahmen ergriffen, die den Einsatz von Generika und Biosimilars fördern, um Nachhaltigkeit und Einsparungen in den Gesundheitssystemen zu erreichen.

Neue Medikamente/Produktpipeline/Auslaufende Patente

156. Der demografische Wandel und der damit verbundene zunehmende Bedarf an Arzneimitteln wird zu einem Anstieg an verfügbaren Medikamenten und Behandlungsmethoden führen. Während sich bestimmte Entwicklungstrends aufgrund zukünftiger Krankheiten noch nicht absehen lassen, kann man bereits heute feststellen, dass steigende Forschungs- und Entwicklungskosten langfristig zu einer Verbesserung der Behandlung von Atemwegs- und Herz-Kreislauf-Krankheiten, aber auch im Bereich Onkologie, Immunologie und bei Störungen des zentralen Nervensystems führen werden. Nach Angaben des Berichts der Expertenkommission für Forschung und Innovation (EFI) weist die Pharmaindustrie die höchste Investitionsquote aus und es wurde in Deutschland im Jahr 2016 14% der Umsatzerlöse in Forschung und Entwicklung reinvestiert.⁵⁰ Zwischen den Jahren 1990 bis 2017 vervierfachten europäische Pharmaunternehmen laut dem Europäischen Verband der Pharmazeutischen Industrie (EFPIA) ihre jährlichen Investitionen in Forschung und Entwicklung von EUR 7,8 Mrd. auf EUR 35,3 Mrd.⁵¹
157. Während damit auf der einen Seite kontinuierlich neue Originalpräparate auf den Markt kommen, steigt auf der anderen Seite aufgrund auslaufender Patente kontinuierlich das Volumen an Generika. Insgesamt wird davon ausgegangen, dass Generikaherstellern in den Jahren 2020 bis 2024 dadurch ein jährliches Umsatzerlösvolumen aus Patentausläufen in zweistelliger Milliardenhöhe zur Verfügung stehen wird.⁵²

Kostenvorteile durch effiziente Arzneimittel

158. Ein weiterer Einflussfaktor auf den wachsenden Pharmamarkt ist die bessere Wirtschaftlichkeit von Arzneimitteln gegenüber alternativen Behandlungsmethoden, wie zum Beispiel die statio-

⁵⁰ Vgl. EFI Gutachten 2019, S. 123.

⁵¹ Vgl. EFPIA The Pharmaceutical Industry in Figures 2019, S 5.

⁵² Vgl. EvaluatePharma, World Preview 2019 – Outlook to 2024, 2019, S. 8.

näre klinische Behandlung. Insbesondere vor dem Hintergrund steigender Ausgaben im Gesundheitssystem, bei einer gleichzeitig eher restriktiven Haushaltslage der öffentlichen Kassen, sollten in Zukunft immer öfter die kostengünstigsten Behandlungsmethoden berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang ist folglich auch eine steigende Nachfrage nach Generika und eine Zunahme von Markenprodukten mit präventiver Charakteristik zu erwarten.

Lifestyle

159. Eine anhaltende bzw. fortschreitende Wandlung des Lebensstils i.S.v. geringerer körperlicher Belastung, bei gleichzeitig zunehmender ungesunder Ernährung wird auch in Zukunft die Nachfrage nach Arzneimitteln gegen Diabetes, Herzleiden, hohe Cholesterinwerte und Bluthochdruck sowie Fettleibigkeit aufrecht erhalten. Während diese Krankheiten in der Vergangenheit aufgrund des modernen Lebensstils vor allem in westlichen Industrienationen auftraten, lässt sich mittlerweile ein ähnlicher Trend in Schwellenländern erkennen.

Steigendes verfügbares Einkommen und Krankenversicherung

160. Zusätzlicher Treiber der Nachfrage nach verschreibungspflichtigen Arzneimitteln und Markenprodukten sind ein steigendes verfügbares Einkommen und eine kontinuierliche Ausweitung von Krankenversicherungspolice, sowohl in Schwellen- als auch westlichen Industrieländern. In der Vergangenheit ließ sich bereits beobachten, dass z.B. aufgrund höherer verfügbarer Einkommen die Nachfrage nach Erkältungs- und Allergieprodukten anstieg, so dass mit einer vergleichbaren Entwicklung auch in Zukunft gerechnet wird.

Schwellenländer

161. IQVIA geht davon aus, dass das Wachstum der Pharmaindustrie in den nächsten Jahren in den Schwellenländern deutlich stärker ausfallen wird als in den Industrieländern. Während für die Schwellenländer zwischen den Jahren 2019 und 2024 ein Wachstum von 6,7% p.a. erwartet wird, soll das Wachstum in den Industrieländern lediglich 3,3% betragen.⁵³ Neben der vor diesem Hintergrund notwendigen Optimierung von lokalen Vertriebssystemen geht diese Nachfrageverschiebung mit dem Aufbau von Produktions- und Forschungsstätten in diesen Regionen einher. Wesentliche Treiber dieser Entwicklung in den Schwellenländern umfassen u.a. ein allgemeines Bevölkerungswachstum, ein stetig steigendes verfügbares Einkommen, eine höhere Lebenserwartung und eine kontinuierlich verbesserte Arzneimittelversorgung. Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass in Schwellenländern aufgrund des bisher vorherrschenden qualitativ niedrigeren Produktsortiments ein höherer Anteil an Generika abgesetzt werden kann und diese, aufgrund des hohen Selbstzahleranteils, zu relativ hohen Preisen verkauft werden können.

COVID-19 Pandemie

162. Die COVID-19 Pandemie hat auch für die Pharmabranche weitreichende Konsequenzen, wobei zum Bewertungsstichtag sowohl die mittel- als auch die langfristigen Auswirkungen noch mit

⁵³ Vgl. IQVIA, Market Prognosis Global 2020-2024, Juni 2020, S. 11.

einer hohen Unsicherheit behaftet sind. Kurzfristig ergaben sich für die Pharmabranche sowohl positive als auch negative Konsequenzen. Die Produktion wurde vor allem durch Lieferengpässe in internationalen Zulieferketten beeinträchtigt. So ergab eine Umfrage des Branchenverbands BVMed im März 2020, dass 59% der Mitgliedsunternehmen Probleme mit ihren Zulieferern haben.⁵⁴ Darüber hinaus besteht weiterhin das Risiko von Produktionsunterbrechungen aufgrund mangelnder Ausstattung mit Schutzausrüstung.⁵⁵ Um derartigen produktionsseitigen Komplikationen entgegenzuwirken, hat die EU-Kommission die Kartellregeln für Pharmaunternehmen temporär gelockert. Dadurch dürfen sich die Hersteller stärker abstimmen, als es nach Wettbewerbsregeln üblicherweise zulässig wäre, zum Beispiel bei der Lagerhaltung oder im Vertrieb.⁵⁶

163. Nachfrageseitig ergab sich kurzfristig in den ersten Monaten 2020 in Deutschland vor allem eine erhöhte Nachfrage nach rezeptfreien Arzneimitteln.⁵⁷ Insgesamt sorgten die Auswirkungen allerdings für verringerte Wachstumsprognosen. Zu den Hauptfaktoren für das verringerte Wachstum zählen die Lockdown-Maßnahmen und ein starker Rückgang der Krankenhaus- und Arztbesuche von Patienten aufgrund der Angst vor der Ausbreitung von COVID-19.⁵⁸ Patienten meiden dabei Wartezimmer und verschieben planbare Untersuchungen und Therapien. Laut Frühinformationen des Deutschen Apothekerverbands zur Ausgabenentwicklung verringerten sich in den Monaten April und Mai 2020 die Ausgaben der Krankenkassen für Arzneimittel um rd. 5% gegenüber den Vorjahresmonaten. Die Anzahl der Rezepte ging im Mai 2020 mit 17% noch sehr viel deutlicher gegenüber dem Vorjahrsmonat zurück.⁵⁹
164. Weiterhin führt der erhebliche Rückgang der wirtschaftlichen Aktivitäten zu einer geringeren Gesamtnachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen. Auch könnten die erheblichen wirtschaftlichen Belastungen für die Staatshaushalte weltweit zu Verschiebungen in der Krankenversicherungspolitik und Initiativen zur Senkung der Arzneimittelpreise führen. Außerdem nahm die Zahl bei den Infektionskrankheiten ab, da laut dem Deutschen Hausärzterverband die COVID-19 Maßnahmen zu einem geringeren Ansteckungsrisiko bei leichten Infekten führen. Werden die Maßnahmen auf Dauer zu Routine, werden auch zukünftig weniger Erkrankungen auftreten und somit die Anzahl der Rezepte sinken.⁶⁰

⁵⁴ Vgl. Bundesverband Medizintechnik unter: <https://www.bvmed.de/de/bvmed/presse/pressemitteilungen/bvmed-blitzumfrage-zum-coronavirus-zeigt-probleme-bei-produktion-und-zulieferern>, Stand vom 31. Juli 2020.

⁵⁵ Vgl. Deutsches Ärzteblatt unter: <https://www.aerzteblatt.de/nachrichten/111425/Pharmabranche-will-mehr-Rueckendeckung-in-Coronakrise>, Stand vom 31. Juli 2020.

⁵⁶ Vgl. Europäische Kommission unter: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_618, Stand vom 31. Juli 2020.

⁵⁷ Vgl. Deutsches Ärzteblatt unter: <https://www.aerzteblatt.de/nachrichten/111785/Verbraucher-decken-sich-mit-Arzneimitteln-ein>, Stand vom 31. Juli 2020.

⁵⁸ Vgl. https://www.aok-bv.de/presse/pressemitteilungen/2020/index_23739.html, Stand vom 31. Juli 2020.

⁵⁹ Vgl. <https://www.deutsche-apotheker-zeitung.de/news/artikel/2020/07/01/zahl-der-rezepte-sackt-im-mai-weiter-ab>, Stand vom 31. Juli 2020.

⁶⁰ Vgl. <https://www.zdf.de/nachrichten/panorama/coronavirus-weniger-infektionskrankheiten-wegen-corona-massnahmen-100.html>, Stand vom 31. Juli 2020.

2.3.4.3. Regulatorik

165. Pharmazeutische Unternehmen unterliegen einer Vielzahl von nationalen wie internationalen regulatorischen Bestimmungen. Diese betreffen die komplette Wertschöpfungskette (Herstellung, Marktzulassung und Vermarktung von Medikamenten) sowie umfangreiche Regelungen zu den Gesundheitssystemen (u.a. Preisgestaltung, Rabattgewährung und Vertriebswege zum Absatz von Medikamenten). Nachfolgend werden die wichtigsten Bestimmungen im Rahmen von Zulassungsprozessen und Preisfindungsmechanismen in STADAs Kernabsatzmärkten hervorgehoben.

Zulassungsprozess und Vermarktung

Europäische Union

166. Grundsätzlich bedürfen alle Arzneimittel vor ihrem Markteintritt einer behördlichen Zulassung.⁶¹ Für die Zulassung von neuen Arzneimitteln müssen Pharmaunternehmen sowohl pharmakologisch-toxikologische als auch klinische Forschungsergebnisse vorlegen, die den gängigen EU-Standards entsprechen. Für die Zulassung von Generika gelten dabei im Prinzip dieselben Anforderungen, d.h. es müssen Qualität, Wirksamkeit und Unbedenklichkeit nachgewiesen werden, wobei der Antragsteller unter bestimmten zeitlichen Voraussetzungen das Originalpräparat als Referenzarzneimittel angeben und auf Unterlagen für dieses Arzneimittel Bezug nehmen darf. Neben Generika müssen auch Markenprodukte, die als Arzneimittel in den Verkehr gebracht werden, über eine Zulassung verfügen. Andere Produkte, wie u.a. Nahrungsergänzungsmittel, unterliegen dagegen geringeren regulatorischen Anforderungen.
167. In der EU kann eine Arzneimittelzulassung unter Einhaltung bestimmter Voraussetzungen über das zentrale, dezentrale oder nationale Verfahren bei der Europäischen-Arzneimittel-Agentur (EMA) bzw. bei den jeweiligen nationalen Behörden innerhalb des europäischen Wirtschaftsraums beantragt werden. Für bestimmte Arzneimittel wie z.B. Arzneimittel mit neuen Wirkstoffen oder Biosimilars, ist das zentrale Zulassungsverfahren verpflichtend.
168. Neben den Zulassungsbestimmungen müssen sich Unternehmen im Gesundheitsmarkt auch den Vorgaben zur Produktion und Werbeaktivität unterwerfen. Prinzipiell gilt dabei innerhalb der EU, dass eine Produktionsgenehmigung von dem Mitgliedsstaat, in welchem die Herstellung stattfindet, erteilt werden muss. Darüber hinaus sind Unternehmen, die Arzneimittel in den Verkehr bringen, dazu verpflichtet, für jedes Land, in welchem der Vertrieb erfolgt, eine Zulassung zu besitzen. Neben den Zulassungs- und Produktionsvorschriften besteht für am Markt eingeführte Produkte die Verpflichtung, bekanntgewordene Arzneimittelrisiken zu dokumentieren und zu bewerten. Die wesentliche Aufgabe der Pharmakovigilanz besteht darin, die Erkenntnisse über mit der Anwendung der Arzneimittel verbundenen Arzneimittelrisiken, wie z.B. Neben- und Wechselwirkungen auf dem aktuellen Stand der Wissenschaft zu halten.⁶²

⁶¹ Vgl. <http://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/krankenversicherung/online-ratgeber-krankenversicherung/arznei-heil-und-hilfsmittel/zugang-zu-arzneimitteln.html>, Stand vom 31. Juli 2020.

⁶² Vgl. https://www.bfarm.de/DE/Arzneimittel/Pharmakovigilanz/_artikel.html, Stand vom 31. Juli 2020.

169. Die Vermarktung von Arzneimitteln ist ebenfalls streng reguliert und schränkt Unternehmen in ihrer Kommunikation gegenüber Kunden ein. Grundsätzlich gilt für Arzneimittel die EU Richtlinie 2001/83/EG, so dass verschreibungspflichtige Arzneimittel ausschließlich gegenüber Ärzten, Apotheken und anderen Personen, welche dazu berechtigt sind, mit Arzneimitteln Handel zu betreiben, beworben werden dürfen. Hintergrund dieser Richtlinie ist die Intention, die Verschreibungskompetenz von Ärzten nicht durch Werbeaussagen zu relativieren und dadurch den Schutz der Öffentlichkeit zu gefährden. Deutlich weniger restriktiv sind dagegen die gesetzlichen Bestimmungen zur Vermarktung von nicht-verschreibungspflichtigen Arzneimitteln, welche grundsätzlich auch außerhalb der Fachkreise, also gegenüber Endverbrauchern, beworben werden dürfen. Allerdings bestehen auch in diesem Bereich gesetzlich festgelegte Ausnahmen (z.B. keine Werbung mit Studien, keine Prominentenwerbung, etc.). Durch die dadurch gewährten Kommunikationsmöglichkeiten im Vertrieb sind pharmazeutische Unternehmen in der Lage, sich über Produktpolitik, Kommunikationsstrategie und gezielte Distributionsmaßnahmen von anderen Wettbewerbern zu differenzieren. Klassische Marketingstrategien in diesem Zusammenhang umfassen ein attraktives Verpackungsdesign sowie eine ansprechende Darreichungsform.

Russland

170. Im Gegensatz zu der Harmonisierung von nationalen Regularien innerhalb der EU werden in Russland alle Produktionsschritte, wie Entwicklung, Registrierung, Herstellung, Auslieferung und Lagerung von Medikamenten, von der „Eurasian Economic Union“ (EAEU) überwacht. Eine erfolgreiche Zulassung von Arzneimitteln ist dabei ähnlich wie in der EU abhängig von positiven Testergebnissen, welche im Rahmen von vorklinischen und klinischen Untersuchungen zusammengestellt werden. Mit dem Ziel, das russische Gesundheitssystem kosteneffizienter zu gestalten, ist es für Generika aufgrund von weniger umfangreichen Auflagen grundsätzlich einfacher, diese erfolgreich im russischen Markt zuzulassen. Neben der Zulassung von einzelnen Medikamenten müssen Unternehmen, die im russischen Gesundheitsmarkt aktiv werden möchten, ebenfalls eine Genehmigung vom nationalen Gesundheitsministerium erhalten. Zusätzlich zur Erlaubnis als Unternehmen im russischen Markt aktiv zu werden, erfordern einzelne Tätigkeiten, wie die Produktion, Forschung und Distribution von Medikamenten, zusätzliche Genehmigungen von den Behörden. Darüber hinaus sind Gesundheitsunternehmen, ähnlich wie in Europa, zu Pharmakovigilanz-Tätigkeiten verpflichtet, um potentielle Nebenwirkungen rechtzeitig zu erkennen und geeignete Maßnahmen zu treffen.
171. Für den Fall, dass sich Unternehmen bestehenden Bestimmungen widersetzen bzw. Regelungen verletzen, haben Behörden die Möglichkeit, erteilte Zulassungen zurückzuziehen und finanzielle Strafen auszusprechen.

Preisgestaltung und Rückerstattungssysteme in der EU

172. Im Allgemeinen wird zwischen dem staatlichen Gesundheitssystem, dem kommerziellen Gesundheitssystem und dem Versicherungsmodell unterschieden. Ein staatliches bzw. versicherungsbasiertes Gesundheitssystem liegt dann vor, wenn die Preisbestimmung von Arzneimitteln im Wesentlichen über staatlich regulierte Gesundheitsbehörden oder gesetzliche Kranken-

kassen erfolgt. Nationale Gesundheitssysteme, in denen überwiegend keine staatliche Preisregulatorik vorherrscht, werden als kommerzielle Gesundheitssysteme definiert und zeichnen sich i.d.R. dadurch aus, dass Patienten bei der pharmazeutischen Behandlung keine gesetzlich vorgeschriebene finanzielle Unterstützung erhalten, sondern die Preisbildung ausschließlich über Angebot und Nachfrage bestimmt wird.⁶³

173. Vor dem Hintergrund der regulatorischen Einschränkungen muss auch STADAs Wettbewerbsumfeld bzw. Peer Group eingeschränkt werden. In diesem Zusammenhang werden Unternehmen mit einem ausgeprägten regionalen Fokus auf die USA nicht berücksichtigt, da dieser Absatzmarkt allgemein als kommerzielles Gesundheitssystem definiert werden kann und Arzneimittelhersteller in der Preisbestimmung frei sind.⁶⁴
174. Grundsätzlich gilt, dass staatliche Gesundheitsbehörden aufgrund der gesellschaftlichen Bedeutung eines funktionierenden Gesundheitssystems ein fortlaufendes Interesse an der Begrenzung der Ausgaben für die Versorgung von Arzneimitteln haben und anstreben, mittel- und langfristige Beitragserhöhungen für Krankenversicherte zu vermeiden. Um dieses Ziel zu erreichen, kommen innerhalb der EU verschiedene Preismechanismen bei verschreibungspflichtigen Medikamenten zur Anwendung, die nachfolgend kurz erläutert werden. Markenprodukte und andere nicht-verschreibungspflichtige Medikamente unterliegen dagegen grundsätzlich einer freien Preisgestaltung.

Einführung von Festbeträgen

175. Festbeträge bezeichnen in den nationalen Krankenversicherungssystemen verbindliche Preisobergrenzen für die Erstattung von Arzneimitteln durch Krankenkassen, die unabhängig vom tatsächlichen Preis des Arzneimittels gelten. Die Umsetzung der Festbetragsregelung erfolgt dabei grundsätzlich in zwei aufeinanderfolgenden Prozessschritten. In einem ersten Schritt legt ein zentraler oder auch föderaler Ausschuss bestimmte Arzneimittelgruppen fest, die für Arzneimittel gelten, deren Wirkstoff pharmakologisch-therapeutisch vergleichbar ist. In einem zweiten Schritt werden die jeweiligen Festbeträge festgesetzt bis zu deren Höhe die nationalen Krankenversicherungen die Kosten tragen. In der Folge bewirkt dieser Mechanismus einen permanenten Preiswettbewerb, da pharmazeutische Unternehmen ihre Medikamente i.d.R. unterhalb des Festbetrags anbieten, um, soweit im jeweiligen System möglich, verschreibende Ärzte oder Apotheken bei der Arzneimittelauswahl für sich zu gewinnen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass Ärzte bei der Verschreibung von Arzneimitteln i.d.R. Kontrollmechanismen, wie zum Beispiel Budgetrestriktionen in Deutschland, unterliegen, haben Ärzte oftmals nur die Auswahl zwischen einigen wenigen, gleichartigen und preislich vergleichbaren Präparaten.

Internationale Referenzpreissysteme

176. Die regelmäßige Anpassung der Erstattungspreise erfolgt durch Anpassung entsprechender Festbeträge an internationale Referenzpreissysteme, die wiederum vereinbarte Preisobergrenzen zu vergleichbaren Arzneimittelgruppen im Ausland wiedergeben. Die daraus resultierende

⁶³ Vgl. https://www.deutschlandfunk.de/medizinische-versorgung-die-russische-provinz-und-die.795.de.html?dram:article_id=412468, Stand vom 31. Juli 2020.

⁶⁴ Vgl. <https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-05/pharmaindustrie-preise-medikamente-donald-trump-zoelle>, Stand vom 31. Juli 2020.

fortlaufende Preisregulierung zwischen unterschiedlichen nationalen Preisregulierungen bewirkt eine Angleichung von nationalen Festbeträgen, aber auch eine stetige Erosion der Erstattungspreise. Gleichzeitig muss jedoch berücksichtigt werden, dass internationale Referenzpreissysteme in vielen Ländern lediglich zur Orientierung in Preisverhandlungen zwischen Krankenkassen, bzw. staatlichen Gesundheitsbehörden, und den Herstellern genutzt werden.

Arzneimittel-Rabattverträge (Ausschreibungsverträge)

177. Rabattverträge auf Arzneimittel verfolgen ebenfalls die Intention, Arzneimittelausgaben zu senken bzw. die Krankenversicherungsbeiträge zu stabilisieren. Krankenkassen schreiben dabei einen sehr großen Teil ihres Bedarfs an Generika europaweit aus. Wollen Generikaunternehmen die Versicherten dieser Krankenkassen mit Arzneimitteln versorgen, müssen sie daran teilnehmen. Bei den Ausschreibungen erhält ausschließlich der Hersteller den Zuschlag und damit den Versorgungsauftrag, der den höchsten Rabatt bietet. Der Apotheker ist dann bei der Rezeptvorlage gesetzlich dazu verpflichtet, dem Patienten das Arzneimittel laut Rabattvertrag auszuhandigen. Ein Rabattvertrag ist i.d.R. für zwei Jahre gültig. Danach wird er erneut ausgeschrieben und wiederum erhält nur der Hersteller mit dem höchsten Rabattangebot den Zuschlag.⁶⁵

Fixierte Preisabstände

178. Neben dem Referenzpreissystem und der Einführung von Festbeträgen existieren in vielen nationalen Gesundheitssystemen fixierte Preisabstände zwischen Generika und Originalpräparaten, die Anbietern von Generika bereits im Voraus ein Preismaximum in Abhängigkeit des Preises des Originals vorschreiben. Vor dem Hintergrund des kontinuierlichen Preiswettbewerbs zwischen den Anbietern sind gewährte Preisabschläge über den gesetzlich geforderten Werten jedoch mehrheitlich die Regel.

Preisgestaltung und Rückerstattungssysteme in Russland

179. Ähnlich wie in Europa ist auch das russische Gesundheitssystem prinzipiell kein reiner Selbstzahlermarkt, sondern zielt darauf ab, Bürger bei Bedarf von Arzneimitteln finanziell zu entlasten. Ein wesentlicher Unterschied im Vergleich zu europäischen Rückerstattungssystemen ist jedoch, dass das bisherige russische System die Art der Rückerstattung abhängig von vordefinierten Patientengruppen macht. Konkret hat diese Unterscheidung zur Folge, dass Leistungen der gesetzlichen Krankenversicherung ausschließlich Patienten zur Verfügung stehen, die im Krankenhaus behandelt werden. Eine Rückerstattung von Arzneimittelkosten, die außerhalb eines Krankenhausaufenthalts anfallen, existiert darüber hinaus zwar ebenfalls, ist i.d.R. aber nur für einen kleinen Teil der russischen Bevölkerung zugänglich und betrifft zum Beispiel Sonderfälle wie Patienten mit kostenintensiven Erkrankungen oder Waisen- und Kleinkinder, die eine medizinische Versorgung benötigen.
180. Die Arzneimittel, die Patienten im Rahmen der gesetzlichen Krankenversicherung zur Verfügung stehen, müssen jeweils in der „Vital and Essential Pharmaceutical List“ (VEP) enthalten sein. Die VEP definiert eine Liste mit allen lebensnotwendigen bzw. essentiellen Arzneimitteln und wird einmal jährlich von den russischen Behörden veröffentlicht. Ziel der VEP-Liste ist es,

⁶⁵ Laufende Publikation des Interessenverbandes der Generika- und Biosimilarunternehmen in Deutschland, Pro Generika e. V.

den relevantesten Krankheiten durch eine gezielte Medikamentenauswahl zu begegnen und diese preislich zu regulieren bzw. diesen einen konkreten Festbetrag zuzuordnen. Internationale Hersteller werden bei der jährlichen Auswahl ebenfalls berücksichtigt und haben das Recht, sich an der staatlichen Beschaffung zu beteiligen, können aber im Zweifel ausgeschlossen werden, sobald mindestens zwei Substitute aus der eurasischen Union am selben Beschaffungsprozess teilnehmen.

181. Vor dem Hintergrund, dass mit Ausnahme der medizinischen Versorgung in Krankenhäusern, eine Rückerstattung von Arzneimitteln nicht die Regel ist, kann in Russland ein Großteil der in anderen Ländern verschreibungspflichtigen Arzneimittel in Apotheken auch rezeptfrei erworben werden (der Verkauf von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln ohne Rezept ist jedoch nach dem russischen staatlichen Register ein Verstoß, wobei diese Praxis allmählich abnimmt). Eine privat abgeschlossene Krankenversicherung zur Deckung dieser Arzneimittelausgaben steht in diesem Zusammenhang meistens nur wohlhabenden Russen zur Verfügung, wobei auch die privaten Versicherer i.d.R. nicht alle Leistungen abdecken.⁶⁶ Da in der Folge ca. 70% der Ausgaben für Arzneimittel privat getragen werden, kann der russische Gesundheitsmarkt größtenteils als Selbstzahlermarkt klassifiziert werden. Nicht-verschreibungspflichtige Medikamente unterliegen darüber hinaus keiner preislichen Regulierung (sofern diese Medikamente nicht in der VEP-Liste aufgeführt sind).
182. Für die Zukunft plant das russische Gesundheitsministerium das Gesundheitssystem bis zum Jahr 2025 zu reformieren. In diesem Zusammenhang gibt es verschiedene Pilotprojekte, die in einigen Regionen durchgeführt werden. Das bemerkenswerteste Beispiel ist die Region Kirov und ihr Erstattungssystem für Medikamente gegen Herzkrankheiten. Es gibt viele Programmvorschläge für Rückerstattungssysteme, darunter auch solche, die dem Staatsrat im Dezember 2019 vorgelegt wurden, aber aufgrund der COVID-19 Pandemie wurden viele Diskussionen ausgesetzt. Das Gesetz zur Einführung des Einheitlichen Patientenregisters wurde im Juli 2020 verabschiedet. Es gibt eine Initiative zur Schaffung einer einheitlichen Apothekenabteilung, in der alle staatlichen Beschaffungen für anspruchsberechtigte Bürger gesammelt werden sollen (derzeit gibt es sie auf Bundes- und regionaler Ebene). Beide genannten Initiativen sollen die Transparenz bei der Verfolgung des Arzneimittelverkehrs für die anspruchsberechtigten Bürger sicherstellen.

⁶⁶ Vgl. <https://www.exportinitiative-gesundheitswirtschaft.de/EIG/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/News/2019/2019-04-05-russland-privatklinikketten.html>, Stand vom 31. Juli 2020.

Preis-/Mengengerüst von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln

183. Vor dem Hintergrund des regulatorischen Einflusses bei der Preisfindung von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln bestimmen sich die Umsatzerlöse von Pharmaunternehmen mit Fokus auf verschreibungspflichtige Arzneimittel aus dem folgenden Zusammenspiel aus Generikapenetration, Marktposition und regulatorische Rahmenbedingungen:

Industriedynamik von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln



Quelle: Eigene Darstellung.

184. Um in diesem wettbewerbsintensiven Marktumfeld zu bestehen, ist es für Generikahersteller wichtig, über hohe Marktanteile zu verfügen. Ausschlaggebend dafür ist ein kompetitives Produktportfolio, welches mit steigender Größe immer höhere Skaleneffekte erzielen kann und dadurch ein wettbewerbsfähiges Preisniveau ermöglicht. Neben einem attraktiven Preisniveau ist es für die Marktposition und die damit erwirtschafteten Umsatzerlöse essentiell, über einen auf die länderspezifischen Gegebenheiten optimierten Vertrieb zu verfügen und durch die richtigen Arzneimittel im Produktportfolio gegenüber Abnehmern als attraktiver Komplettanbieter auftreten zu können (sog. One-stop-shop-Strategie).

2.3.4.4. Marktentwicklung von Generika und Markenprodukten in STADAs Kernabsatzmärkten

185. Als internationales Gesundheitsunternehmen ist STADA weltweit aktiv und unterliegt daher vielen länderspezifischen Einflussfaktoren. Nachfolgend werden in diesem Zusammenhang STADAs wichtigste Absatzmärkte und die entsprechenden nationalen Rahmenbedingungen vorgestellt. Zudem wird die länderspezifische Positionierung von STADA im Markt- und Wettbewerbsumfeld in den relevanten Segmenten Generika und Markenprodukte betrachtet.

186. Auf Basis der unter Kapitel 2.3.4.3 zusammengefassten Regulatorik werden nachfolgend die wesentlichen Bestimmungen und Rahmenbedingungen in STADAs Kernabsatzmärkten⁶⁷ dargestellt. Die jeweiligen Umsatzerlöse pro Segment in den Kernabsatzmärkten beliefen sich im Geschäftsjahr 2019 auf 55,7% von STADAs Umsatzerlösen im Generika-Segment und auf 64,2% von STADAs Umsatzerlösen im Markenprodukte-Segment. In den jeweiligen Absatzländern ist STADA maßgeblich von einer länderspezifischen optimierten Vertriebsstruktur abhängig, welche den Zugang zu den relevanten Entscheidungsträgern beim Arzneimittelverkauf gewährleistet.
187. In Kapitel 2.3.4.2 wurde bereits dargestellt, dass der globale Pharmamarkt ein Wachstumsmarkt ist, der von verschiedenen Megatrends, wie demografischem Wandel, steigender Weltbevölkerung und allgemein verbesserten Lebensstandards profitiert. Eine vergleichbare Entwicklung ist auch in STADAs Kernabsatzländern zu beobachten, wo der gesamte Pharmamarkt in den Jahren 2019 bis 2024 durchschnittlich um ca. 5,5% p.a. wachsen soll. Auch bei Betrachtung des aggregierten Marktvolumens des Generika- und Markenproduktmarkts innerhalb des gesamten Pharmamarkts ist zu erwarten, dass diese Segmente in STADAs Kernabsatzländern im Zeitraum 2019 bis 2022 durchschnittlich um ca. 4,8% p.a. ansteigen werden. Zu beachten ist jedoch, dass die Wachstumsprognosen für den Generika- und Markenprodukte-Markt aus dem Februar 2020 stammen, so dass die Effekte der COVID-19 Pandemie noch nicht in den Prognosen enthalten ist und die Vergleichbarkeit zur Gesamtpharmamarktprognose eingeschränkt ist.

⁶⁷ Als Kernabsatzmärkte werden hier die Top 5 Märkte gemessen an den Gesamtumsatzerlösen bezeichnet. Die Top 5 nach Segmenten Generika bzw. Markenprodukte sind hiermit nicht deckungsgleich.

Größe, Charakteristika und Wachstum des Pharmamarktes und des Marktes für Generika & Markenprodukte in STADAs Kernmärkten

in EUR Mrd.	DE	GB	IT	BE	RU	Top 5
STADAs Umsatzerlösanteil Generika (in %, in 2019)	24,5%	2,0%	13,7%	10,4%	5,0%	55,7%
STADAs Umsatzerlösanteil Marken (in %, in 2019)	20,7%	20,4%	3,7%	1,8%	17,4%	64,2%
STADAs Generika-Marktposition in Top 5	✓	✗	✓	✓	✗	
STADAs Marken-Marktposition in Top 5	✗	✓	✗	✗	✓	
Gesamtumsatzerlöse des Pharmamarktes (in 2019)*	46,2	26,3	29,3	6,1	15,6	123,6
Wachstum pro Jahr (2014-2019)	5,3%	6,3%	6,4%	5,9%	10,6%	6,9%
Wachstum pro Jahr (2019-2024)	5,0%	5,5%	3,2%	3,2%	10,7%	5,5%
Marktsegment Generika (innerhalb des Pharmamarktes)						
Generikapenetration (Umsatzerlöse, in 2019)**	19,0%	22,1%	17,0%	11,9%	32,7%	20,6%
Wachstum pro Jahr (2014-2019)	3,6%	2,2%	6,0%	2,9%	8,6%	
Wachstum pro Jahr (2019-2022)	4,3%	2,9%	4,9%	2,1%	9,5%	5,1%
Marktsegment Markenprodukte (innerhalb des Pharmamarktes)						
Markenproduktpenetration (Umsatzerlöse, in 2019)	11,3%	5,9%	5,3%	8,4%	31,8%	11,2%
Wachstum pro Jahr (2014-2019)	1,4%	-1,2%	0,8%	-0,5%	5,2%	
Wachstum pro Jahr (2019-2022)	1,5%	0,1%	1,6%	-1,5%	9,1%	4,1%
Σ Penetration beider Segmente (Umsatzerlöse in 2019)***						
	30,4%	28,0%	22,2%	20,2%	64,5%	31,8%
CAGR (2019-2022)	3,3%	2,3%	4,1%	0,7%	9,3%	4,8%

Quellen:

IQVIA, Market Prognosis Global 2020-2024, Juni 2020, S.7, 45, 53 und 66.

Datentabelle, IQVIA, Generics & Rx-OTC Forecast, Februar 2020.

* Das Marktvolumen des Pharmamarktes wurde von USD in EUR mit einem Wechselkurs von EUR/USD 1,12 umgerechnet.

** Definiert das Verhältnis zwischen den Umsatzerlösen des Generikamarktes und dem gesamten Pharmamarkt.

*** Definiert das Marktvolumen aus dem Generika- und dem Markenproduktmarkt.

Marktentwicklung und -charakteristika in Deutschland

188. Im Jahr 2019 belief sich das Marktvolumen des deutschen Pharmamarkts auf EUR 46,2 Mrd. Im Jahr 2020 wird ein Wachstum von 5,7% erwartet und die prognostizierte jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2019 bis 2024 beträgt 5,0% p.a. Während das erwartete Wachstum im Markensegment im Zeitraum 2019 bis 2022 mit 1,5% unterhalb des erwarteten Wachstums im Gesamtpharmamarkt in Deutschland liegt, entwickelt sich das Wachstum im deutschen Generikamarkt mit einer Wachstumsrate von 4,3% im genannten Zeitraum in etwa auf dem Niveau des Gesamtmarkts.
189. Mit einem Generikamarktanteil von 19,0% am deutschen Pharmamarkt⁶⁸ gehört der deutsche Generikamarkt zu den am weitesten entwickelten Generikamärkten in der EU. Das im Vergleich zur historischen Entwicklung geringere Wachstum im Generikamarkt ist sowohl auf Preis- als auch auf Volumeneffekte zurückzuführen. Dabei sind die Preiseffekte insbesondere auf die aggressive Preispolitik von indischen Generika-Herstellern zurückzuführen. Vor dem Hintergrund, dass der Vertrieb von Generika in Deutschland zu ca. 70,0% über Ausschreibungsverträge geregelt wird, ist die Marktdynamik dieses Produktsegments im Wesentlichen von der Abhängigkeit der Hersteller gegenüber Krankenkassen geprägt, wobei diese Nachfragegruppe sowohl gesetzliche als auch private Krankenkassen umfasst. Volumeneffekte ergeben sich insbesondere durch geringere zukünftige Patentausläufe. Positiv beeinflusst wird die Entwicklung im

⁶⁸ Definiert den Generikaanteil am Pharmamarkt auf Basis der Marktvolumens.

Generikamarkt durch andauernde Kostensenkungsmaßnahmen im deutschen Gesundheitssystem und der demografischen Entwicklung. Eventuell könnte sich der steigende Anteil von Multi-Ticket-Ausschreibungen positiv auswirken. Weiterhin werden von komplexeren Generika wie z.B. Biosimilars Wachstumsimpulse erwartet.

190. Im Vergleich zur Historie wird im Markenprodukt-Bereich ein weitgehend konstantes Wachstum erwartet. Positive Effekte ergeben sich durch eine wachsende Selbstmedikationsrate. Weiterhin könnte die Verlagerung der Distributionswege hin zum Online-Handel und verstärktem Angebot in Drogerien und Lebensmittelläden zu Wachstumsimpulsen führen.
191. In Deutschland ist eine Krankenversicherung für Bürger grundsätzlich gesetzlich verpflichtend. Das deutsche Gesundheitssystem sieht in diesem Zusammenhang private und gesetzliche Krankenkassen vor, die prinzipiell alle anfallenden Kosten für verschreibungspflichtige Arzneimittel übernehmen sollen. In Deutschland sind ca. 89,3% der Bevölkerung gesetzlich und ca. 10,7% der Bevölkerung privat krankenversichert. Das Basissystem zur Regulierung von Arzneimittelpreisen basiert auf einem Referenzpreismodell, welches die Höhe erstattungsfähiger Festbeträge definiert und folglich bei der Festlegung Bezug auf die Erstattungspreise anderer EU-Mitgliedsstaaten nimmt.⁶⁹
192. STADA zählt im deutschen Gesundheitsmarkt zu den führenden Anbietern von Generika und Markenprodukten. Während das Unternehmen bei verschreibungspflichtigen Arzneimitteln auf eine gute Marktpositionierung bauen kann, weist das Markenprodukte-Segment ein starkes Portfolio mit hoher Markenidentität auf.

Marktentwicklung und -charakteristika in Großbritannien

193. In Großbritannien betrug das Marktvolumen des Pharmamarkts im Jahr 2019 EUR 26,3 Mrd. IQVIA prognostiziert für das Jahr 2020 ein Wachstum von 6,3% und die jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2019 bis 2024 wird auf 5,5% geschätzt. Für das Generika- und das Markenprodukte-Segment werden im Zeitraum 2019 bis 2022 Wachstumsraten von 2,9% bzw. 0,1% erwartet.
194. Das erwartete Wachstum im Generika-Segment liegt leicht oberhalb des historischen Wachstums, jedoch unterhalb des erwarteten Generika-Wachstums in den meisten anderen Kernabsatzländern. Der britische Pharmamarkt gehört mit einem Generikaanteil von 22,1% zu den Ländern mit einem hohen relativen Marktanteil von Generikaprodukten, so dass das schwächere Wachstum auch auf Marktsättigungseffekte zurückgeführt werden kann. Für das Jahr 2020 wird aufgrund stärkerer Preisrückgänge ein geringer Anstieg des Marktvolumens erwartet.
195. Die Wachstumsaussichten des Pharmamarkts insgesamt werden von der demografischen Entwicklung begünstigt, wohingegen verschiedene Maßnahmen der National Health Service (NHS) Behörde, wie z.B. Programme zur Optimierung des Medikamenteneinsatzes, die Wachstums-

⁶⁹ Vgl. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/155823/umfrage/gkv-pkv-mitglieder-und-versichertenzahl-im-vergleich/>, Stand vom 31. Juli 2020.

prognose reduzieren. Derzeit ist die Entwicklung in Großbritannien zudem durch die hohe politische Unsicherheit beispielsweise in Bezug auf den BREXIT beeinträchtigt und von vergleichsweise großer Prognoseunsicherheit geprägt. Die Folgen des BREXIT könnten zu einer starken Abwertung des Britischen Pfunds und einer Rezession in Großbritannien führen. Die Pharmabranche könnte außerdem durch Zölle und Verzögerungen im grenzüberschreitenden Warenverkehr negativ beeinflusst werden. Zudem könnte der BREXIT zu Divergenzen in den Arzneimittelverordnungen führen und in zeitaufwändigen und kostspieligen Doppelungen der Zulassungsverfahren resultieren.⁷⁰

196. Grundsätzlich ist in Großbritannien die National Health Service (NHS) Behörde für die Krankenversicherung der Bürger und die Preisregulierung von Arzneimitteln zuständig. Darüber hinaus erwerben ca. 11,0% der Bürger Zusatzversicherungen beispielsweise für Wahlbehandlung in privaten Krankenhäusern.⁷¹ Prinzipiell basieren die Bestimmungen zur Preisregulierung auf vordefinierten Produktgruppen, welche sich im Allgemeinen in verschreibungspflichtige markengeschützte Arzneimittel, wie zum Beispiel patentgeschützte Medikamente, Markengenerika und Generika, sowie nicht-verschreibungspflichtige Markenprodukte untergliedern.
197. Verschreibungspflichtige Generika unterliegen in Großbritannien im Allgemeinen keinen Preisbestimmungen, sondern sollen im Wettbewerb effizient eingepreist werden. Unabhängig von diesem Grundsatz müssen Hersteller jedoch beachten, dass die erstattungsfähigen Festbeträge für Generika vom Gesundheitsministerium bestimmt werden und damit indirekt eine Preiskontrolle ausgeübt wird. Markenprodukte in Großbritannien unterliegen in ihrer Preisfindung prinzipiell keinen gesetzlichen Vorschriften. Vereinzelt Ausnahmen betreffen lediglich Produkte, welche an die staatliche Gesundheitsbehörde vertrieben werden.
198. STADA zählt im britischen Gesundheitsmarkt zu den führenden Anbietern von Markenprodukten. Die Umsatzerlöse im Generika-Segment in Großbritannien spielten in den vergangenen Jahren lediglich eine untergeordnete Rolle. STADA ist im Markenprodukte-Segment in mehreren attraktiven Nischen tätig. Zu diesen Nischen zählen z.B. Haushaltsdesinfektionsmittel. In diesen Nischen des insgesamt stagnierenden Marktsegments wird für das Jahr 2020 mit einem Wachstum gerechnet, welches über dem Marktwachstum in diesem Segment liegt. Das Marktsegment insgesamt stagniert aufgrund des starken Wettbewerbs durch Handelsmarken und des Preisdrucks durch integrierte Apothekenketten.

Marktentwicklung und -charakteristika in Italien

199. Das Marktvolumen in Italien lag bei EUR 29,3 Mrd. im Jahr 2019. Für das Jahr 2020 wird ein Wachstum von 2,3% erwartet und für den Zeitraum 2019 bis 2024 liegt das erwartete Wachstum des italienischen Pharmamarkts bei 3,2%. Im Generika-Markt wird in den Jahren 2019 bis 2022 ein Wachstum von 4,9% p.a. erwartet und im Markenprodukte-Segment beträgt das erwartete Wachstum im gleichen Zeitraum 1,6% p.a.

⁷⁰ Vgl. IQVIA Market Prognosis Global 2020-2024, Mai 2019, S. 51.

⁷¹ <https://international.commonwealthfund.org/countries/england/>, Stand vom 21. April 2020.

200. Das vergleichsweise hohe Wachstum im Generika-Markt ist auf die noch relativ geringe Generikapenetrationsrate von 17,0% zurückzuführen. Maßgeblich verantwortlich für diesen niedrigen Anteil ist die traditionell hohe Nachfrage nach Originalpräparaten und Markenprodukten aufgrund der Verschreibungspraxis. Insgesamt lässt sich jedoch ein stetiger Anstieg an Generikaabsatzmengen festhalten, der u.a. auch auf Eigenbeteiligung der Patienten für Originalprodukte zurückzuführen ist. Weiterhin werden in Italien verschiedene Maßnahmen zur Förderung einer kosteneffizienteren Verschreibungspolitik ergriffen, die sich positiv auf das Generika-Wachstum auswirken. Für das Jahr 2020 ist mit einem geringeren Beitrag aus Patentausläufen zu rechnen.
201. Im Markenprodukte-Segment trägt insbesondere die wettbewerbsrechtliche Liberalisierung des Apothekensektors, welche zu einem Anstieg der Apothekenzahl in den letzten Jahren geführt hat, zu den positiven Wachstumsaussichten bei.
202. Der italienische Staat garantiert seinen Bürgern eine elementare Krankenversicherung zur Befriedigung der allgemeinen medizinischen Bedürfnisse. Das Preisniveau von Originalpräparaten und Generika, das Pharmaunternehmen in Italien ansetzen dürfen, wird von der italienische Medikamentenbehörde (AIFA) gesteuert. Die Preisfindung basiert in diesem Zusammenhang auf einem Referenzpreissystem, welches mit den anderen europäischen Standards vergleichbar ist. Prinzipiell werden die Kosten für Arzneimittel nur erstattet, wenn diese essentielle verschreibungspflichtige Medikamente, wie Produkte zur Behandlung von chronischen Krankheiten, darstellen oder nur unter Aufsicht von Experten verabreicht werden dürfen. Nicht zurück-erstattet werden dagegen Arzneimittel, die nicht-verschreibungspflichtig sind bzw. von der Gesundheitsbehörde als nicht essentiell notwendige Medikamente eingestuft werden.
203. Unabhängig von dem staatlich definierten Festbetrag ist es in Italien jedoch durchaus üblich, dass der Verkaufspreis von einzelnen Generika auch über dem Festbetrag liegen kann und dass Patienten bereit sind, die Differenz zum Festbetrag selbst zu bezahlen. Dieses Szenario tritt i.d.R. dann ein, wenn bei der Rezepterstellung explizit erwähnt wird, dass nur ein bestimmtes, hochpreisiges Generikum verkauft werden darf, so dass die Apotheken dieses nicht durch günstigere Substitute ersetzen dürfen. Arzneimittel, die nicht erstattet werden, unterliegen zur Vermeidung von Missbrauch ebenfalls einer allgemeinen Kontrolle. In diesem Zusammenhang müssen Hersteller daher u.a. beachten, dass potentielle Preiserhöhungen von nicht erstattungsfähigen Medikamenten ausschließlich in ungeraden Jahren zulässig sind und sie die Zielinflationsrate nicht übertreffen dürfen.
204. STADA zählt im italienischen Gesundheitsmarkt zu den führenden Anbietern von Generika. Im Bereich Markenprodukte ist STADA ebenfalls vertreten, wobei sich das Unternehmen hier in der Vergangenheit insbesondere durch Einlizenzierungen im Bereich Erkältungsmedikamente vergrößern konnte.

Marktentwicklung und -charakteristika in Belgien

205. Der belgische Pharmamarkt ist mit EUR 6,1 Mrd. im Jahr 2019 der kleinste von STADAs Kernmärkten. Für das Jahr 2020 wird ein Wachstum von 4,6% erwartet, langfristig liegt die Wachstumsprognose für den Zeitraum 2019 bis 2024 bei 3,2% p.a. Die erwartete Wachstumsrate für

die Marktsegmente Generika und Markenprodukte im Zeitraum 2019 bis 2022 beträgt 2,1% bzw. -1,5%. Für das Jahr 2020 wird ein durch Preissenkungen induzierter Rückgang des Generikamarkts erwartet. Neben der Preisfestlegung wird keine größere Veränderung der Marktdynamik erwartet.

206. Insgesamt ist die Generikapenetration in Belgien im Vergleich zu den Top 5 Ländern mit 11,9% am niedrigsten. Dennoch prognostiziert IQVIA eine Abschwächung des Wachstums, was darauf zurückzuführen ist, dass die zukünftigen Patentausläufe einen geringeren Wert aufweisen. Weiterhin werden durch Kosteneinsparmaßnahmen der belgischen Regierung negative Preiseffekte erwartet. Zudem wird eine hohe Preiserosion prognostiziert.
207. Das belgische Gesundheitssystem basiert auf privaten und gesetzlichen Krankenkassen, die anfallende Kosten für verschreibungspflichtige Arzneimittel übernehmen. Neben der gesetzlichen Krankenversicherung verfügt darüber hinaus ein Großteil der Bevölkerung über eine private Zusatzversicherung, die potentielle Belastungen durch Selbstbeteiligungen und Zusatzleistungen abdeckt. Grundsätzlich erfolgt die Preiskontrolle von in Belgien vermarkteten Arzneimitteln durch das belgische Wirtschaftsministerium. Ähnlich wie in anderen EU-Ländern basiert die Festpreisbestimmung dabei auf unterschiedlichen Produktklassifizierungen, deren Preisniveaus maximal den internationalen Referenzpreisen entsprechen dürfen.
208. Da es Apotheken nicht erlaubt ist, eigenständig Generika anstelle von Originalpräparaten zu vertreiben, kommt insbesondere Ärzten bei der zukünftigen Generikapenetration eine entscheidende Rolle zu. Während beim Arzneimittelverkauf in Form von Rezeptverschreibungen die Generikapenetration in den letzten Jahren anstieg, dominieren beim Arzneimittelverkauf an Krankenhäuser weiter die Hersteller von Originalpräparaten.
209. STADA hält im belgischen Generikamarkt gemessen an den Umsatzerlösen konstant die Marktführerschaft, wohingegen das Markenprodukte-Segment eher eine untergeordnete Rolle spielt.

Marktentwicklung und -charakteristika in Russland

210. Im russischen Pharmamarkt wurden im Jahr 2019 insgesamt Umsatzerlöse von EUR 15,6 Mrd. umgesetzt. Ausgehend von einem erwarteten Wachstum von 10,1% im Jahr 2020, prognostiziert IQVIA Wachstumsraten im Zeitraum 2019 bis 2024 von 10,7%. Für den Generika-Markt und das Segment-Markenprodukte wird mit jeweils 9,5% bzw. 9,1% ein etwas geringeres Wachstum auf sehr hohem Niveau im Zeitraum 2019 bis 2022 erwartet. Dabei stellen die Wachstumserwartungen für Markenprodukte und Generika eine Steigerung des historischen Wachstums dar.
211. Mit einem Generikamarktanteil i.H.v. ca. 32,7% am russischen Pharmamarkt stellen Generika eine wesentliche Arzneimittelklasse im russischen Gesundheitsmarkt dar. Ausgehend von einem bereits hohen historischen Wachstum, wird mit einer Fortsetzung des Wachstumstrend gerechnet. Auch ist zu beachten, dass in Russland ein hoher Selbstzahleranteil existiert, so dass die Nachfrage nach Generika abhängig von der Entwicklung des BIP ist. Das Wachstum des BIP wird wiederum nach Einschätzungen des IWF in Zukunft ebenfalls oberhalb des BIP Wachstums

in den weiteren Kernabsatzmärkten liegen. Es wird erwartet, dass das Wachstum im Generika-Segment im Jahr 2020 von Preissteigerungen getrieben wird, während die Volumina sinken.

212. Im Markenprodukte-Segment erwartet IQVIA eine weitere Steigerung des historisch bereits hohen Wachstums. Das Wachstum wird dabei von einer weitverbreiteten Selbstmedikationskultur und von hohen Marketingaufwendungen, die kaum Regulierungen unterliegen, getrieben. Für das Jahr 2020 wird mit steigenden Preisen gerechnet und einem gegenläufigen Effekt aufgrund sinkender verfügbarer Einkommen in Russland.
213. Grundsätzlich gilt in Russland, wie auch in den meisten EU-Ländern, dass gesetzliche Einschränkungen bei der Preisfindung von Arzneimitteln überwiegend bei verschreibungspflichtigen Medikamenten Anwendung finden. Verglichen mit der EU ist jedoch die Art der Rückerstattung in Russland abhängig von vordefinierten Patientengruppen, wobei konkret zwischen Krankenhausbehandlungen und Behandlungen außerhalb von Krankenhäusern unterschieden wird. Arzneimittel, die Patienten im Rahmen von Krankenhausbehandlungen zur Verfügung stehen, müssen alle in der staatlichen „Vital and Essential Pharmaceutical“ (VEP) Liste enthalten sein, die gleichzeitig das Preisniveau der entsprechenden Medikamente bestimmt. Arzneimittel, die dagegen nicht im Rahmen von Krankenhausaufenthalten erworben werden, müssen i.d.R. privat bezahlt werden.⁷² Arzneimittelhersteller, die auf der VEP-Liste berücksichtigt werden, vertreiben ihre Produkte im Rahmen von öffentlichen Ausschreibungsverträgen entweder direkt an Krankenhäuser bzw. staatlich anerkannte Apotheken oder über den Großhandel, der an den entsprechenden Ausschreibungen teilnimmt. Vor dem Hintergrund, dass das gesetzliche Gesundheitssystem in Russland relativ unterdurchschnittlich entwickelt ist und ca. 70,0% der Arzneimittelausgaben privat finanziert werden müssen, sind die regulatorischen Einflüsse auf den Arzneimittelmarkt insbesondere für Produkte, die nicht auf der VEP-Liste vermerkt sind, vergleichsweise gering. Dagegen ist das Potential für Preiserhöhungen von Produkten auf der VEP-Liste limitiert, da diese preisreguliert sind.
214. Die russische Regierung plant in den nächsten sechs Jahren bis zu RUB 1,3 Bill. in das nationale Gesundheitssystem zu investieren. Folglich sollte sich das Budget der gesetzlichen Gesundheitsversicherung in den nächsten Jahren erhöhen und somit zum Wachstum des russischen Pharmamarkts beitragen. Beispielsweise sollen die Erstattungslisten erweitert werden und die Zahl der im Rahmen des „Expensive Diseases Program“ erfassten Krankheiten erhöht werden, so dass sich der Zugang zu Behandlungen verbessern wird. Das Wachstum des russischen Pharmamarkts wird jedoch durch erweiterte Preiskontrollmaßnahmen, einschließlich der Androhung von Zwangslizenzen, sowie durch Maßnahmen zur Unterstützung der lokalen Industrie gedämpft. Weiterhin spielen Apotheken in Russland eine wesentliche Rolle, da diese auch ohne Vorlage eines Rezepts verschreibungspflichtige Arzneimittel verkaufen und substituieren dürfen.

⁷² Zu den wenigen Ausnahmen, bei denen Patienten auch außerhalb von Krankenhausbehandlungen im Rahmen von Rückerstattungen unterstützt werden, zählen u. a. Patienten, die unter sehr kostenintensiven Krankheiten, wie bspw. Multiple Sklerose, leiden sowie Waisen- und Kleinkinder.

215. Insgesamt zählt STADA im russischen Pharmamarkt zu den führenden Anbietern von Generika und Markenprodukten. Jedoch müssen Währungseffekte berücksichtigt werden, die in der jüngeren Vergangenheit durch die starke Abwertung des Rubels in Folge der Ukraine-Krise und der weltweiten Rohstoffpreisentwicklung zu erheblichen Umsatzrückgängen in Euro geführt haben.

2.3.4.5. Fazit zur Entwicklung des Markts

216. STADA verfügt aktuell sowohl im Generika- als auch im Markenproduktbereich über ein regional breit diversifiziertes Portfolio, welches in allen bedeutenden europäischen Absatzmärkten vertreten ist. Wesentliche Wachstumstreiber, die den globalen Gesundheitsmarkt in Zukunft beeinflussen werden, sind der demografische Wandel, verbesserte Gesundheitssysteme und steigende verfügbare Einkommen in Schwellenländern. Zudem sind die Absatzmärkte durch ein wachsendes und kompetitives Wettbewerbsumfeld geprägt, in welchem neben kleineren und mittelgroßen Vollsortimentern und Spezialanbietern zunehmend auch global agierende Pharmakonzerne in bestehenden und neuen Märkten konkurrieren. Zu den wesentlichen Abnehmern zählen einerseits Ärzte und Apotheken, öffentliche Krankenhäuser und Krankenkassen, aber auch Endverbraucher selbst. Die Verhandlungsmacht der Kunden ist in Abhängigkeit des Landes und des jeweiligen regulatorischen Umfeldes unterschiedlich stark ausgeprägt. Während im Generikamarkt aufgrund des hohen regulatorischen Einflusses ein hoher Preisdruck herrscht, dem u.a. mit Skaleneffekten eines diversifizierten Produktportfolios begegnet werden kann, ist der Markt für Markenprodukte vergleichsweise liberal in seiner Preisgestaltung. Hier erfolgt der Vertrieb über eine starke Markenbildung mit entsprechenden Marketingaufwendungen zur Markendifferenzierung.

217. Im Generikamarkt hängt der Erfolg STADAs von dem regulatorischen Umfeld der jeweiligen Absatzmärkte ab, in denen aufgrund von Budgetbegrenzungen der Gesundheitssysteme auch in Zukunft verstärkt kostengünstige Generika nachgefragt werden. Aufgrund der hohen Verhandlungsmacht der hauptsächlich öffentlich-rechtlichen Abnehmer bzw. Kostenträger, die entsprechend hohe Volumina nachfragen, in Verbindung mit einer hohen Markttransparenz durch internationale Referenzpreissysteme und Festbeträge, wird sich bei steigenden Absatzmengen der Preisdruck im Generikamarkt, auch vor dem Hintergrund der indischen Wettbewerber mit aggressiver Preispolitik, weiter intensivieren. Darüber hinaus wird durch die generierten Skaleneffekte bei großen Abnahmeverolumina bestehender Anbieter neuen Marktteilnehmern der Markteintritt deutlich erschwert, so dass insbesondere die etablierten Unternehmen mit internationalen Vertriebsstrukturen und Cross-Selling-Effekten von den steigenden Abnahmemengen profitieren werden.

218. Aufgrund der beschriebenen Entwicklungen wird erwartet, dass der globale Pharmamarkt von aktuell ca. EUR 1.117,5 Mrd. im Jahr 2019 bis zum Jahr 2024 jährlich um ca. 4,5% auf ca. EUR 1.393,8 Mrd. ansteigen wird.⁷³ Innerhalb des Pharmamarkts wird für den Generikamarkt in den Jahren 2019 bis 2024 ein jährliches Wachstum von 6,5% prognostiziert, so dass das Marktvolumen von ca. EUR 234,8 Mrd. im Jahr 2019 auf über EUR 321,8 Mrd. im Jahr 2024

⁷³ Vgl. Rz. 145.

wachsen wird.⁷⁴ Für den globalen Markenproduktmarkt wird für den gleichen Zeitraum von 2019 bis 2024 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. ca. 3,9% erwartet. Dabei soll das Marktvolumen in diesem Segment von ca. EUR 72,5 Mrd. im Jahr 2019 auf über EUR 87,7 Mrd. im Jahr 2024 ansteigen.⁷⁵

219. Grundsätzlich konnte sich STADA in der Vergangenheit in den Kernabsatzländern in mindestens einem Produktsegment unter den Top 5 Marktführern etablieren. Das erwartete Wachstum in STADAs Kernabsatzländern liegt über dem globalen Wachstum in den entsprechenden Segmenten. So beträgt das durchschnittliche Generika-Marktwachstum 5,1% p.a. im Zeitraum 2019 bis 2022 in den Kernabsatzländern. Dabei sind vor allem die Länder Russland, Italien und Deutschland als Wachstumstreiber zu nennen, wohingegen in Großbritannien und Belgien ein schwächeres Wachstum erwartet wird. Hierfür sind insbesondere Volumeneffekte durch geringere Patentausläufe und die aggressive Preispolitik von indischen Wettbewerbern verantwortlich.
220. Im Markenprodukte-Segment liegt das durchschnittliche Wachstum der Kernabsatzländer im gleichen Zeitraum bei durchschnittlich 4,1% p.a. Das prozentual höchste Wachstum wird dabei für den russischen Markt erwartet.
221. Insgesamt wird STADA aufgrund seiner guten Marktposition im Bereich der Generika an dem weiter bestehenden Wachstum in den bereits erschlossenen Ländern partizipieren können. Weiterhin existieren Wachstumschancen im Bereich der komplexeren Generika, wie z.B. Biosimilars. Demgegenüber steht ein weiter ansteigender Preis- und Kostendruck. Im Markenprodukte-Segment wird STADA ebenfalls von Wachstum in neuen Märkte profitieren können. Zwar ist der Preisdruck hier vergleichsweise gering, allerdings besteht ein deutlich höherer Vertriebsaufwand zur Markenbildung und Positionierung der Produkte bei Ärzten und Apothekern.

2.3.5. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

222. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für die Plausibilitätsbeurteilung.⁷⁶ Daher wird die konsolidierte Planungsrechnung für den Zeitraum 2020 bis 2022 zu Vergleichszwecken bereits an dieser Stelle der bereinigten konsolidierten Historie gegenübergestellt. Auf die verabschiedete Unternehmensplanung und deren bewertungstechnische Anpassungen für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 wird im Anhang 3 und 4 ausführlich eingegangen. Wir stellen die Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage anhand der testierten Konzernabschlüsse von STADA für die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 dar.

⁷⁴ Vgl. Rz. 146.

⁷⁵ Vgl. Rz. 148.

⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 72; DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 23.

2.3.5.1 Ertragslage

Die nachfolgende Übersicht stellt die Ertragslage von STADA für die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 und den Planungszeitraum für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 nach IFRS dar.⁷⁷

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,8
Wachstum in %	-	8,2%	0,7%	11,9%	13,8%	2,7%	2,7%
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8	-1.410,2	-1.413,7	-1.420,8
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7	1.557,8	1.633,0	1.709,1
in % der Umsatzerlöse	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%	52,5%	53,6%	54,6%
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4	-934,0	-969,7	-1.001,6
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-85,5	-92,3	-96,7
Sonstige Erträge	11,8	29,6	44,0	34,1	8,6	6,9	6,9
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6	-99,9	-35,0	-32,2
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0	447,0	542,9	585,5
in % der Umsatzerlöse	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%	15,1%	17,8%	18,7%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	102,9	109,2	107,0	136,4	208,0	214,1	217,2
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6
in % der Umsatzerlöse	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%
Finanzergebnis	-50,9	-46,9	-38,9	-45,1	-77,2	-82,1	-71,6
Ergebnis vor Ertragsteuern	244,2	277,8	357,6	444,0	369,7	460,7	513,9
in % der Umsatzerlöse	11,4%	12,0%	15,3%	17,0%	12,5%	15,1%	16,4%
Ertragsteuern	-58,4	-73,5	-68,7	-31,8	-77,0	-97,7	-107,4
Effektive Steuerrate (in %)	23,9%	26,5%	19,2%	7,2%	20,8%	21,2%	20,9%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	185,8	204,3	288,8	412,2	292,8	363,0	406,5
in % der Umsatzerlöse	8,7%	8,8%	12,4%	15,8%	9,9%	11,9%	13,0%

Bereinigung der Historie

223. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.
224. STADA stellt in der externen Berichterstattung der Geschäftsjahre 2016 bis 2019 zwei verschiedene Bereinigungsarten dar. Erstens werden die Umsatzerlöse um Währungs- und sog. Portfolioeffekte bereinigt („Bereinigung des historischen Umsatzwachstums“), um das organische, nicht von Währungs- und Portfolioeffekten beeinflusste Umsatzwachstum zu ermitteln. Zweitens werden – ausgehend von den nicht um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigten Umsatzerlösen – Ertragskennzahlen, wie EBIT oder EBITDA, um ertragswirksame Sonder- und Einmaleffekte bereinigt („Bereinigung der historischen Ertragslage“). Für Bewertungszwecke und

⁷⁷ Die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 sind bereinigt dargestellt. Bereinigungen wurden für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 nicht vorgenommen. Innerhalb der o.g. dargestellten Ertragslage beinhaltet der Posten „Sonstige Erträge“ das Ergebnis aus at-equity Beteiligungen.

die Plausibilisierung der zukünftigen Unternehmensplanung ist ausschließlich die letztgenannte Bereinigungsart relevant.

Bereinigung der historischen Ertragslage

225. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Geschäftsjahre 2016 bis 2019 die Bereinigungen der Ertragslage dargestellt:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Unbereinigte Historie				Bereinigungen				Bereinigte Historie			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	-	-	-	-	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6
<i>Wachstum in %</i>	-	8,2%	0,7%	11,9%	-	-	-	-	-	8,2%	0,7%	11,9%
Herstellungskosten	-1.105,3	-1.178,0	-1.139,5	-1.239,2	-12,5	-9,4	-14,1	-22,4	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.033,9	1.135,9	1.191,3	1.369,3	12,5	9,4	14,1	22,4	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	48,3%	49,1%	51,1%	52,5%	-	-	-	-	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-671,0	-714,2	-722,3	-796,4	-0,7	-3,5	-	-	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-	-	-	-	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8
Sonstige Erträge	20,0	43,6	88,1	42,7	8,2	14,0	44,2	8,6	11,8	29,6	44,0	34,1
Andere Aufwendungen	-138,9	-203,3	-103,1	-157,0	-111,1	-131,1	-44,8	-89,4	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6
EBIT	178,9	194,6	381,8	385,8	116,2	130,0	14,7	103,2	295,1	324,6	396,5	489,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	8,4%	8,4%	16,4%	14,8%	-	-	-	-	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	182,7	169,2	148,8	227,0	79,7	60,0	41,8	90,6	102,9	109,2	107,0	136,4
EBITDA	361,5	363,8	530,6	612,8	36,5	70,0	-27,1	12,7	398,0	433,9	503,5	625,5
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	16,9%	15,7%	22,8%	23,5%	-	-	-	-	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%
Finanzergebnis	-51,4	-46,8	-38,9	-45,1	-0,5	0,0	-	-	-50,9	-46,9	-38,9	-45,1
Ergebnis vor Ertragsteuern	127,4	147,7	342,9	340,7	116,7	130,0	14,7	103,2	244,2	277,8	357,6	444,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,0%	6,4%	14,7%	13,1%	-	-	-	-	11,4%	12,0%	15,3%	17,0%
Ertragsteuern	-31,9	-53,0	-32,3	-26,9	26,4	20,5	36,4	4,9	-58,4	-73,5	-68,7	-31,8
<i>Effektive Steuerrate (in %)</i>	25,1%	35,9%	9,4%	7,9%	-	-	-	-	23,9%	26,5%	19,2%	7,2%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	95,5	94,8	310,5	313,8	90,3	109,5	-21,7	98,3	185,8	204,3	288,8	412,2
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	4,5%	4,1%	13,3%	12,0%	-	-	-	-	8,7%	8,8%	12,4%	15,8%
Minderheitenanteil	9,6	9,4	3,6	11,1	1,1	0,7	-1,2	-1,7	8,5	8,7	4,8	12,8

226. In den Herstellungskosten wurden in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 Bereinigungen i.H.v. jeweils EUR -12,5 Mio., EUR -9,4 Mio., EUR -14,1 Mio. und EUR -22,4 Mio. berücksichtigt. Maßgeblich verantwortlich für diese Bereinigungen waren über alle vier Berichtsperioden hinweg Sondereffekte bedingt durch Abschreibungen der Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen.
227. Bereinigungen der Verwaltungskosten i.H.v. EUR -0,7 Mio. bzw. EUR -3,5 Mio. wurden in den Geschäftsjahren 2016 und 2017 angesetzt. Im Geschäftsjahr 2016 war die Bereinigung auf einmalige Sondereffekte durch Beratungsleistungen zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2017 waren Sondereffekte aus Jubiläumsrückstellungen zu bereinigen.
228. Die Bereinigungen der sonstigen Erträgen beliefen sich in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf EUR 8,2 Mio., EUR 14,0 Mio., EUR 44,2 Mio. und EUR 8,6 Mio. Die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2016 betreffen erhaltene Meilensteinzahlungen in Großbritannien und Fremdwährungseffekte. Während die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2017 ausschließlich durch Wertaufholungen des Anlagevermögens begründet waren, entfiel im Jahr 2018 neben Wertaufholungen des Anlagevermögens in Höhe von EUR 15,9 Mio. ein wesentlicher Teil der Bereinigungen (EUR 28,3 Mio.) auf Neubewertungseffekte im Zuge der erstmaligen Vollkonsolidierung der BIOCEUTICALS AG. Am 27. September 2018 erwarb STADA weitere 35,48% der Aktien der BIOCEUTICALS AG für EUR 35,0 Mio. Damit waren insgesamt 51,34% der Aktien dieser Gesellschaft im Eigentum von STADA, so dass Kontrolle über diese Gesellschaft erlangt wurde. Im Rahmen der Kaufpreisallokation wurde der Erwerb als „Bargain Purchase“ klassifiziert, da der

beizulegende anteilige Zeitwert den Kaufpreis und den Buchwert der nach der Equity Methode bilanzierten Anteile überstieg. Der Unterschiedsbetrag wurde ergebniswirksam in den sonstigen Erträgen erfasst und entsprechend bereinigt. Im Geschäftsjahr 2019 betreffen die Bereinigungen im Wesentlichen Wertaufholungen des Anlagevermögens.

229. Insgesamt beliefen sich die Bereinigungen der anderen Aufwendungen in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf EUR -111,1 Mio., EUR -131,1 Mio., EUR -44,8 Mio. und EUR -89,4 Mio.
230. Wesentliche Bereinigungen der anderen Aufwendungen in den vergangenen Geschäftsjahren betrafen Impairments. Diese betragen in den Geschäftsjahren 2016 und 2017 EUR -65,5 Mio. bzw. EUR -60,4 Mio. Im Jahr 2018 beliefen sich die Bereinigungen aufgrund von Impairments auf EUR -42,2 Mio. und im Jahr 2019 auf EUR -75,1 Mio. Weiterhin wurden in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 Abfindungen und Restrukturierungsmaßnahmen von EUR -14,0 Mio., EUR -20,2 Mio., EUR -2,6 Mio. und EUR -14,3 Mio. bereinigt.
231. Weitere wesentliche Sondereffekte in einzelnen Jahren innerhalb der anderen Aufwendungen betreffen im Geschäftsjahr 2016 Kurseffekte i.H.v. EUR -13,8 Mio., Sondereffekte im Zusammenhang mit der Beendigung des Distributionsvertrags mit OMEGA i.H.v. EUR -7,7 Mio. und Aufwendungen im Zusammenhang mit der Einstellung des Aesthetics-Geschäfts i.H.v. EUR -10,3 Mio. Neben den bereits genannten Impairments und Abfindungen betraf eine wesentliche Bereinigung im Geschäftsjahr 2017 die Übernahme durch die Nidda Holding. Im Zuge dessen wurden Beratungsdienstleistungen i.H.v. EUR -45,0 Mio. bereinigt. Darüber hinaus wurden im Geschäftsjahr 2017 Aufwendungen aus der Entkonsolidierung der STADA Vietnam JV i.H.v. EUR -5,5 Mio. bereinigt.
232. Die Bereinigungen der Abschreibungen betreffen die außerplanmäßigen Abschreibungen, Zuschreibungen sowie planmäßige Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen.
233. Aufgrund von Wertberichtigungen im Zusammenhang mit Derivaten fanden zudem Bereinigungen des Finanzergebnisses statt. Im Geschäftsjahr 2016 verbesserten die Bereinigungen das Finanzergebnis um EUR 0,5 Mio. Im Geschäftsjahr 2017 wurden nur marginale Berichtigungen im Finanzergebnis vorgenommen und in den Geschäftsjahren 2018 und 2019 fanden keine Berichtigungen statt.
234. Die Bereinigungen der Ertragsteuern beliefen sich in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf EUR 26,4 Mio., EUR 20,5 Mio., EUR 36,4 Mio. und EUR 4,9 Mio. Berechnet wurden die Steuereffekte auf die Sondereffekte entsprechend dem Land ihrer Entstehung. Aufgrund der Bedeutung der Abschreibungsbereinigungen bezog sich der Großteil der bereinigten Ertragsteuern auf diese Sondereffekte. Darüber hinaus entstanden die Bereinigungen der Ertragsteuern im Geschäftsjahr 2016 neben Währungseffekten in der CIS-Region und der Steuersatzänderung in Großbritannien auch im Rahmen von gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen in Deutschland, der Beendigung des OMEGA-Distributionsvertrages und weiterer, einzelner Positionen. Die Bereinigung der Steuereffekte im Geschäftsjahr 2017 ergab sich durch die bereits aufgeführten Sondereffekte, wie Wertminderungen innerhalb des Anlagevermögens, Effekte aus Kaufpreisallokationen und Beratungsdienstleistungen. Im Geschäftsjahr 2018 ist mit EUR 28,9

Mio. der überwiegende Teil der Bereinigungen der Ertragsteuern auf die Änderung des Steuerstatus von STADA zurückzuführen. Aufgrund dessen wurden alle latenten Steuern auf die Ebene der Nidda Bondco transferiert, während STADA für die Besteuerung der wiederkehrenden Ausgleichszahlungen verantwortlich ist.

235. Die bereinigten Sondereffekte auf Ebene der Minderheiten betragen in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 EUR -1,1 Mio., EUR -0,7 Mio., EUR 1,2 Mio. und EUR 1,7 Mio.

Beschreibung der bereinigten historischen Ertragslage

236. Die Beschreibung der bereinigten historischen Ertragslage der Geschäftsjahre 2016 bis 2019 nehmen wir im Folgenden auf Ebene der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung vor:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie			
	2016	2017	2018	2019
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6
Wachstum in %	-	8,2%	0,7%	11,9%
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7
in % der Umsatzerlöse	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4
davon Vertriebskosten	-488,3	-514,5	-538,6	-581,6
davon allg. Verwaltungskosten	-182,0	-196,2	-183,7	-214,8
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8
Sonstige Erträge	11,8	29,6	44,0	34,1
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0
in % der Umsatzerlöse	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	102,9	109,2	107,0	136,4
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5
in % der Umsatzerlöse	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%
Finanzergebnis	-50,9	-46,9	-38,9	-45,1
Ergebnis vor Ertragsteuern	244,2	277,8	357,6	444,0
in % der Umsatzerlöse	11,4%	12,0%	15,3%	17,0%
Ertragsteuern	-58,4	-73,5	-68,7	-31,8
Effektive Steuerrate (in %)	23,9%	26,5%	19,2%	7,2%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	185,8	204,3	288,8	412,2
in % der Umsatzerlöse	8,7%	8,8%	12,4%	15,8%
Minderheitenanteil	8,5	8,7	4,8	12,8

237. Die Umsatzerlöse resultieren bei STADA überwiegend aus Produktlieferungen und nur zu einem geringeren Teil aus Lizenzerlösen. Die Umsatzerlöse von STADA stiegen von EUR 2.139,2 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 2.608,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Insbesondere in den Geschäftsjahren 2017 und 2019 wurde mit einem Wachstum von 8,2% bzw. 11,9% eine deutliche Umsatzsteigerung erzielt. Verantwortlich für dieses Wachstum waren sowohl Generika als auch Markenprodukte, welche STADA aufgrund eines wettbewerbsfähigen Preisniveaus und eines

kompetitiven Produktportfolios erfolgreich in ihren Absatzmärkten platzieren konnte. Des Weiteren trugen M&A-Transaktionen und Produkteinführungen maßgeblich zum Wachstum in der Vergangenheit bei.

238. Auf Segmentebene stellen sich die nicht um Portfolio- und Währungseffekte bereinigten Umsatzerlöse wie folgt dar:

Segmentspezifische Umsatzerlöse					
in EUR Mio.	Unbereinigte Historie				CAGR
	2016	2017	2018	2019	'16-'19
Generika	1.280,7	1.361,7	1.382,8	1.534,7	6,2%
Wachstum in %		6,3%	1,6%	11,0%	
Markenprodukte	858,5	952,2	948,0	1.073,9	7,7%
Wachstum in %		10,9%	-0,4%	13,3%	
Gesamt	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	6,8%

239. Im Geschäftsjahr 2016 wurde das Umsatzerlöswachstum im Generika-Segment i.H.v. 1,5% insbesondere von den Absatzmärkten Russland, Italien und Vietnam getrieben, wohingegen das Umsatzwachstum in Deutschland stagnierte. Während im Geschäftsjahr 2016 in Italien vor allem ein höheres Absatzvolumen zu einem Umsatzwachstum i.H.v. 5,8% auf EUR 157,7 Mio. führte, konnte das Russlandgeschäft aufgrund von positiven Volumen- und Preiseffekten um 10,7% auf EUR 92,5 Mio. zulegen. Ebenfalls positiv entwickelte sich darüber hinaus das Vietnamgeschäft, welches von EUR 63,2 Mio. im Geschäftsjahr 2015 um 9,3% auf EUR 69,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 anstieg. Maßgeblich verantwortlich für die Entwicklung in Vietnam war dabei ein höheres Absatzvolumen, das den vorherrschenden Preisdruck im Land kompensieren konnte.
240. Die Umsatzerlöse im Generika-Segment konnten im Geschäftsjahr 2017 mit einem Wachstum von 6,3% deutlich gesteigert werden. Wichtige Wachstumstreiber waren in diesem Zusammenhang die Absatzmärkte Belgien, Italien und Russland, wobei in Belgien vor allem Volumeneffekte und in Russland positive Währungseffekte für das Wachstum verantwortlich waren. In Belgien ist die positive Entwicklung insbesondere auf die seit Januar 2017 eigenständige Ausübung der Vertriebsaktivitäten zurückzuführen. In Italien war der Anstieg vor allem auf ein positives Volumenwachstum und Produktneueinführungen sowie Preiseffekte zurückzuführen. In Deutschland als wichtigstem Absatzmarkt von STADA war insgesamt ein Umsatzrückgang zu beobachten, welcher auf gegenläufigen Effekten beruhte. Einerseits erzielte die Tochtergesellschaft ALIUD PHARMA aufgrund der weiterhin erfolgreichen Teilnahme an Ausschreibungen höhere Umsatzerlöse, während die Tochtergesellschaft STADAPharm rückläufige Umsatzerlöse aufgrund der fehlenden Teilnahme an Ausschreibungsverfahren, die nicht vollständig durch andere Vertriebswege kompensiert werden konnten, auswies.
241. Im Geschäftsjahr 2018 fiel das Umsatzwachstum im Generika-Segment i.H.v. 1,6% geringer aus als im Vorjahr. Dabei wurde das Ergebnis durch Währungseffekte in Folge der starken Abwertung des russischen Rubels beeinträchtigt. Die um Währungseffekte bereinigten Umsatzerlöse zeigen hingegen ein stärkeres Wachstum, welches insbesondere durch eine positive Rabattent-

wicklung in Belgien sowie positive Preis- und Mengeneffekte in Italien zu begründen ist. Weiterhin sind Umsatzsteigerungen in Deutschland und die Neueinführung des Wirkstoffs „Pemetrexed“ als Wachstumstreiber zu nennen. Im Geschäftsjahr 2019 wurde mit 11,0% eine deutliche Umsatzsteigerung erzielt. Dies ist vor allem auf Volumenzuwächse in Deutschland, Italien, Spanien und Frankreich zurückzuführen. Zusätzlich geht ein signifikanter Umsatzbeitrag auf die BIOCEUTICALS AG zurück. Insgesamt konnte im Generika-Segment in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsatzerlöse von 6,2% erzielt werden.

242. Im Markenprodukte-Segment konnten die Umsatzerlöse von EUR 858,5 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 1.073,9 Mio. im Geschäftsjahr 2019 gesteigert werden. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum der Umsatzerlöse von 7,7% p.a., welches folglich die Wachstumsrate des Generika-Segments übersteigt. Maßgeblich beeinflusst ist die positive Entwicklung durch das Wachstum in den Geschäftsjahren 2017 und 2019 aufgrund von M&A Transaktionen und Produkteinführungen (Anstieg um 10,9% bzw. 13,3% gegenüber dem Vorjahr). Im Markenprodukte-Segment hingegen stagnierten die Umsatzerlöse in den Geschäftsjahren 2016 und 2018 weitestgehend. Diese jährlichen Schwankungen können jedoch im Wesentlichen durch Währungseffekte und Portfolioeffekte erklärt werden. Bei Eliminierung dieser Effekte stellt sich in jedem Jahr ein positives Wachstum ein.
243. Im Geschäftsjahr 2016 erzielte STADA das Umsatzwachstum innerhalb des Markenprodukte-Segments primär durch das Deutschlandgeschäft, das einen Umsatzerlösanstieg i.H.v. 38,3% auf EUR 177,4 Mio. verzeichnen konnte. Wesentlicher Wachstumstreiber waren Produktportfoliooptimierungen und ein höheres Absatzvolumen von Kernmarken. Eine ebenfalls positive Entwicklung stellte sich in Vietnam dar, wo ein Umsatzwachstum i.H.v. 19,1% auf EUR 36,7 Mio. erzielt werden konnte. Trotz der positiven Entwicklungen in Deutschland und Vietnam konnte jedoch im Geschäftsjahr 2016 in Summe kein signifikantes Umsatzerlöswachstum auf Segmentebene generiert werden. Maßgeblich verantwortlich dafür war das Russlandgeschäft, dessen Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2016 um 29,3% auf EUR 150,1 Mio. zurückgingen, wobei dies sowohl aus einer verstärkten Konsolidierung auf Kundenebene als auch aus einer allgemein schwächeren Nachfrage resultierte. Ebenfalls sind die bereits genannten Währungseffekte für das negative Wachstum in Russland verantwortlich.
244. Im Geschäftsjahr 2017 basierte das Wachstum im Markenprodukte-Segment i.H.v. 10,9% maßgeblich auf Produkteinführungen in Russland und einer höheren Nachfrage im serbischen Konzern Hemofarm. Zu dem hohen Umsatzwachstum trugen insbesondere auch die Akquisitionen der Gesellschaften BSMW Ltd. und Natures Aid Ltd. in Großbritannien bei.
245. Im Geschäftsjahr 2018 verzeichneten die Umsatzerlöse im Markenprodukte-Segment einen Rückgang von -0,4%. Dieser ist im Wesentlichen durch die Abwertung des russischen Rubels und die Einstellung des Vertriebs eines einlizenzierten Markenportfolios zu begründen. Positive Umsatzentwicklungen waren insbesondere in Deutschland (+5%) und in Großbritannien (+8%) zu verzeichnen.

246. Die deutliche Umsatzsteigerung im Geschäftsjahr 2019 ist maßgeblich auf Produktneueinführungen wie zum Beispiel Bortezomib zurückzuführen. Im britischen Markt war eine positive Umsatzentwicklung durch Volumenzuwächse zu beobachten, während in Russland Umsatzrückgänge im Markenprodukte-Segment zu verzeichnen waren.
247. In der Vergangenheit war der deutsche Pharmamarkt STADAs größter und wichtigster Absatzmarkt, der sowohl im Generika- als auch im Markenprodukte-Segment die höchsten Umsatzerlöse erwirtschaftete. Die Relevanz der anderen Absatzmärkte hingegen ist differenziert für die Segmente Generika und Markenprodukte zu betrachten. Dies verdeutlicht zum Beispiel Großbritannien, das zwar im Geschäftsjahr 2019 STADAs zweitgrößter Markt für Markenprodukte war, gleichzeitig aber eine deutlich geringere Rolle im Generikamarkt spielte.
248. Über den Zeitraum 2016 bis 2019 betrachtet entwickelten sich die Umsatzerlöse in Belgien mit einem jährlichen Wachstum i.H.v. 21,0% am stärksten, so dass der belgische Markt im Jahr 2019 STADAs fünftgrößten Absatzmarkt darstellte. Dieses Wachstum war im Wesentlichen auf das Generika-Segment und positive Volumeneffekte zurückzuführen. In STADAs dritt- und viertgrößten Absatzmärkten Italien und Großbritannien verzeichnete das Unternehmen mit 7,5% p.a. und 8,0% p.a. ebenfalls hohe Wachstumsraten in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019. Dagegen stiegen im gleichen Zeitraum die Umsatzerlöse in Russland nur geringfügig.⁷⁸
249. Die Herstellungskosten nach Bereinigungen stiegen von EUR 1.092,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 1.216,8 Mio. im Geschäftsjahr 2019 an. Dabei verblieben die Bruttomargen in den Geschäftsjahren 2016 und 2017 zunächst mit 48,9% und 49,5% weitestgehend konstant. Im Geschäftsjahr 2018 verbesserte sich die Bruttomarge jedoch deutlich auf 51,7%. Diese Verbesserung ist im Wesentlichen auf niedrigere Rabattbelastungen und geringere Retouren in Belgien zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2019 konnte eine weitere Verbesserung der Bruttomarge auf 53,4% realisiert werden. Dies begründet sich im Wesentlichen durch eine Veränderung des Produktmix und einen gestiegenen Absatzleistung von hochmargigen Produkten, welcher jedoch zum Teil temporärer Natur ist.
250. Die Vertriebskosten enthalten, neben den Kosten für die Vertriebsabteilungen und den Außendienst, zu einem wesentlichen Anteil auch die Kosten für Werbung und Marketingmaßnahmen. Ebenfalls enthalten sind Logistikkosten, die für den Vertrieb der Waren anfallen. Der Anteil der Marketingaufwendungen an den Vertriebskosten betrug im Betrachtungszeitraum zwischen 42,9% und 45,6%. Insgesamt stiegen die Vertriebskosten von EUR 488,3 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 581,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Dabei stieg die Vertriebskostenquote im Geschäftsjahr 2018 von 22,2% im Vorjahr auf 23,1% an. Die Erhöhung war im Wesentlichen auf intensivierte Marketingmaßnahmen in Großbritannien und Deutschland sowie auf den Ausbau der Außendienstaktivitäten in Italien zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2019 ging die Vertriebskostenquote auf 22,3% zurück.
251. In den allgemeinen Verwaltungskosten werden die Personal- und Sachkosten der Leitungs- und Verwaltungsstellen ausgewiesen, soweit diese nicht als interne Dienstleistungen auf andere

⁷⁸ Diese Wachstumsrate beinhaltet Währungseffekte und ist daher durch die in der Vergangenheit hohe Volatilität des russischen Rubels beeinflusst.

Funktionsbereiche verrechnet werden. Die allgemeinen Verwaltungskosten stiegen nach Bereinigungen zunächst von EUR 182,0 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 196,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 an und sanken daraufhin auf EUR 183,7 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Für den Anstieg im Geschäftsjahr 2017 waren vor allem Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit verschiedenen operativen Restrukturierungsprojekten verantwortlich. Aufgrund von Kosteneinsparungen, geringeren Vorstandsvergütungen und geringeren Aufwendungen für Beratungsleistungen waren die Verwaltungskosten im Geschäftsjahr 2018 wiederum rückläufig. Im Geschäftsjahr 2019 stiegen die Verwaltungskosten mit steigenden Umsatzerlösen auf EUR 214,8 Mio. an. Die Verwaltungskostenquote erhöhte sich dabei nur unwesentlich auf 8,2% (Vorjahr: 7,9%).

252. Forschungs- und Entwicklungskosten bei STADA beinhalten insbesondere Kosten für die fortlaufende Erfüllung von regulatorische Anforderungen. Durch die von STADA verfolgte Unternehmensstrategie fielen im Betrachtungszeitraum vorwiegend Entwicklungskosten und keine Forschungskosten an. Nicht aktivierungsfähige Entwicklungskosten erfasst STADA sofort als Aufwand in der Periode, in der sie angefallen sind. Darunter fallen auch die laufenden Aufwendungen zur Aufrechterhaltung der Zulassungen.
253. Die Kosten für Forschung und Entwicklung stiegen von EUR 65,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 72,3 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 betrugen die Kosten für Forschung und Entwicklung EUR 72,8 Mio. Im gesamten Betrachtungszeitraum wurden somit jeweils rd. 3,0% der Umsatzerlöse für Forschung und Entwicklung aufgewendet. Der betragsmäßige Anstieg der Aufwendungen ist auf eine Zunahme der laufenden regulatorischen Kosten, insbesondere in der STADA Arzneimittel AG, zurückzuführen.
254. Der Posten sonstige Erträge beinhaltet im Wesentlichen Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen, Erträge aus Veräußerungen und übrige sonstige Erträge (zum Beispiel erhaltene Meilensteinzahlung im Markenprodukte-Segment, Erträge aus Versicherungsentschädigungen und Schadenersatzleistungen). Für Zwecke unserer Berichterstattung wird das Ergebnis aus at-equity bewerteten Anteilen und das Beteiligungsergebnis innerhalb der sonstigen Erträge ausgewiesen. Die bereinigten sonstigen Erträge stiegen von EUR 11,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 29,6 Mio. im Jahr 2017 und daraufhin auf EUR 44,0 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 betrugen die sonstigen Erträge EUR 34,1 Mio.
255. Der Anstieg der sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2017 resultierte im Wesentlichen aus der Auflösung von Wertberichtigungen i.H.v. EUR 7,2 Mio. und einem gegenüber dem Vorjahr erwarteten höheren Beteiligungsergebnis i.H.v. EUR 2,3 Mio. aus der at-equity Bewertung der BIOCEUTICALS AG. Weiterhin wurden Erträge aus Versicherungsentschädigungen i.H.v. EUR 2,6 Mio. und Erträge aus Abgängen des Anlagevermögens i.H.v. EUR 2,0 Mio. unter den sonstigen Erträgen ausgewiesen. Die übrigen bereinigten sonstigen Erträge betreffen unwesentliche Einzelsachverhalte. Im Geschäftsjahr 2018 fielen insbesondere die Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen mit EUR 10,6 Mio., die Erträge aus Versicherungsentschädigungen mit EUR 9,9 Mio. und das Ergebnis aus at-equity bewerteten Anteilen mit EUR 3,7 Mio. höher aus als im Vorjahr. Im Geschäftsjahr 2019 blieben die Erträge aus den Auflösungen von Wertberichtigungen mit EUR 10,2 Mio. nahezu konstant und es fielen Erträge aus Abgängen

- aus dem Anlagevermögen i.H.v. EUR 2,6 Mio. an. Die weiteren sonstigen Erträge entfielen im Wesentlichen auf übrige sonstige Erträge, die sich aus unwesentlichen Einzelsachverhalten zusammensetzen.
256. Der bereinigte Posten andere Aufwendungen beinhaltet u.a. Aufwendungen aus der Wertberichtigung von Forderungen, Verluste aus Abgängen des Anlagevermögens sowie übrige andere Aufwendungen (zum Beispiel Kursaufwendungen aus Wechselkurseffekten oder Schadenersatzleistungen).
257. Die bereinigten anderen Aufwendungen stiegen von EUR 27,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 72,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 und fielen daraufhin auf EUR 58,3 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 betrugen die anderen Aufwendungen EUR 67,6 Mio. Der Anstieg der anderen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2017 resultierte im Wesentlichen aus einem Anstieg der Wertberichtigungen für ausgefallene Forderungen auf EUR 44,9 Mio. Hierfür waren maßgeblich Zahlungsausfälle eines Kunden in Russland verantwortlich. Im Geschäftsjahr 2018 sanken die Aufwendungen für Wertberichtigungen für Forderungen auf EUR 15,5 Mio. Weiterhin fielen Abfindungen i.H.v. EUR 3,2 Mio., Schadensersatzzahlungen i.H.v. EUR 4,7 Mio., Verluste aus Abgängen im Anlagevermögen i.H.v. EUR 2,1 Mio. und Kursaufwendungen i.H.v. EUR 1,9 Mio. an. Im Geschäftsjahr 2019 fielen EUR 11,9 Mio. für Abfindungen an. Die Wertberichtigungen für Forderungen gingen weiter zurück und betrugen EUR 1,5 Mio. und die Verluste aus Abgängen des Anlagevermögens EUR 1,7 Mio. Die übrigen anderen Aufwendungen entfielen auf unwesentliche Einzelsachverhalte.
258. Nach Bereinigung der in den Aufwands- und Ertragsposten vorhandenen Sondereffekte stieg das EBIT von EUR 295,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 324,6 Mio. im Geschäftsjahr 2017 und verbesserte sich im Geschäftsjahr 2018 weiter auf EUR 396,5 Mio. Im darauffolgenden Geschäftsjahr konnte ebenfalls eine positive Entwicklung verzeichnet werden, so dass das EBIT auf EUR 489,0 Mio. anstieg. Die EBIT-Margen der Geschäftsjahre 2016 bis 2019 beliefen sich nach Bereinigungen auf 13,8%, 14,0%, 17,0% und 18,7%.
259. Die um Sondereffekte bereinigten Abschreibungen betrugen in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 EUR 102,9 Mio., EUR 109,2 Mio., EUR 107,0 Mio. und 136,4 Mio.
260. Nach Bereinigung der in den Aufwands- und Ertragsposten vorhandenen Sondereffekte betrug das EBITDA im Geschäftsjahr 2016 EUR 398,0 Mio. und stieg im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 433,9 Mio. und daraufhin auf EUR 503,5 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 betrug das EBITDA EUR 625,5 Mio.. Aufgrund des hohen Umsatzwachstums im Geschäftsjahr 2017 blieb die EBITDA-Marge mit 18,8% nahezu konstant im Vergleich zum Geschäftsjahr 2016 (18,6%). Im Geschäftsjahr 2018 verbesserte sich die EBITDA-Marge hingegen deutlich auf 21,6%. Dies war im Wesentlichen auf die verbesserte Bruttomarge und die rückläufigen Verwaltungskosten zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2019 konnte durch Einsparungen bei den Herstellungskosten und positiven Produktmixeffekten die EBITDA-Marge auf 24,0% weiter verbessert werden.

261. Das Finanzergebnis nach Bereinigungen verbesserte sich wegen sinkender Zinsaufwendungen von EUR -50,9 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR -38,9 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 betrug das Finanzergebnis EUR -45,1 Mio. Der Rückgang des Zinsaufwands innerhalb des Finanzergebnisses im Betrachtungszeitraum ist im Wesentlichen durch die Rückführung von zinstragenden Verbindlichkeiten und der Refinanzierung zu günstigeren Konditionen geprägt.
262. Die Ertragsteuern beinhalten die tatsächlichen Steuern vom Einkommen und vom Ertrag sowie die latenten Steueraufwendungen und -erträge. Während sich die effektive Steuerrate vor Bereinigungen in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf 25,1%, 35,9%, 9,4% und 7,9% belief, betrug die Rate nach Berücksichtigung von Sondereffekten jeweils 23,9%, 26,5%, 19,2% und 7,2%. Die bereinigten Ertragsteuern betragen im Geschäftsjahr 2016 EUR 58,4 Mio., im Geschäftsjahr 2017 EUR 73,5 Mio., im Geschäftsjahr 2018 EUR 68,7 Mio. und im Geschäftsjahr 2019 EUR 31,8 Mio. Die zahlungswirksamen Ertragsteuerzahlungen beliefen sich in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf EUR 18,6 Mio., EUR 56,6 Mio., EUR 46,5 Mio. und EUR 47,9 Mio.
263. Der nominale Unternehmenssteuersatz der STADA Arzneimittel AG betrug in den Jahren 2016 und 2017 28,3% (Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag von 15,8% sowie Gewerbesteuer mit einem Hebesatz von 357%). Die niedrigeren effektiven Steuerraten in den Geschäftsjahren 2016 und 2017 erklären sich im Wesentlichen durch insgesamt niedrigere steuerliche Belastungen der ausländischen Konzerngesellschaften und der Nutzung bestehender steuerlicher Verlustvorträge in Deutschland. Der Anstieg der effektiven Steuerrate im Geschäftsjahr 2017 auf 26,5% resultierte insbesondere aus einer geänderten Ergebnisallokation der Vorsteuerergebnisse mit deutlich gestiegenen Ergebnisbeiträgen in Deutschland und in Russland. In den Geschäftsjahren 2018 und 2019 ist der Rückgang der effektiven Steuerrate von STADA durch den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der Nidda Healthcare zurückzuführen.⁷⁹ Dies hatte eine Änderung des Steuerstatus von STADA zur Folge. Die steuerlichen Ergebnisse von STADA werden daher seit 2018 in den steuerlichen Organkreis der Nidda Bondco einbezogen. Der Steuereffekt aus der Organschaft betrug in den Jahren 2018 und 2019 EUR -56,6 Mio. bzw. EUR -39,1 Mio. Folglich läge die effektive Steuerquote (vor Bereinigungen) ohne die Organschaft bei 25,9% bzw. 19,4%.
264. Das bereinigte Ergebnis nach Steuern (vor Berücksichtigung von Minderheiten) stieg zunächst leicht von EUR 185,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 204,3 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Daraufhin stieg das Ergebnis nach Steuern deutlich auf EUR 288,8 Mio. im Geschäftsjahr 2018 und EUR 412,2 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Dies entspricht einer Marge von 8,7% im Geschäftsjahr 2016, 8,8% im Geschäftsjahr 2017, 12,4% im Geschäftsjahr 2018 und 15,8% im Geschäftsjahr 2019.

⁷⁹ Vgl. Kapitel 2.2.

2.3.5.2 Vermögens- und Finanzlage

Aktiva

265. Im Folgenden wird die unangepasste historische konsolidierte Vermögenslage von STADA für die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 in Anlehnung an den Konzernabschluss von STADA nach IFRS dargestellt. Der Erwerb der Produktportfolios von der Takeda Pharmaceuticals und die Übernahme der Walmark a.s. zum 31. Dezember 2019 ist noch nicht im Konzernabschluss enthalten. Weiterhin werden bewertungstechnische Anpassungen vorgenommenen und die für Bewertungszwecke relevante Aufsatzbilanz dargestellt.

266. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte historische Vermögenslage von STADA dar:

Bilanz Aktiva in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember	Unbereinigte Historie			
	2016	2017	2018	2019
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.582,4	1.474,3	1.714,3	1.786,0
Sachanlagen	322,7	332,7	403,4	453,4
Finanzanlagen	16,1	43,5	26,8	9,5
Anlagevermögen	1.921,2	1.850,6	2.144,5	2.248,8
Vorräte	484,9	499,0	515,3	638,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	489,1	520,4	516,0	615,1
Liquide Mittel	352,6	243,2	343,8	206,0
Sonstiges Umlaufvermögen	171,9	63,7	73,2	117,7
Aktive latente Steuern	20,8	27,6	26,3	33,5
Umlaufvermögen	1.519,3	1.353,9	1.474,6	1.610,6
Summe Aktiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.859,4

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

267. Die Bilanzsumme reduzierte sich im Geschäftsjahr 2017 zunächst auf EUR 3.204,5 Mio. und stieg daraufhin bis zum Ende des Geschäftsjahres 2019 auf EUR 3.859,4 Mio. an. Die Reduktion der Bilanzsumme zum 31. Dezember 2017 gegenüber dem Vorjahr resultierte im Wesentlichen aus dem Rückgang der liquiden Mittel sowie der Entkonsolidierung der STADA Vietnam J.V. Im Geschäftsjahr 2018 erhöhte sich die Bilanzsumme maßgeblich durch den Anstieg der liquiden Mittel und den Mehrheitserwerb an der BIOCEUTICALS AG. Im Geschäftsjahr 2019 stiegen insbesondere die Sachanlagen, die Vorräte und die Forderungen an.

268. Das Anlagevermögen umfasst immaterielle Vermögenswerte, Sachanlagen und Finanzanlagen und fiel zunächst von EUR 1.921,2 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 1.850,6 Mio. im Geschäftsjahr 2017. In den Geschäftsjahren 2018 und 2019 stieg das Anlagevermögen auf EUR 2.144,5 Mio. bzw. EUR 2.248,2 Mio.

269. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen im Wesentlichen aus Zulassungen, Markenzeichen und ähnlichen Rechten sowie Geschäfts- oder Firmenwerten. In geringerem Umfang hat

STADA geleistete Anzahlungen und Entwicklungskosten für laufende Projekte, erworbene Kundenbeziehungen sowie Dachmarken mit unbestimmter Nutzungsdauer aktiviert. Nicht aktivierungsfähige Entwicklungskosten werden von STADA sofort in ihrer Entstehungsperiode als Aufwand erfasst. Die planmäßigen Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte betreffen hauptsächlich arzneimittelrechtliche Zulassungen sowie Markenzeichen und werden in der Gewinn- und Verlustrechnung in den Herstellungskosten erfasst.

270. Im Geschäftsjahr 2017 betragen die immateriellen Vermögenswerte EUR 1.474,3 Mio. (Vorjahr: EUR 1.582,4 Mio.) Der Rückgang ist insbesondere auf Währungseffekte, Veränderungen im Konsolidierungskreis, planmäßige Abschreibungen und außerplanmäßige Wertminderungen zurückzuführen. Die Abschreibungen und Wertminderungen betreffen dabei insbesondere Zulassungen und Markenrechte. Im Geschäftsjahr 2018 stiegen die immateriellen Vermögenswerte auf EUR 1.714,3 Mio. an. Der Anstieg ist im Wesentlichen durch Zugänge von Zulassungen und Markenrechten im Zuge der erstmaligen Vollkonsolidierung der BIOCEUTICALS AG begründet. Im Geschäftsjahr 2019 stiegen die immateriellen Vermögenswerte unter anderem durch den Erwerb der Biopharma-Gruppe auf EUR 1.786,0 Mio. weiter an.
271. Das Sachanlagevermögen von STADA setzt sich maßgeblich aus Grundstücken, grundstückgleichen Rechten und Bauten einschließlich Bauten auf fremden Grundstücken sowie technischen Anlagen und Maschinen zusammen. Des Weiteren bestehen andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie Anlagen im Bau. Die technischen Anlagen und Maschinen betreffen überwiegend Produktionsstätten, Fertigungsanlagen sowie Prüflabore an den Produktionsstandorten von STADA. Ab dem Geschäftsjahr 2018 enthalten die Sachanlagen gemäß dem Leasingstandard IFRS 16 zusätzlich Nutzungsrechte.
272. Das Sachanlagevermögen stieg im Betrachtungszeitraum sukzessive von EUR 322,7 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 453,4 Mio. im Geschäftsjahr 2019 an. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2017 war im Wesentlichen auf Investitionen in Produktionsanlagen im serbischen Teilkonzern Hemofarm zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2018 erhöhten sich die Sachanlagen im Wesentlichen aufgrund der erstmaligen Bilanzierung von Nutzungsrechten gemäß IFRS 16 i.H.v. EUR 48,3 Mio. Die laufenden Kapazitätserweiterungen innerhalb der Werke der serbischen Hemofarm AD, die Errichtung einer zusätzlichen Produktionsstätte durch die Pymepharco in Vietnam und der Erwerb der Biopharma-Gruppe erklären maßgeblich den Anstieg im Geschäftsjahr 2019.
273. Der Bilanzposten Finanzanlagen beinhaltet at-equity bewertete Anteile und sonstige Beteiligungen sowie sonstige Finanzanlagen. Die Finanzanlagen stiegen von EUR 16,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 43,5 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2018 sanken die Finanzanlagen auf EUR 26,8 Mio. und daraufhin auf EUR 9,5 Mio. im Geschäftsjahr 2019.
274. Der Posten at-equity bewertete Anteile beinhaltet die nach der Equity-Methode bilanzierten Anteile an assoziierten Unternehmen (per 31. Dezember 2016: BIOCEUTICALS AG, Pharm Ortho Pedic SAS und AELIA SAS sowie die Dialogfarma LLC). Der Anstieg der Finanzanlagen im Ge-

schäftsjahr 2017 auf EUR 43,5 Mio. war im Wesentlichen auf den Statuswechsel der STADA Vietnam J.V. zurückzuführen. Die bisher konsolidierte Tochtergesellschaft wurde aufgrund der Unterzeichnung eines Term-Sheets zum 29. November 2017 zum Verkauf der Gesellschaft zum 31. Dezember 2017 als at-equity bewerteter Anteil ausgewiesen. Im Geschäftsjahr 2018 führte zudem der Statuswechsel der BIOCEUTICALS AG, die nach dem Kontrollerwerb nicht mehr als assoziiertes Unternehmen bilanziert wurde, zu einem Rückgang der at-equity bewerteten Anteile auf EUR 24,5 Mio. Im ersten Quartal des Geschäftsjahr 2019 wurde wiederum die STADA Vietnam J.V. in die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte umgegliedert und schließlich veräußert, was im Wesentlichen den Rückgang der at-equity bewerteten Anteile auf EUR 3,1 Mio. begründet.

275. Das sowohl lang- als auch kurzfristige Posten enthaltende Umlaufvermögen sank von EUR 1.519,3 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 1.353,9 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Im darauffolgenden Geschäftsjahr stieg das Umlaufvermögen auf EUR 1.474,6 Mio. und betrug im Geschäftsjahr 2019 EUR 1.610,6 Mio.
276. Der Bilanzposten Vorräte beinhaltet im Wesentlichen fertige Erzeugnisse, Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe sowie in geringem Umfang unfertige Erzeugnisse und Leistungen sowie geleistete Anzahlungen. Die Vorräte stiegen im Betrachtungszeitraum jährlich bei ebenfalls steigenden Umsatzerlösen an. So betrugen die Vorräte EUR 484,9 Mio. im Geschäftsjahr 2016 und stiegen bis auf EUR 638,2 Mio. im Geschäftsjahr 2019 an. Neben dem Umsatzwachstum trugen im Geschäftsjahr 2019 Neueinführungen von Produkt-Portfolien und Akquisitionen zum Anstieg der Vorräte bei.
277. Die Forderungen setzten sich fast ausschließlich aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und nur in unwesentlichem Umfang aus Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen zusammen. Die ausgewiesenen Forderungen stellten dabei Nettowerte unter Berücksichtigung von Wertberichtigungen auf nicht werthaltige Forderungen dar. Zum 31. Dezember 2016 betrugen die Forderungen EUR 489,1 Mio. und stiegen trotz der erhöhten Wertberichtigungen aufgrund von Zahlungsausfällen eines Kunden in Russland auf EUR 520,4 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Der Anstieg resultierte dabei im Wesentlichen aus der erstmaligen Konsolidierung des serbischen Großhändlers Velefarm. Im Geschäftsjahr 2018 blieben die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen mit EUR 516,0 Mio. nahezu konstant und im Geschäftsjahr 2019 belief sich der Bilanzposten auf EUR 615,1 Mio. Der Anstieg ist durch gestiegene Umsatzerlöse bei gleichzeitig geringeren Wertberichtigungen zu begründen.
278. Die liquiden Mittel sanken von EUR 352,6 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 243,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 und stiegen dann auf EUR 343,8 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im darauffolgenden Geschäftsjahr sanken die liquiden Mittel wieder und beliefen sich im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 206,0 Mio. Der Rückgang ist unter anderem durch die Begleichung von Verbindlichkeiten gegenüber Anteilseignern aus einem Gewinnabführungsvertrag i.H.v. EUR 134,2 Mio. und Tilgungen von STADA-Schuldscheindarlehen begründet. Die liquiden Mittel umfassen Bar-mittel, Sichteinlagen und kurzfristige, liquide Finanzinvestitionen mit einer maximalen Laufzeit von 90 Tagen.

279. Wesentliche Komponenten des sonstigen Umlaufvermögens bildeten andere lang- und kurzfristige Vermögenswerte, sonstige lang- und kurzfristige finanzielle Vermögenswerte, Ertragsteuerforderungen, und sonstige zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte (letztere im Wesentlichen in den Geschäftsjahren 2016 und 2019). In den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 belief sich der Posten auf EUR 171,9 Mio., EUR 63,7 Mio., EUR 73,2 Mio. und EUR 117,7 Mio.
280. Die Ertragsteuerforderungen schwankten zwischen dem Geschäftsjahr 2016 und 2019 zwischen EUR 5,7 Mio. und EUR 14,3 Mio. Die ausgewiesenen Steuerforderungen umfassen Ansprüche für in- und ausländische Ertragsteuern aus dem jeweiligen Geschäftsjahr und ggf. Vorjahren.
281. Die sonstigen finanziellen Vermögenswerte verringerten sich zwischen den Geschäftsjahren 2016 und 2018 von EUR 44,3 Mio. auf EUR 13,6 Mio., wobei diese Veränderung im Wesentlichen auf den Rückgang derivativer finanzieller Vermögenswerte und übriger finanzieller Vermögenswerte zurückzuführen ist. Im Geschäftsjahr 2019 stiegen die sonstigen finanziellen Vermögenswerte aufgrund des Ausweises einer Forderung aus Cash-Pooling mit der Nidda Healthcare i.H.v. EUR 44,1 Mio.
282. Die anderen Vermögenswerte (inkl. Retourenvermögenswerte) erhöhten sich von EUR 31,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 51,0 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 betragen die anderen Vermögenswerte EUR 48,8 Mio. Der Anstieg basierte maßgeblich auf der Entwicklung der sonstigen Steuerforderungen in den Geschäftsjahren 2017 und 2018.
283. Der Bilanzposten zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte betrug zum 31. Dezember 2016 EUR 83,0 Mio. Dieser umfasste insbesondere die Gesellschaften STADA Vietnam J.V. und STADA Import Export International Ltd. Die STADA Import Export International Ltd. wurde im Geschäftsjahr 2017 veräußert. Für die STADA Vietnam J.V. sieht der Kaufvertrag die Übertragung der Anteile zum 31. Dezember 2019 vor. Da mit der Unterzeichnung des Term Sheets bzw. des finalen Kaufvertrags der Verlust der Beherrschung der Gesellschaft einherging, wurde das Unternehmen zunächst als assoziiertes Unternehmen in den Geschäftsjahren 2017 und 2018 konsolidiert. Im Geschäftsjahr 2019 betrug der Bilanzposten zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte EUR 3,1 Mio. und umfasste im Wesentlichen einen immateriellen Vermögenswert im Segment Markenprodukte.
284. Die aktiven latenten Steuern beliefen sich in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf EUR 20,8 Mio., EUR 27,6 Mio., EUR 26,3 Mio. und EUR 33,5 Mio.

Passiva

285. Die unbereinigte Passivseite der Bilanz von STADA stellte sich wie folgt dar:

Bilanz Passiva in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember	Unbereinigte Historie			
	2016	2017	2018	2019
Eigenkapital	1.047,1	1.006,4	1.178,0	1.195,5
Rückstellungen	136,7	140,0	106,5	105,3
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.510,1	1.296,6	1.519,8	1.381,4
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	746,6	761,5	814,8	1.177,3
Summe Passiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.859,4

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

286. Das Eigenkapital setzt sich aus den Bilanzposten gezeichnetes Kapital, Kapitalrücklagen, Gewinnrücklagen einschließlich Konzerngewinn, sonstige Rücklagen, eigene Anteile und Minderheitenanteile zusammen.

287. Das Eigenkapital stieg von EUR 1.047,1 Mio. zum 31. Dezember 2016 auf EUR 1.195,5 Mio. zum 31. Dezember 2019. Das gezeichnete Kapital, welches in Aktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 2,60 je Aktie eingeteilt ist, blieb über den Betrachtungszeitraum mit EUR 162,1 Mio. konstant. Die Kapitalrücklage betrug im Betrachtungszeitraum EUR 514,2 Mio. Grund für den Anstieg des Eigenkapitals war vor allem eine stetige Zunahme der Gewinnrücklagen, welche den nicht ausgeschütteten bzw. nicht unter dem BGAV abgeführten Anteil des Konzerngewinns des Geschäftsjahres sowie die in Vorperioden erzielten Ergebnisse beinhaltet.

288. Die Eigenkapitalkomponente sonstige Rücklagen enthält direkt im Eigenkapital berücksichtigte Ergebnisse, wie zum Beispiel erfolgsneutrale Währungsumrechnungen, welche aus den Abschlüssen der in den Konzern einbezogenen Unternehmen mit einer von EUR abweichenden funktionalen Währung resultieren (Translationseffekte). Der im Geschäftsjahr 2017 verzeichnete Rückgang auf EUR -430,0 Mio. war dabei insbesondere auf Währungseffekte in Russland und Großbritannien zurückzuführen, wobei diese Entwicklung im Geschäftsjahr 2018 durch weitere Währungseffekte des russischen Rubels verstärkt wurde.

289. Die Anteile nicht beherrschender Gesellschafter stiegen von EUR 78,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 115,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Für den Anstieg war insbesondere der Mehrheitserwerb an der BIOCEUTICALS AG ursächlich, da der 48,7%-Anteil der Minderheitsaktionäre nun unter den Anteilen nicht beherrschender Gesellschafter ausgewiesen wurde. Zusätzlich bestehen wesentliche nicht beherrschende Anteile bei der Pymepharco Joint Stock Company. Weitere hinter diesem Bilanzposten stehende Gesellschaften waren zum 31. Dezember 2019 die Hemofarm Banja Luka, Hemomont, NorBiTec GmbH sowie STADA Pharmaceuticals (Beijing).

290. Die Verbindlichkeiten von STADA setzen sich aus Rückstellungen, passiven latenten Steuern sowie aus verzinslichen und nicht verzinslichen Verbindlichkeiten zusammen. Für Bewertungszwecke wurde eine von der externen Berichterstattung der Gesellschaft abweichende Darstellung gewählt.
291. Die Rückstellungen umfassen ausschließlich sonstige kurzfristige Rückstellungen. Pensionsrückstellungen werden den verzinslichen Verbindlichkeiten zugeordnet und werden daher nicht innerhalb der Rückstellungen erfasst. Der Bilanzposten Rückstellungen beinhaltet Schadenersatzrückstellungen aus anhängigen Rechtsstreitigkeiten einschließlich der damit verbundenen Prozesskosten und Rückstellungen für Gewährleistungen. In Summe betragen die Rückstellungen in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 jeweils EUR 20,3 Mio., EUR 23,5 Mio., EUR 22,5 Mio. und EUR 18,3 Mio.
292. Der Bilanzposten passive latente Steuern verzeichnete einen Rückgang von EUR 116,4 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 87,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Diese Entwicklung resultierte insbesondere aus der Übertragung der latenten Steuern von STADA auf die Nidda Healthcare.
293. Die verzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Verbindlichkeiten aus Schuldscheindarlehen, Bankdarlehen, Anleihen (ausgewiesen unter den Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten), Gesellschafterdarlehen und Pensionsrückstellungen sowie Leasingverbindlichkeiten zusammen. In STADAs Bilanz werden die Pensionsrückstellungen innerhalb des Bilanzpostens sonstige langfristige Rückstellungen ausgewiesen und beinhalten neben Pensionen auch andere langfristige Rückstellungen in Form von Jubiläumsrückstellungen sowie Rückstellungen für Zeitwertkonten. Leasingverbindlichkeiten werden in STADAs Konzernabschluss unter den sonstigen kurzfristigen und langfristigen Verbindlichkeiten ausgewiesen.
294. Die Finanzierungsverträge sehen ein Rückgaberecht der Anleihen, Schuldscheindarlehen oder Bankdarlehen durch die jeweiligen Investoren vor, wenn ein Kontrollwechsel und/oder eine Änderung des Ratings von STADA erfolgt. Infolgedessen hat STADA im 3. Quartal 2017 eine Umgliederung aller vom Kontrollwechsel betroffenen Finanzinstrumente in die kurzfristigen Verbindlichkeiten vorgenommen. Für Bewertungszwecke wird keine Unterscheidung nach Fristigkeit der Verbindlichkeiten vorgenommen, so dass ein einheitlicher und unveränderter Ausweis unter den verzinslichen Verbindlichkeiten erfolgt.
295. Die verzinslichen Verbindlichkeiten sanken von EUR 1.510,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 zunächst auf EUR 1.296,6 Mio. im Geschäftsjahr 2017 und stiegen daraufhin auf EUR 1.519,8 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Geschäftsjahr 2019 sanken die verzinslichen Verbindlichkeiten auf EUR 1.381,4 Mio. Im Geschäftsjahr 2017 sanken die verzinslichen Verbindlichkeiten durch von STADA unterjährig vorgenommene Tilgungen, wohingegen im Geschäftsjahr 2018 die Mittelaufnahme die Tilgungen überstieg. Im Geschäftsjahr 2018 änderte sich der Finanzierungsmix aufgrund des Kontrollwechsels und dem damit einhergehenden Rückgaberecht für mehrere Finanzierungstitel nachhaltig. Zum Ende des Geschäftsjahres 2019 bestand ein Darlehen der Nidda Healthcare i.H.v. EUR 929,6 Mio., eine Anleihe mit einem Buchwert von EUR 266,6 Mio., Verbindlichkeiten aus Schuldscheindarlehen i.H.v. EUR 48,5 Mio. und Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten i.H.v. EUR 40,2 Mio. Zusätzlich wurden Leasingverbindlichkeiten i.H.v. EUR

55,5 Mio. ausgewiesen. Die weiteren verzinslichen Verbindlichkeiten entfielen auf Pensionen. Die Rückstellungen für Pensionen beliefen sich zum 31. Dezember in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 auf EUR 36,0 Mio., EUR 35,3 Mio., EUR 33,5 Mio. und EUR 41,0 Mio.

296. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus den Bilanzposten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (gegenüber Dritten, inklusive gegenüber nicht konsolidierten Konzerngesellschaften), erhaltene Anzahlungen, Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen, Schulden in Verbindung mit zu veräußernden Vermögenswerten, sonstige finanzielle Verbindlichkeiten, andere Verbindlichkeiten und Ertragsteuerverbindlichkeiten zusammen. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten stiegen ausgehend vom Geschäftsjahr 2016 von EUR 746,6 Mio. geringfügig auf EUR 761,5 Mio. im Geschäftsjahr 2017 und daraufhin auf EUR 814,8 Mio. im Geschäftsjahr 2018. Im Folgejahr betrug der Posten EUR 1.177,3 Mio.
297. Die Summe aus den Posten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen inklusive Verbindlichkeiten gegenüber nicht konsolidierten Konzerngesellschaften, erhaltene Anzahlungen, Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen und Schulden in Verbindung mit zu veräußernden Vermögenswerten schwankten in der Vergangenheit nur gering und betrugen in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 EUR 351,4 Mio., EUR 340,6 Mio., EUR 315,1 Mio. und EUR 414,0 Mio. Der Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen im Geschäftsjahr 2018 war maßgeblich durch Stichtagseffekte und Reduzierungen bei den deutschen und russischen Gesellschaften bei gleichzeitigem Anstieg bei der französischen Gesellschaft geprägt. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2019 basierte im Wesentlichen auf gegenläufigen Stichtagseffekten innerhalb der einzelnen Konzerngesellschaften.
298. Der Posten sonstige finanzielle Verbindlichkeiten⁸⁰ erhöhte sich von EUR 214,6 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 226,7 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Im darauffolgenden Geschäftsjahr stieg der Posten weiter auf EUR 288,9 Mio. und betrug EUR 563,2 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten setzten sich im Geschäftsjahr 2016 insbesondere aus Verbindlichkeiten für derivative Finanzinstrumente und übrigen finanziellen Verbindlichkeiten zusammen. Der letztgenannten Posten betrug zum 31. Dezember 2016 EUR 197,2 Mio. und beinhaltete im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Rabattverträgen deutscher STADA-Gesellschaften. Im Geschäftsjahr 2017 beliefen sich die übrigen finanziellen Verbindlichkeiten auf EUR 168,8 Mio., wobei der Rückgang im Vergleich zum Vorjahr insbesondere auf rückläufigen Abgrenzungen für Rabattverträge in Deutschland basierte. Dem entgegen wirkte der einmalige Ausweis von kurzfristigen Darlehensverbindlichkeiten i.H.v. EUR 54,8 Mio. in den sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2017. Der Anstieg der sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2018 und 2019 ist im Wesentlichen durch den Ausweis von Verbindlichkeiten gegenüber Anteilseignern aus dem Gewinnabführungsvertrag i.H.v. EUR 134,2 Mio. bzw. EUR 349,6 Mio. begründet.
299. Der Bilanzposten andere Verbindlichkeiten enthält Steuerverbindlichkeiten, Personalverbindlichkeiten und übrige Verbindlichkeiten. Im Betrachtungszeitraum erhöhten sich die anderen

⁸⁰ Von den im Geschäftsbericht ausgewiesenen sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten wurden die Leasingverbindlichkeiten in Abzug gebracht, da diese den verzinslichen Verbindlichkeiten zugeordnet wurden.

Verbindlichkeiten von EUR 119,9 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 139,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf den Anstieg der übrigen Verbindlichkeiten zurückzuführen, welche sich aus vielen jeweils unwesentlichen Einzelsachverhalten in den Konzerngesellschaften zusammensetzten.

300. Die Ertragsteuerverbindlichkeiten stiegen von EUR 60,6 Mio. im Geschäftsjahr 2016 auf EUR 79,7 Mio. im Geschäftsjahr 2018 und fielen daraufhin auf EUR 59,4 Mio. im Geschäftsjahr 2019.

Ableitung der „Aufsatzbilanz“ zum 31. Dezember 2019 für Bewertungszwecke

301. Für Bewertungszwecke haben wir ausgehend von der Bilanz zum 31. Dezember 2019 die im Folgenden beschriebenen bewertungstechnischen Anpassungen der Bilanz vorgenommen. Die bewertungstechnisch angepasste Aktivseite stellt sich demnach wie folgt dar:

Bilanz Aktiva in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember	Unbereinigte Historie			Bereinigungen		Bereinigt
	2016	2017	2018	2019	2019	2019
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.582,4	1.474,3	1.714,3	1.786,0		1.786,0
Sachanlagen	322,7	332,7	403,4	453,4		453,4
Finanzanlagen	16,1	43,5	26,8	9,5		9,5
Anlagevermögen	1.921,2	1.850,6	2.144,5	2.248,8	-	2.248,8
Vorräte	484,9	499,0	515,3	638,2		638,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	489,1	520,4	516,0	615,1		615,1
Liquide Mittel	352,6	243,2	343,8	206,0		206,0
Sonstiges Umlaufvermögen	171,9	63,7	73,2	117,7		117,7
Aktive latente Steuern	20,8	27,6	26,3	33,5	-33,5	-
Umlaufvermögen	1.519,3	1.353,9	1.474,6	1.610,6	-33,5	1.577,1
Summe Aktiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.859,4	-33,5	3.825,9

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

302. STADA hat eine Planung der Ertragsteuern erstellt und dabei nur zahlungswirksame Steuern geplant. Vor diesem Hintergrund ergeben sich aus den geplanten Ertragsteuern keine Veränderungen der latenten Steuern, die sich aufgrund von Differenzen zwischen den Buchwerten gemäß der Steuerbilanz und nach IFRS ergeben könnten. In der Fortführungsphase ergäbe sich jedoch ein Wachstum mit der nachhaltigen Wachstumsrate, welche die Rate ist, mit der alle Planungsposten wachsen müssen. Folglich käme es auch zu einer zahlungswirksamen Veränderung der latenten Steuern. Um diese Veränderung der latenten Steuern zu vermeiden, wurden die latenten Steuern in der Aufsatzbilanz bereinigt. Die Aktivseite wird daher um die aktiven latenten Steuern i.H.v. EUR 33,5 Mio. bereinigt.

303. Die bewertungstechnisch angepasste Passivseite stellt sich wie folgt dar:

Bilanz Passiva	Unbereinigte Historie				Bereinigungen	Bereinigt
	2016	2017	2018	2019	2019	2019
in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember						
Eigenkapital	1.047,1	1.006,4	1.178,0	1.195,5	53,5	1.249,0
Rückstellungen	136,7	140,0	106,5	105,3	-87,0	18,3
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.510,1	1.296,6	1.519,8	1.381,4		1.381,4
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	746,6	761,5	814,8	1.177,3		1.177,3
Summe Passiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.859,4	-33,5	3.825,9

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

304. Auf der Passivseite werden die passiven latenten Steuern, die einen Posten innerhalb der Rückstellungen darstellen, gänzlich um EUR 87,0 Mio. bereinigt.

305. Das angepasste Eigenkapital in der bewertungsrelevanten Aufsatzbilanz beträgt EUR 1.249,0 Mio. und errechnet sich aus dem bilanziellen Eigenkapital zum 31. Dezember 2019 i.H.v. EUR 1.195,5 Mio. abzüglich der aktiven latenten Steuern i.H.v. EUR 33,5 Mio. und zuzüglich der passiven latenten Steuern i.H.v. 87,0 Mio. In Summe ergibt sich demnach eine bewertungstechnische Reduzierung der Bilanzsumme für die Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2019 um EUR 33,5 Mio. auf EUR 3.825,9 Mio.

2.3.6 SWOT-Analyse

306. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung des Bewertungsobjekts aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand von 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 Gesellschaft einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren bewertungsobjektspezifische Chancen und Risiken.

2.3.6.1 Stärken

307. Zu den wesentlichen Stärken von STADA zählen:

308. Als Generikahersteller mit langjähriger Branchenerfahrung und einem etablierten Netzwerk zu Kunden und Lieferanten ist STADA in den wichtigen west- und osteuropäischen Pharmamärkten als eines der führenden Unternehmen positioniert. Aufgrund des allgemein organisch wachsenden Generika-Segments profitiert STADA dadurch von einer etablierten Geschäftsbasis.

309. STADA verfügt im Generikageschäft, bei dem die lokalen Vertriebsgesellschaften grundsätzlich als Vollsortimentanbieter auftreten, über ein weitreichendes Produktportfolio. Dieses Produktportfolio kann mit entsprechenden Skaleneffekten in der Produktion verbunden werden, was insbesondere im preisintensiven Generikamarkt einen wichtigen Wettbewerbsvorteil darstellt.

310. Das Markenprodukte-Segment von STADA zeichnet sich durch höhere Margen, geringere regulatorische Rahmenbedingungen im Bereich der Marktzulassung und internationales Wachstum, insbesondere in Selbstzahlermärkten, aus.
311. STADA gelingt es, sich durch innovative und zielgerichtete Marketingkonzepte Marken mit einem hohen Wiedererkennungswert, wie zum Beispiel Ladival (Sonnenschutz), Grippostad (Erkältung), Aqualor (Erkältung), Snup (Erkältung), Covonia (Erkältung) und Mobilat (Schmerzgel) im Markt zu positionieren und so die Marktposition zu stärken.
312. STADA zeichnet sich durch eine hohe Kompetenz im Bereich der Produktentwicklung und Produkteinführung von Generika und Markenprodukten aus. Entsprechend verfügt STADA über eine gut gefüllte Produktpipeline, mit welcher das Portfolio fortlaufend erneuert und ausgeweitet wird. Zudem gelingt es STADA z.T. sich bei einzelnen Produkten als Alleinanbieter zu positionieren und attraktive Margen zu erzielen.
313. STADA ist nur in geringem Umfang von Eigenentwicklungspräparaten abhängig und trägt zudem vergleichsweise geringe Entwicklungskosten und -risiken. Vor dem Hintergrund der in Zukunft verstärkten Fokussierung auf Co-Development-Aktivitäten mit Partnerunternehmen im Bereich Biosimilars ist jedoch zu erwarten, dass STADA langfristig ein höheres Finanz- und Entwicklungsrisiko tragen wird. Im Vergleich zu Originalherstellern trägt STADA aufgrund des geringeren Umfangs an Eigenentwicklungspräparaten dennoch ein geringes Entwicklungsrisiko.
314. Durch den relativ hohen Anteil des eigenen Produktionsvolumens in Niedrigkostenländern verfügt STADA bereits über relativ niedrige Herstellungskosten.
315. STADA konnte sich in der Vergangenheit aufgrund einer dezentralen Vertriebsstruktur in allen Kernabsatzmärkten gut positionieren und dadurch führende Marktpositionen ausbauen. Durch die lokale Expertise war STADA in der Lage, sowohl auf regulatorische als auch auf verbraucher-spezifische Gegebenheiten zu reagieren und Marketingkonzepte entsprechend zu optimieren.
316. Auf Basis einer internationalen Vertriebsstruktur mit dezentralem Aufbau und kurzen Entscheidungswegen ist STADA in der Lage, durch effiziente Kommunikationskanäle schnell auf Veränderungen in regionalen Märkten zu reagieren.

2.3.6.2 Schwächen

317. Zu den wesentlichen Schwächen von STADA zählen:

318. Der Großteil der Umsatzerlöse konzentriert sich auf europäische Märkte, wie Deutschland, Italien, Spanien, Großbritannien und Belgien und den russischen Absatzmarkt. Hierdurch besteht für STADA grundsätzlich eine hohe Abhängigkeit von Veränderungen des Marktumfeldes, der Wettbewerbssituation oder den regulatorischen Rahmenbedingungen in diesen Regionen.

319. Durch die Fokussierung auf Generika ist STADA in einem sehr wettbewerbsintensiven Marktsegment mit hohem langfristigen Preis- und Kostendruck, einer hohen Markttransparenz und einem hohen regulatorischen Einfluss auf die Preisgestaltung positioniert. In diesem Zusammenhang ist STADA in hohem Maße abhängig vom Ausgang der Auktionsverfahren, den länderspezifischen Preisanpassungsmechanismen und der Entwicklung der Nachfragemacht einzelner Kundengruppen, wie zum Beispiel Ärzte, Apotheken, Patienten, Krankenkassen, Apothekenketten und Großhändler.
320. Die Markteinführung von komplexen Produkten mit einem hohen Entwicklungsaufwand ist mit einem substantiellen Realisationsrisiko verbunden. Dies gilt insbesondere für innovative Produkte, wie zum Beispiel Biosimilars, bei denen STADA das entsprechende Produkt-Know-How zukünftig erwerben bzw. ausbauen muss.
321. Die Platzierung neuer Markenprodukte und die Festigung bestehender Markenprodukte erfordert erhebliche Investitionen in Form von klassischen Werbe- und Marketingaufwendungen. Gleichzeitig verfügt STADA derzeit nicht in allen Vertriebsländern über ausreichende Vertriebskapazitäten, um erfolgreiche Produkt- oder Markeneinführungen mit den bestehenden Ressourcen vollständig gewährleisten zu können. Der Vertrieb über digitale Plattformen befindet sich derzeit noch im Aufbau.
322. Wichtige Markenprodukte von STADA unterliegen bis zu einem gewissen Grad saisonalen Einflüssen und können somit zu jährlich schwankenden Umsatzerlösen führen.
323. Aufgrund des weitdiversifizierten Produktportfolios und der strategischen Ausrichtung als Vollsortimenter verfügt STADA im Vergleich zu Wettbewerbern weder über einen klaren Produkt- oder Markenfokus noch über einen geografischen Schwerpunkt. Während Unternehmen mit einem konzentrierten Produktportfolio und ausgewähltem Absatzmarkt prinzipiell in der Lage sind, höhere Margen zu generieren, weist STADA aufgrund des preisintensiven Wettbewerbs und der dadurch notwendigen Skaleneffekte für Preissenkungen eine schwächere Profitabilität aus.
324. In einzelnen Produktbereichen und Absatzmärkten verfügt STADA über einen hohen Marktanteil, der jedoch aufgrund des hohen Wettbewerbs und Preisdrucks mit schwachen Margen einher geht.
325. Durch das international ausgerichtete Produktportfolio unterliegt STADA sowohl im Vertrieb als auch in der Produktion bzw. im Einkauf globalen Fremdwährungsrisiken und unterschiedlichen makroökonomischen Entwicklungen. STADA ist folglich darauf angewiesen, über Absicherungsstrategien, etwa einem Natural Hedge, solche Risiken zu minimieren.
326. Aufgrund der national ausgerichteten Vertriebsstrukturen, dem weitdiversifizierten und differenzierten Produktportfolio, der selektiven Positionierung in Nischenmärkten, wie zum Beispiel Großbritannien, und des länderspezifischen regulatorischen Umfelds und des Einflusses von Fremdwährungsschwankungen auf die Berichterstattung ist die

Organisationsstruktur und die zentrale Unternehmenssteuerung von einer hohen Komplexität geprägt.

327. Im Markenprodukte-Segment besteht zudem das Risiko, dass Marketingaufwendungen und der Aufbau von Vertriebsteams nicht zur gewünschten Markenpositionierung beitragen und Vertriebsziele nicht erfüllt werden.

2.3.6.3 Gelegenheiten

328. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für STADA folgende wesentliche Gelegenheiten:

329. Der globale Bevölkerungsanstieg, der weltweit zu beobachtende demografische Wandel und die steigenden verfügbaren Haushaltseinkommen, insbesondere in Entwicklungs- und Schwellenländern, werden die Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten auch in Zukunft nachhaltig steigern und ein Wachstum des globalen Pharmamarkts bedingen. Durch die verbesserte Gesundheitsversorgung lässt sich in diesen Ländern darüber hinaus ein Trend zur Selbstmedikation durch freiverkäufliche Arzneimittel beobachten.
330. Der kontinuierliche Kostendruck auf staatliche Gesundheitssysteme und die immer noch niedrigen Generikapenetrationsraten in wichtigen europäischen Märkten bieten in Verbindung mit den kontinuierlich auslaufenden Patentschutzrechten ein langfristiges Wachstumspotential für Generika, von dem insbesondere Unternehmen mit günstigen Herstellungskosten und einer hohen Portfoliotiefe profitieren könnten.
331. Biosimilars werden langfristig an Bedeutung gewinnen, da u.a. in den nächsten Jahren mehrere Patente von umsatzstarken Biologika auslaufen und entsprechend durch Biosimilars substituiert werden können.
332. Aufgrund des steigenden Gesundheitsbewusstseins in Industrie- und Schwellenländern wird erwartet, dass die allgemeine Nachfrage nach verschreibungspflichtigen Arzneimitteln und Medikamenten zur Selbstmedikation in den nächsten Jahren weiter steigen wird, wodurch zusätzliches Umsatzerlöswachstum länderübergreifend resultieren kann.
333. Im Markenprodukte-Segment könnte die Erschließung von Online-Verkaufskanälen (z.B. Amazon, ebay) den Anteil der Verkäufe direkt an den Endkunden erhöhen und sich positiv auf die Margenentwicklung auswirken.

2.3.6.4 Gefahren

334. Markt- und wettbewerbsseitig ist STADA folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

- 335. Im Generikamarkt ist davon auszugehen, dass der Preis- und Kostendruck aufgrund der hohen Markttransparenz, der regulatorischen Preisgestaltung, des Kostendrucks im Gesundheitswesen, der hohen Marktmacht der Krankenkassen und des intensiven Wettbewerbs weiter zunehmen wird und ineffiziente Anbieter aus dem Markt ausscheiden. Zudem könnte sich eine anhaltende Preiserosion insgesamt negativ auf die Profitabilität von STADA auswirken.
- 336. Aufgrund der hohen Abnahmeverolumina, die durch Ausschreibungsverfahren vergeben werden, könnten ungenutzte Produktionskapazitäten oder aufgrund von festen Abnahmeverpflichtungen ungenutzte Vorratsbestände entstehen, sofern bestehende Ausschreibungen bei Neuvergabe nicht erneut gewonnen werden können. Die entsprechenden Kosten könnten die Profitabilität von STADA belasten.
- 337. Vor dem Hintergrund des allgemein strikten regulatorischen Umfelds, können unvorhersehbare Eingriffe Änderungen, Aufhebungen oder den Erlass neuer Vorschriften bewirken. In diesem Zusammenhang können sich regulatorische Maßnahmen, maßgeblich für die überwiegend verschreibungspflichtigen Generika, auf Zulassungsbestimmungen, staatliche Preisfestsetzungen und die Anpassung von Festbeträgen beziehen.
- 338. Im Generikasegment sind eine hohe Produkttiefe und Skaleneffekte aufgrund der Portfoliogröße von besonderer Bedeutung. Sofern Lücken im Produktportfolio entstehen kann sich dies negativ auf die Möglichkeit zur Teilnahme an den Ausschreibungen sowie die realisierbaren Margen auswirken. Dies gilt insbesondere auch für die Portfolioerweiterung und den Vertrieb von Spezialpharmazeutika.
- 339. Insbesondere im Generika-Segment ist die Geschäftstätigkeit einem erhöhten Risiko von Rechtsstreitigkeiten um gewerbliche Schutzrechte, Produkthaftung und Verletzung von Gewährleistungspflichten ausgesetzt. Als Folge dieser Rechtsstreitigkeiten können sowohl Kosten für die Rechtsverteidigung als auch eine vollständige oder zeitweise Untersagung der Vermarktung von Produkten entstehen.
- 340. Unternehmenskooperationen zwischen Wettbewerbern, verbunden mit daraus hervorgehenden höheren Produktionsvolumina, könnten zu Skaleneffekten führen und die Wettbewerbsfähigkeit der Konkurrenz steigern.
- 341. Neue Wettbewerber und der anhaltende Preisdruck im Generikamarkt können zu einer Verschärfung der bereits hohen Wettbewerbsintensität führen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass internationale Generikahersteller an deutschen Ausschreibungsverfahren teilnehmen und auch forschende Pharmaunternehmen eine Zwei-Marken-Strategie verfolgen, ist in diesem Zusammenhang mit keiner Entspannung zu rechnen. So konnten z.B. in Deutschland in den letzten Jahren indische Wettbewerber Marktanteile im deutschen Generika-Markt gewinnen.

- 342. Die Komplexität der Originalpräparate, deren Schutzrechte auslaufen, wird im Zeitverlauf zunehmen, so dass langfristig höhere Entwicklungskosten und -risiken zu erwarten sind, welche die Profitabilität von STADA belasten könnten.
- 343. Insbesondere im Markenprodukte-Segment, aber auch in allgemeinen Selbstzahlermärkten, wie zum Beispiel Russland, könnten konjunkturelle Abschwünge die Kaufkraft der Endverbraucher senken und das Wachstum in diesen Märkten verlangsamen.
- 344. In einzelnen Regionen bestehen Unsicherheiten in Bezug auf die mittelfristige konjunkturelle Entwicklung, wie zum Beispiel die Auswirkungen des BREXIT oder die Entwicklung der wirtschaftlichen Situation Russlands. Vor diesem Hintergrund sind insbesondere Fremdwährungsrisiken im Zusammenhang mit dem Außenwert des britischen Pfunds und des russischen Rubels zu berücksichtigen.
- 345. Vor dem Hintergrund der ausgeprägten Produktionstätigkeit in Niedrigkostländern können sich steigende Lohnkosten in Schwellen- und Entwicklungsländern langfristig negativ auf die Herstellungskosten auswirken. Ein potentieller Anstieg der Personalkosten in Industrienationen muss darüber hinaus ebenfalls berücksichtigt werden. Für entsprechende Anstiege der Herstellungskosten besteht aufgrund des hohen Preisdrucks das Risiko, dass diese nicht durch Preisanpassungen an die Kunden weitergegeben werden können.
- 346. In Bezug auf Biosimilars bestehen kurz- bis mittelfristig erhebliche Produktions-, Entwicklungs- und Zulassungsrisiken, die zu einem Totalverlust der Investitionen in den Ausbau des Geschäfts mit Biosimilars führen könnten.
- 347. Im Markenprodukte-Segment ist in einigen Absatzmärkten ein abnehmender Preistrend aufgrund des zunehmenden Onlinehandels (z.B. über Amazon) feststellbar.

2.3.6.5 Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

- 348. Für STADA ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:
 - 349. Mit dem Generika-Segment ist das Kerngeschäft von STADA in einem relativ konjunkturunabhängigen Umfeld beheimatet, in dem das Unternehmen auf eine starke Marktposition und langjährige Erfahrung zurückgreifen kann. Durch den steigenden Kostendruck auf staatliche Gesundheitssysteme könnte die Nachfrage nach Generika, insbesondere in Märkten mit niedriger Generikapenetration, steigen und insgesamt zu einem weiter anhaltenden Wachstum führen. Durch Erweiterung des Produktportfolios und die auslaufenden Patente ergeben sich zusätzliche Wachstumspotenziale.
 - 350. STADAs Internationalisierungsstrategie im Markenprodukte-Segment könnte auch in Zukunft durch Cross-Selling-Effekte und die Erschließung neuer Märkte in Schwellenländern zu weiteren Wachstumsimpulsen führen. Gleichzeitig wird der Eintritt neuer

Marktteilnehmer durch den Preisdruck erschwert. Das Wachstum setzt allerdings eine Expansion/Erweiterung der Produktions- und Vertriebskapazitäten und eine wettbewerbsfähige Supply Chain voraus.

351. Darüber hinaus könnte STADA im Markenprodukte-Segment von der starken Marktposition der bereits etablierten Marken profitieren. Durch die gezielten Marketingaufwendungen für die Markenbildung, den Auf- und Ausbau der Vertriebsstrukturen in Verbindung mit Produktneueinführungen könnte STADA insbesondere in den Ländern Großbritannien, Deutschland, Belgien und Russland Marktanteile gewinnen. Dies könnte insgesamt zu einer weiter zunehmenden Bedeutung des Markenprodukte-Segments für STADA führen und darüber hinaus durch Online-Marketing Kanäle und die Internationalisierung erfolgreicher Produktgruppen unterstützt werden.
352. Durch das weitreichende Produktportfolio könnte STADA als Vollsortimenter von Skaleneffekten in der Produktion und dem Vertrieb profitieren. Die entsprechenden Vorteile in den Herstellungs- und Vertriebskosten könnten die anhaltende Preiserosion, insbesondere im Generikamarkt, kompensieren bzw. eine Verbesserung der Profitabilität bewirken. Weiterhin verfügt STADA im Generika-Segment in den europäischen Kernländern über eine gefestigte Marktposition.
353. Darüber hinaus könnte der Markt für Spezialpharmazeutika und Biosimilars weitere Wachstumschancen bieten. Um STADA frühzeitig in dem relativ jungen Markt der Biosimilars zu positionieren, hat STADA bereits in der Vergangenheit entsprechende Investitionen, wie z.B. den Erwerb weiterer Anteile an der BIOCEUTICALS AG, getätigt. Zukünftig werden weitere Investitionen und Forschungs- und Entwicklungsprojekte zum Aufbau des Biosimilars-Know-How auf Basis eines Co-Development-Modells vorgenommen. Sofern dieses Modell erfolgreich sein sollte, stehen den gestiegenen Investitions- und Entwicklungsrisiken höhere Ertragschancen gegenüber. Langfristig könnte das Biosimilars-Geschäft jedoch nur die Preiserosion der Generikaprojekte kompensieren.
354. Im Falle einer sich abzeichnenden Stabilisierung der CIS-Region und den bereits lokal vorhandenen Produktionsstandorten ist STADA prinzipiell gut positioniert, um von den potentiellen Wachstumserwartungen zu profitieren. Aufgrund der Bevorzugung von lokalproduzierten Arzneimitteln der russischen Gesundheitsbehörde, verfügt STADA hier über einen Wettbewerbsvorteil durch seinen russischen Produktionsstandort.
355. Darüber hinaus hat STADA diverse Maßnahmen zur Senkung der Herstellungskosten sowie der Vertriebs- und Verwaltungskosten initiiert, die mittel- bis langfristig zu einer Verbesserung der Marge von STADA beitragen könnten.

356. Für STADA bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:
357. Trotz der insgesamt positiven Erwartungen in Bezug auf die Absatzzahlen im globalen Pharmamarkt wird erwartungsgemäß insbesondere der Generikamarkt langfristig von einer fortlaufenden Preiserosion gekennzeichnet sein. Die Herausforderung für die Marktteilnehmer im Generika-Segment ist, der fortlaufenden Preiserosion durch Senkung der Herstellungs-, Vertriebs- und Verwaltungskosten entgegenzuwirken und gleichzeitig neue Absatzmärkte zu erschließen. Durch das weitreichende Produktportfolio, Cross-Selling-Effekte aus der Internationalisierungsstrategie einzelner Produkte, Erweiterung der Produktionskapazitäten und einer gesteigerten Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten könnte es STADA trotz der Preiserosion gelingen, die Marge mittelfristig zu stärken. Allerdings ist langfristig davon auszugehen, dass insbesondere die starke Preiserosion das Wachstumspotential von STADA umsatz- und margenseitig einschränken wird.
358. Obwohl der Pharmamarkt prinzipiell als konjunkturunabhängig betrachtet werden kann, können konjunkturelle Abschwünge nicht nur die Kaufkraft der Endverbraucher in den Selbstzahlermärkten senken, sondern aufgrund der dadurch geringeren Budgets des öffentlichen Gesundheitswesens für zusätzlichen Preisdruck im Generika-Segment sorgen. Im Vergleich zum Generika-Segment ist die Nachfrage nach Markenprodukten elastischer ausgeprägt und von der Kaufkraft der Endverbraucher abhängig, welche sich durch konjunkturelle Abschwünge negativ entwickeln und zu einem Rückgang des Absatzes der Markenprodukte führen kann. Als besondere konjunkturelle Risiken sind derzeit insbesondere die globalen Handelskonflikte und die Unsicherheit bezüglich des BREXIT zu sehen.
359. Im Markenprodukte-Segment verfügt STADA bereits über etablierte Produkte mit starken Marken, die voraussichtlich einen wesentlichen Beitrag zum Segmentwachstum leisten werden. Trotzdem besteht das Risiko, dass die geplanten Produkteinführungen im Markenprodukte-Segment nicht die erwarteten Wachstumsraten realisieren und die im Zusammenhang mit der Markteinführung dieser Produkte anfallenden Marketing- und Vertriebsaufwendungen die Profitabilität von STADA belasten. Zudem unterliegen wesentliche Produkte dieses Segments, wie zum Beispiel Erkältungsarzneimitteln und Sonnencremes, saisonalen Einflüssen, die mit einer Prognoseunsicherheit behaftet sind. Darüber hinaus nimmt der Wettbewerb durch Private Label-Anbieter und Online-Vertriebskanäle zu.
360. Die Umsatzerlöse von STADA konzentrieren sich größtenteils auf nur wenige Regionen, die mit Russland und Großbritannien zwei Länder beinhalten, die grundsätzliche politische und wirtschaftliche Unsicherheiten aufweisen. Zudem stellen Fremdwährungseffekte in diesen Ländern sowie im Einkauf und in der Produktion ein wesentliches Risiko für STADA dar, welches durch Absicherungsstrategien, etwa einem Natural Hedge, minimiert wird.

361. Durch die Co-Development-Strategie zur Entwicklung des Biosimilars-Portfolios eröffnet sich STADA langfristig den Zugang zu zusätzlichen Umsatzerlöspotentialen, die allerdings aufgrund der Entwicklungs- und Produkteinführungsrisiken mit hoher Prognoseunsicherheit behaftet sind. Zudem erwartet STADA, dass die langfristigen Umsatz- und Kostensenkungspotentiale aus dem Biosimilars-Portfolio benötigt werden, um der langfristigen Preiserosion der Generika entgegenzuwirken.
362. Darüber hinaus besteht aufgrund der langfristigen Lieferverträge sowie der eigenen Produktionskapazitäten das Risiko, dass STADA auf veränderte regulatorische Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel Anpassungen der Festbeträge, nicht schnell genug mit einer Anpassung der Kostenstruktur reagieren kann. Gleichzeitig könnten höhere Anforderungen bei der Zulassung mit höheren Entwicklungskosten verbunden sein und die Zulassung neuer Produkte verzögern oder gar verhindern. Vor dem Hintergrund, dass STADAs Produktion zu einem großen Teil in Niedrigkostenländern erfolgt, könnten dort ansteigende Produktionskosten, zum Beispiel aufgrund von ansteigenden Löhnen und Gehältern, zu einer Verschlechterung der Marge von STADA führen.
363. STADA agiert prinzipiell in einem kompetitiven Umfeld, welches u.a. durch potentielle Markteintritte ausländischer Wettbewerber sowie einer Zwei-Marken-Strategie von Pharmaunternehmen charakterisiert werden kann. Zusätzliches Risiko besteht in diesem Zusammenhang durch Unternehmenszusammenschlüsse, da größere Wettbewerber über höhere Produktionsvolumina und Skaleneffekte verfügen würden und somit Kostenvorteile gegenüber STADA aufweisen könnten.
364. Das Chancen-Risiko-Profil von STADA dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

2.4 Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

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

2.4.1 Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

366. 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 über-

einstimmenden 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 Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.

367. Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen der Pharma- und Healthcare-Branche zuzuordnen sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert. Die Identifikation dieser 68 Unternehmen erfolgte durch einen primären und einen sekundären Ansatz.
368. Beim primären Ansatz wurden unter Rückgriff auf die Datenbank S&P Capital IQ 33 Unternehmen identifiziert, die ihre Umsätze zu einem überwiegenden Teil über Generika und/oder Markenprodukte erzielen. Der sekundäre Ansatz zielte darauf ab, weitere vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, welche im breiter aufgestellten Healthcare-Bereich tätig sind und unter Umständen ebenfalls ein vergleichbares operatives Risikoprofil aufweisen. Dieser Ansatz lieferte 35 weitere Unternehmen.
369. Aus diesen insgesamt 68 Unternehmen wurden durch weitere Selektionskriterien, wie signifikante Umsatzanteile in mindestens einem der beiden Bereiche Generika und Markenprodukte, 19 Unternehmen ausgewählt, welche im nächsten Schritt ein sog. Scoring-Modell durchliefen.
370. Die Auswahl der letztendlich herangezogenen Vergleichsunternehmen erfolgt anhand dieses 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 anhand qualitativer und quantitativer Kriterien analysiert und anhand dieser Kriterien mit STADA verglichen.
371. 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 gewährleisten, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Im vorliegenden Fall wurde die operative Vergleichbarkeit der Unternehmen anhand der Umsatzverteilung auf Generika und Markenprodukte (primärer Ansatz) oder anhand einer qualitativen Analyse des Geschäftsmodells (sekundärer Ansatz) beurteilt.
372. Unternehmen in verschiedenen regionalen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. Das zweite qualitative Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt daher den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Hierfür wurde die regionale Um-

satzverteilung jedes Unternehmens mit STADA verglichen. Der Umsatzerlösanteil des jeweiligen Peer Group-Unternehmens in Europa und Industrieländern war hierfür relevant, wobei ein Fokus auf den europäischen Markt eine bessere Vergleichbarkeit sicherstellt, da das regulatorische Umfeld in den USA zum Teil deutliche Unterschiede aufweist.

- 373. Die Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
- 374. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete EBITDA-Marge), Wachstumsaussichten (erwartetes Umsatzerlöswachstum, CAGR) und Kapitalintensität (Kapitalumschlag) sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.
- 375. Alle sechs aufgeführten qualitativen und quantitativen Kriterien fließen in die Scoring-Analyse ein, so dass 11 Unternehmen identifiziert werden konnten, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zur STADA aufweisen. Hierbei wurden die qualitativen und quantitativen Kriterien jeweils mit insgesamt 50% gewichtet. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgender Peer Group:⁸¹

Peer Group-Auswahl in EUR Mio.				
Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Umsatz LTM
Richter Gedeon Rt.	Ungarn	Sehr hoch	Sehr hoch	1.596
Krka, d. d.	Slowenien	Sehr hoch	Sehr hoch	1.578
Mylan, inc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	10.461
Perrigo Company plc	Irland	Hoch	Hoch	4.503
Vifor Pharma AG	Schweiz	Hoch	Hoch	1.714
Laboratorios Farmaceuticos Rovi S.A	Spanien	Hoch	Hoch	395
Dr. Reddy's Laboratories Limited	Indien	Hoch	Mittel	2.252
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	Italien	Mittel	Hoch	1.528
Mallinckrodt plc	Großbritannien	Hoch	Mittel	2.733
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Südafrika	Mittel	Mittel	2.440
Hilma Pharmaceuticals PLC	Großbritannien	Mittel	Mittel	1.972
Median				1.972
Mittelwert				2.834
STADA				2.809

2.4.2 Peer Group-Übersicht

- 376. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren Geschäftstätigkeiten, lassen sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.

- 377. Das in Ungarn ansässige Unternehmen Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt. (Richter Gedeon Rt.) entwickelt, produziert und vermarktet pharmazeutische Produkte, v.a. Generika und Markenprodukte, weltweit. Die Gesellschaft operiert über die Distributionskanäle

⁸¹ In der Anlage 8 „Peer Group-Auswahl“ ist die Gesamtheit der Peer Group zu finden, in welcher alle relevanten Unternehmen aufgelistet sind, welche im Rahmen des Scoring-Modells nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und verglichen worden sind.

Großhandel und Einzelhandel und entwickelt vor allem Pharmazeutika in den Bereichen Gynäkologie, kardiovaskuläre Erkrankungen und zentrales Nervensystem. Das 1901 gegründete Unternehmen mit Hauptsitz in Budapest ist eines der größten Pharmaunternehmen in Europa und verfügt über Niederlassungen in über 40 Ländern. Das Unternehmen beschäftigt über 12.000 Mitarbeiter.

Krka d.d.

378. Krka d.d. wurde 1954 in Slowenien gegründet und ist ein Generika-Unternehmen, welches sich in der Entwicklung, Produktion, Vermarktung und dem Verkauf von verschreibungsfreien und -pflichtigen Arzneimitteln betätigt. Das Unternehmen ist global tätig mit einem Schwerpunkt auf Slowenien und das restliche Europa. Die verschreibungspflichtigen Arzneimittel von Krka d.d. werden v.a. zur Behandlung von Krankheiten des zentralen Nervensystems und des Metabolismus eingesetzt. Das Segment der verschreibungsfreien Medikamente besteht u.a. aus Produkten zur Behandlung von Husten und Erkältungen. Zusätzlich erzielt Krka d.d. Umsatzerlöse mit Tiergesundheitsprodukten und durch den Betrieb von Thermen und Touristenservices. Das Unternehmen beschäftigt circa 11.500 Mitarbeiter.

Mylan N.V.

379. Das Unternehmen Mylan N.V. („Mylan“) mit Sitz in Hatfield, Großbritannien, ist im Generika-, Marken- und OTC-Geschäft tätig und erzielt ein Drittel seiner Umsatzerlöse in den USA. Das Geschäftsmodell des im Jahr 1961 gegründeten Unternehmens beschränkt sich hauptsächlich auf pharmazeutische Produkte in Tabletten-, Kapsel-, injizierbarer, Gel- und Creme-Form. Insgesamt sind über 7.500 Produkte im Portfolio der Gesellschaft enthalten. Dabei fokussiert sich Mylan auf die therapeutischen Bereiche Atmungssystem, Allergien, ansteckende Krankheiten, kardiovaskuläre Probleme, Onkologie und das zentrale Nervensystem. Zusätzlich vermarktet Mylan den EpiPen Auto-Injektor, welcher bei schweren allergischen Reaktionen angewandt wird. Im 3. Quartal 2019 wurde eine Transaktion zwischen Mylan und Pfizer angekündigt. In diesem Zusammenhang beabsichtigte Pfizer, das Segment Upjohn zunächst an die eigenen Aktionäre abzuspalten und anschließend mit Mylan zusammenzuführen. Im ersten Quartal 2020 wurde bekannt gegeben, dass aufgrund der Umstände der COVID-19 Pandemie und der damit verbundenen Verzögerung der behördlichen Prüfungsverfahren, die geplante Fusion von Mylan und Upjohn nun für das zweite Halbjahr 2020 erwartet werde. Das dabei entstehende fusionierte Unternehmen wird unter dem Namen Viatrix firmieren. Mylan beschäftigt etwa 35.000 Mitarbeiter.

Dr. Reddy's Laboratories Limited

380. Das global tätige indische Pharmaunternehmen Dr. Reddy's Laboratories Limited wurde 1984 gegründet und operiert in den Segmenten Global Generics, Pharmaceutical Services & Active Ingredients und Proprietary Products. Ein Großteil der Umsatzerlöse geht auf das Generika-Segment zurück. Dieses Segment umfasst die Produktion und Vermarktung verschreibungspflichtiger und -freier Medikamente in Indien und weltweit. Die Produkte werden u.a. zur Behandlung von Diabetes, Krebserkrankungen, Erkrankungen von Organen und Schmerzen sowie

in der Dermatologie und Onkologie eingesetzt. Das Unternehmen beschäftigt knapp 22.000 Mitarbeiter.

Perrigo Company PLC

381. Das im Jahr 1887 in Irland gegründete Unternehmen Perrigo Company PLC („Perrigo“) ist der weltweit größte Hersteller von OTC-Arzneimitteln bzw. Markenprodukten. Gemeinsam mit seinen Tochtergesellschaften ist das Unternehmen auf die Entwicklung, Produktion, Vermarktung und Vertrieb von OTC-Produkten und pharmazeutischen Produkten fokussiert. Insbesondere in den Therapiebereichen Husten, Erkältungen, Allergien und Sinus, Analgetika, Säuglingsernährung und Nahrungsergänzungsmittel bietet Perrigo entsprechende Arzneimittel an. Zudem umfasst das Produktportfolio diagnostische Produkte und veterinärmedizinische Wirkstoffe. Außerdem bietet Perrigo die Auftragsfertigung von Generika und von speziellen verschreibungspflichtigen pharmazeutischen Produkte an. Vertrieben werden die von Perrigo hergestellten Produkte unter anderem im Einzelhandel, in Supermärkten, Kaufhäusern, Apotheken und Krankenhäusern. Dabei beschäftigt das in Dublin ansässige Unternehmen weltweit knapp 13.000 Mitarbeiter.

Hikma Pharmaceuticals PLC

382. Das im Jahr 1978 in Jordanien gegründete Unternehmen Hikma Pharmaceuticals PLC ist ein multinationales Pharmaunternehmen mit Geschäftssitz in London. Die Geschäftsaktivitäten der Hikma Pharmaceuticals PLC sind dabei insbesondere auf die USA und die MENA-Region ausgerichtet, wo auch der Großteil der sich auf drei Segmente verteilenden Umsatzerlöse generiert wird. Bei den Segmenten handelt es sich um Injektionspräparate, Markenprodukte und Generika. Die therapeutischen Schwerpunkte der vom Unternehmen produzierten Arzneimittel liegen dabei insbesondere bei Antiinfektiva, Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Diabetes, Erkrankungen des zentralen Nervensystems, Onkologie und Atemwegserkrankungen. Im Jahr 2016 beschäftigte das Unternehmen rd. 8.400 Mitarbeiter.

Vifor Pharma AG

383. Das Schweizer Unternehmen Vifor Pharma AG wurde im Jahr 1927 gegründet und verfolgt seine operativen Geschäftstätigkeiten in den Segmenten Vifor Pharma, Health & Beauty und Services. Mit Vifor Pharma ist das Unternehmen weltweit führend bei der Vermarktung von Markenprodukten zur Behandlung von Eisenmangel. Weitere Therapiebereiche umfassen die Nephrologie, kardiorenale Therapien und Infektionskrankheiten. Zudem vertreibt das Unternehmen gesundheitsmarktspezifische Datensysteme und bietet Management-Lösungen für Apotheken sowie Ärzte an. Mit seinen etwa 2.700 Mitarbeitern ist das Unternehmen insbesondere in der Schweiz, aber auch im restlichen Europa und den USA aktiv.

Laboratorios Farmaceuticos ROVI, S.A.

384. Das Unternehmen Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A. wurde im Jahr 1946 in Spanien gegründet und hat seinen Geschäftssitz in Madrid. Die operativen Geschäftstätigkeiten des Unternehmens umfassen die Produktion und den Verkauf pharmazeutischer Produkte in Spanien

sowie international. Der Schwerpunkt liegt dabei auf Generika. Weitere verschreibungspflichtige Arzneimittel des Produktportfolios umfassen Therapiebereiche wie Thrombose, Osteoporose, chronische Lungenerkrankungen, Aufmerksamkeitsdefizitsyndrom und Hyperaktivität bei Kindern und Jugendlichen. Neben verschreibungspflichtigen Arzneimitteln bietet Laboratorios Farmaceuticos ROVI, S.A. auch OTC-Produkte an. Das Unternehmen beschäftigt über 1.200 Mitarbeiter.

Aspen Pharmacare Holdings Limited

385. Das im Jahr 1850 gegründete südafrikanische Unternehmen Aspen Pharmacare Holdings Limited („Aspen“) produziert und vertreibt pharmazeutische Markenprodukte und Generika in über 150 Ländern, insbesondere in Europa und der Subsahara-Region in Afrika. Mit Narkose- und Schmerzmitteln, Consumer-Health-Produkten und Nahrungsmitteln für Kleinkinder decken die Produkte des Unternehmens ein breites Spektrum ab. Die Generika umfassen u.a. Medikamente wie Anti-Depressiva, Analgetika und Entzündungshemmer. Des Weiteren stellt das Unternehmen Betäubungsmittel und pharmazeutische Wirkstoffe her. Die Produkte werden an Kunden wie Apotheken, Krankenhäuser und Ärzte vermarktet. Aspen ist mit über 10.000 Mitarbeitern der größte Arzneimittelhersteller in Afrika.

Recordati S.p.A.

386. Das im Jahr 1926 in Italien gegründete Unternehmen Recordati S.p.A. mit Hauptsitz in Mailand ist seit dem Jahr 1984 an der italienischen Börse notiert und war im Jahr 2018 mit etwa 4.100 Mitarbeitern in Europa, Australien, Afrika und den USA aktiv. Die operativen Aktivitäten von Recordati S.p.A. umfassen dabei die Forschung und Entwicklung im pharmazeutischen Bereich und die Produktion sowie den Vertrieb von Arzneimitteln, mit einem Fokus auf Markenprodukte. Die von Recordati S.p.A. hergestellten Arzneimittel umfassen dabei ein breites Therapiespektrum, u.a. die kosmetische Dermatologie, Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Nahrungsergänzungsmittel, Antiallergika und Onkologie.

Mallinckrodt PLC

387. Das mit seiner Zentrale in Staines-Upon-Thames, Großbritannien, ansässige Unternehmen Mallinckrodt PLC entwickelt, produziert und vermarktet Markenprodukte und Generika in den USA, Europa, dem Mittleren Osten, Afrika und international. Mit seinem Markenprodukte-Segment vertreibt Mallinckrodt PLC pharmazeutische Produkte in den Bereichen Neurologie, Rheumatologie, Nephrologie und Pulmologie. Im Bereich der Generika umfasst das Angebot generische Spezialpharmazeutika und Pharmawirkstoffe (APIs). Die Markenprodukte des 1867 in Irland gegründeten Unternehmens werden dabei an Ärzte, Apotheken, Krankenhäuser und ambulante chirurgische Einrichtungen vermarktet. Generika werden über externe Vertriebskanäle vertrieben. Die den Generika angegliederten APIs werden jedoch direkt und ohne Zwischenhändler an andere Pharmaunternehmen verkauft. Insgesamt beschäftigt Mallinckrodt PLC rund 3.700 Mitarbeiter.

3. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

388. 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 im Oktober 2011 vom Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuations“ veröffentlichten DVFA-Empfehlungen, welche im Dezember 2012 final verabschiedet wurden, gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
389. Auftragsgemäß nehmen wir eine eigenständige Bewertung von STADA zum 24. September 2020 unter Berücksichtigung 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. Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG

390. 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.
391. In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung setzt die Ermittlung der angemessenen Abfindung die Ermittlung eines angemessenen Unternehmenswerts der STADA Arzneimittel AG zum Zeitpunkt der über den Squeeze Out beschlussfassenden Hauptversammlung voraus. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfaren 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.
392. Darüber hinaus stellt die Wertermittlung nach den DVFA-Empfehlungen eine mögliche Vorgehensweise dar.
393. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Aktien einer börsennotierten Gesellschaft darf der Börsenkurs als ein möglicher Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchst-richterlicher Rechtsprechung nicht außer Betracht bleiben, wengleich eine Überprüfung der Aussagekraft des Börsenkurses für den Verkehrswert der Aktien erforderlich ist. In Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses ist weiterhin zu unterscheiden, ob die Aktien im regulierten

Markt oder im Freiverkehr gehandelt werden. Dies spielt insofern eine Rolle, als dass die BaFin in ihrer Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses nur solche Geschäfte einbezieht, die in den fraglichen Aktien im regulierten Markt an Börsen in Deutschland getätigt wurden. Somit bleiben die Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden nach der Vorgehensweise unberücksichtigt und demzufolge kann in diesem Fall von der BaFin kein historischer Mindestpreis für den Börsenkurs der STADA-Aktien ermittelt werden. Ungeachtet dessen, wird eine Analyse des Dreimonatsdurchschnittskurses auf Grundlage der Börsenkurse der STADA-Aktie im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg im Hinblick auf die Aussagekraft für den Verkehrswert der Aktien vorgenommen.

3.2. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA

394. Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen 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.
395. Unternehmenswerte sind 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).⁸²
396. Der Wert eines Unternehmens nach IDW S 1 ist anlassbezogen zu ermitteln. Er bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.⁸³
397. Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und der Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte erwirtschaftet werden (sog. Zukunftserfolgswert). Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswertmethode und die Varianten der Discounted Cashflow-Methode („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.⁸⁴

⁸² Vgl. IDW S 1 Rz. 22 ff.

⁸³ Vgl. IDW S 1 Rz. 25.

⁸⁴ Vgl. IDW S 1 Rz. 101.

398. 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. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip). Dabei ist bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten.
399. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich direkt durch Nettokapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswertmethode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der Discounted Cashflow-Methode oder indirekt durch Bruttokapitalisierung nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (sog. WACC-Ansatz), dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz ermitteln. 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 Unternehmensgesamtswerts (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
400. Im Rahmen der Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen wird üblicherweise nach IDW S 1 gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorgenommen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
401. Bei unternehmerischen Initiativen, bei denen die Bewertung als objektivierte Informationsgrundlage dient, kann von einer mittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer ausgegangen werden. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet. Diesem Ansatz wurde hier im Rahmen der Ermittlung eines DCF-Werts nach den DVFA-Empfehlungen sowie eines Ertragswerts vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 gefolgt.
402. Anders als der IDW S 1 gehen die DVFA-Empfehlungen für die Bestimmung des Verkehrswerts vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwerts aus. Damit wird für die Modellierung des Modell-Unternehmenserwerbers viel stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode gleichberechtigt zu den Cashflow-basierten Diskontierungsverfahren ist, man explizit mit Wertbandbreiten zur Beurteilung des Verkehrswerts des Eigenkapitals operiert wird und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Unternehmenserwerbers transparent dargestellt werden.

3.3. Relevanz von Preisen und Börsenkursen

403. 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 (zum Beispiel Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens bzw. dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen, so dass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Unternehmenswerts ungeeignet sein kann.
404. 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.⁸⁵ Gemäß den DVFA-Empfehlungen stellt der Börsenkurs grundsätzlich ein eigenständiges Bewertungsverfahren dar.
405. 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 kann. 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 zum Beispiel die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.
406. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist die Abfindung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln.⁸⁶ 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 Dreimonatsdurchschnittskurs nach der Vorgehensweise der BaFin gehen nur solche Geschäfte ein, die mit den fraglichen Aktien im regulierten Markt an Börsen in Deutschland getätigt wurden. Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, bleiben entsprechend der Vorgehensweise der BaFin bei der Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses grundsätzlich unberücksichtigt. In Folge des im Oktober 2018 unterbreiteten Delisting-Erwerbsangebot der Nidda Healthcare werden die STADA-Aktien seit November 2018 nicht mehr im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse und seit Dezember 2019 auch nicht mehr im regulierten Markt an der Düsseldorfer Börse gehandelt. Vor dem Bewertungsstichtag wurden die Aktien der STADA Arzneimittel AG ohne Veranlassung oder Zustimmung der STADA Arzneimittel AG

⁸⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

⁸⁶ 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.

ausschließlich im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Entsprechend hat die BaFin der Nidda Healthcare am 29. Juni 2020 mitgeteilt, dass entsprechend der Vorgehensweise der BaFin kein Dreimonatsdurchschnittskurs ermittelt werden konnte. Unabhängig hiervon wird eine Analyse des Börsenkurses auf Basis des Handels im Freiverkehr in dieser Gutachtlichen Stellungnahme vorgenommen.⁸⁷

3.4. Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode

407. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der Discounted Cashflow (DCF)-Methode ermittelt werden.⁸⁸ Da die sachgerechte Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsmethoden keinen Einfluss auf den Unternehmensgesamtwert hat, sind gem. IDW S 1 beide Diskontierungsmethoden gleichwertig anzusehen. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Methoden zu gleichen Unternehmenswerten.⁸⁹ Da zudem alle Verfahren der DCF-Methode (Cashflow-to-Equity-, WACC-, Adjusted Present Value und Total Cashflow-Ansatz) bei konsistenten Annahmen zu dem gleichen Bewertungsergebnis führen, sind sowohl nach den Grundsätzen des IDW S 1 als auch nach den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich alle DCF-Ansätze anwendbar.

408. Aufgrund der Überführbarkeit der Ableitung der finanziellen Überschüsse bei Ermittlung des DCF-Werts vor und nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird für die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts auf den Cashflow-to-Equity-Ansatz vor persönlichen Steuern abgestellt.

3.4.1 Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert

409. 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. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem DCF-Wert abzüglich der Minderheiten und zuzüglich der Sonderwerte.

DCF-Wert	
- Minderheiten	
+ Sonderwerte	
= Wert des Eigenkapitals	

⁸⁷ Vgl. Kapitel 6.4. Vergleichsorientierte Bewertung anhand von Referenzpreisen.

⁸⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁸⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

410. Im Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind die Brutto-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.

Operatives Ergebnis (EBIT)

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

411. Die Berechnung des DCF-Werts wird nach beiden Grundsätzen zunächst vor persönlichen (Einkommen-) Steuern der Anteilseigner vorgenommen und somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet. Der Ertragswert unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung unterscheidet sich vom DCF-Wert gemäß des Cashflow-to-Equity-Ansatzes durch die Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner. Da der Cashflow-to-Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüssen entspricht, ist der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zu diskontieren.

412. Bei der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) startet die Definition des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms beim Jahresergebnis nach Steuern, aber vor Minderheiten. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen (Working Capital) und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

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

413. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 sind darüber hinaus zusätzliche 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 und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu differenzieren, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner besteuert werden.
414. Die Planung des Cashflow-to-Equity bzw. der Ausschüttungen wird üblicherweise in drei 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 Konvergenzphase, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen. Die dritte, 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.⁹⁰

3.4.2 Minderheiten

415. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Dabei werden die auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse mit den risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten des jeweiligen Bewertungsobjekts der jeweiligen Periode diskontiert. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten DCF-Wert abgezogen.

3.4.3 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

416. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem DCF-Wert hinzuzufügen. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte, wie zum Beispiel überschüssige liquide Mittel, in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche operative Unternehmensaufgabe berührt wäre.
417. Anstatt auf die Gesamtzahl der ausgegebenen STADA-Aktien abzustellen und die von STADA gehaltenen eigenen Aktien als Sonderwert zu berücksichtigen (Bruttomethode), wurde für die

⁹⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

Wertermittlung die Zahl der ausstehenden STADA-Aktien zugrunde gelegt (Nettomethode). Hinsichtlich des Werts je Aktie führen beide Methoden zum selben Ergebnis.

3.4.4 Wert des Eigenkapitals

418. Die Summe aus DCF-Wert, Sonderwerten und Minderheiten (als Abzugsposition) führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

3.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

419. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts und der Darstellung von Wertbandbreiten auf Basis der DCF-Methode ermitteln wir Unternehmenswerte und Bandbreiten mit Hilfe der Multiplikator-Methode.

420. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig als Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Wie die DCF- und Ertragswertmethode wird auch die Multiplikator-Methode den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.

421. Auftragsgemäß legen wir neben den Grundsätzen des IDW S 1 die DVFA-Empfehlungen zugrunde. Diese stellen auf die Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers ab, welcher verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und DCF-Methode, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. Gegenüber dem IDW S 1 steht die Multiplikator-Bewertung daher in den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,⁹¹ sofern nicht branchenbedingte oder unternehmensspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer Methode rechtfertigen.

422. 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 am selben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, andernfalls würden Arbitrage-Möglichkeiten entstehen. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (zum Beispiel Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.

423. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss 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 Un-

⁹¹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012.

ternehmensgesamtwert 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 der Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Preise darstellen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise über verschiedene Bewertungsschritte angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten (analog zur DCF-Methode). Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (zum Beispiel durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.

424. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten 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 des Kapitalisierungszinssatzes aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und über Bewertungsanpassungen durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sonder-situationen kritisch gewürdigt werden.
425. Im Rahmen der hier empfohlenen Vorgehensweise nutzt die multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis der gleichen Unternehmensplanung, die auch bei der DCF-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsmethode.
426. 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; hier 2021 und 2022). 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 Transaktions-Multiplikatoren (Transaction Multiples).

3.6. Liquidationswert

427. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren

bezeichnet.⁹² Der Liquidationswert wird sowohl im Konzept des IDW S 1 als auch im Rahmen der DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.⁹³ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen der beschriebenen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.

428. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile 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.⁹⁴
429. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte und Schulden bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
430. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass sich eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit (Zerschlagung) negativ auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, auswirkt, die finanziellen Überschüsse bei einer Zerschlagung aber relativ früh anfallen. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre (Abwicklung) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
431. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, zum Beispiel 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 liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie um Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
432. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Vermögenswerte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.⁹⁵ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.
433. Darüber hinaus wurde aufgrund des positiven Marktwert-/ Buchwertverhältnisses kein Liquidationswert ermittelt, da dieser nicht maßgeblich ist. Die geplante Rendite auf das eingesetzte

⁹² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

⁹³ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 8.

⁹⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 5, 140f.

⁹⁵ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 6.

Kapital (sog. Return on Capital Employed oder ROCE) liegt im Planungszeitraum, in der Konvergenzphase und in der ewigen Rente stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten und den Gesamtkapitalkosten, so dass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.⁹⁶

3.7. Relevanz des Barwerts der Ausgleichzahlung für die Abfindung

434. Zwischen der STADA Arzneimittel AG und Nidda Healthcare wurde am 19. Dezember 2017 ein BGAV geschlossen. Gemäß § 4 Abs. 1 des Vertrags erhalten die verbliebenen Minderheitsaktionäre eine jährliche Ausgleichzahlung in Höhe von EUR 3,53 netto bzw. EUR 3,82 brutto (vor anfallender Körperschaftssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) für die Dauer des Vertrags.⁹⁷ Das Gesetz enthält keine ausdrückliche Regelung, ob und ggf. in welcher Weise der Ausgleichsanspruch bei nachfolgenden Strukturmaßnahmen zu berücksichtigen ist. Gemäß der Nestlé-Entscheidung des BGH könnte eine Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichzahlung zur Abfindungsermittlung in Betracht kommen, wenn dieser dem Verkehrswert der Aktie entspricht.⁹⁸ In der zitierten Entscheidung stellt der BGH fest, dass bei der Ermittlung der Abfindung nach § 327a AktG bei Bestehen eines Gewinnabführungsvertrags nicht ausschließlich auf den Barwert der Ausgleichszahlungen abgestellt werden dürfe, sondern zudem auch ein höherer Unternehmenswert zu berücksichtigen sei. Die Frage, ob der Barwert der Ausgleichzahlung eine Untergrenze für die Abfindungsermittlung darstellt, wenn diese über dem Börsenkurs bzw. Ertragswert liegt, wurde vom BGH explizit nicht entschieden.⁹⁹ Aus diesem Grund wird in dieser Gutachtlichen Stellungnahme eine Ermittlung des Barwerts des Ausgleichs vorgenommen.¹⁰⁰

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

435. Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. 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 Werts gemäß IDW S 1 zwischen sog. echten und unechten Synergien zu unterscheiden.¹⁰¹ 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 synergiestiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind.¹⁰² Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst

⁹⁶ Vgl. Kapitel 4 6

⁹⁷ Die Höhe der Ausgleichszahlung wurde bestätigt durch das LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Juni 2019, Az. 3-05 O 38/18.

⁹⁸ Vgl. BGH: Beschluss vom 12 01 2016, Az. II ZB 25/14, Rz. 29.

⁹⁹ Vgl. BGH: Beschluss vom 12 01 2016, Az. II ZB 25/14, Rz. 30.

¹⁰⁰ Vgl. Kapitel 7: Barwert des Ausgleichs.

¹⁰¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 ff.

¹⁰² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008 Rz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.

436. Im Unterschied zum IDW S 1 basieren die DVFA-Empfehlungen auf dem Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers. 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 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“). Dies gilt jedoch nur, wenn die Planung nicht bereits Synergien enthält.
437. Eine Berücksichtigung unechter Synergien bzw. von Market Participant-Synergien nach DVFA ist im vorliegenden Fall lediglich für die Delisting-Effekte erforderlich. Da das Delisting bereits vor Durchführung des Squeeze Out erfolgte, sind hieraus auftretende Kosteneinsparungen bereits in der Planungsrechnung von STADA berücksichtigt worden.

4. UNTERNEHMENSPLANUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

4.1 Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

438. 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.¹⁰³ 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 objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.¹⁰⁴ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.¹⁰⁵ 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.¹⁰⁶

439. Ergänzend ist im IDW Praxishinweis 2/2017¹⁰⁷ konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung sollte in den folgenden drei Bereichen erfolgen:

- Rechnerische und formelle Plausibilität
- Interne Plausibilität
- Externe Plausibilität

440. 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 sollte eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich sollte

¹⁰³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 29.

¹⁰⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 32.

¹⁰⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 81.

¹⁰⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 27 i.V.m. Rz. 81.

¹⁰⁷ Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe plausibilisiert werden. 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 in 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 essentiell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung.

DVFA-Empfehlungen

441. In Ergänzung zum IDW S 1 haben wir auftragsgemäß 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 Finanzierungs politik 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 (hier: Ausgleich und Barabfindung) berücksichtigen wird.¹⁰⁸ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (ebenfalls 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.¹⁰⁹
442. Der auftragsgemäß 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.
443. 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.¹¹⁰ Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswerts anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den Vermögenswert zugrunde legen

¹⁰⁸ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

¹⁰⁹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

¹¹⁰ 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 marktbasierteren 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.“

würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln.¹¹¹ Gleichzeitig ist die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, durch die höchste und beste Verwendung des Vermögenswerts wirtschaftlichen Nutzen zu erzeugen.¹¹² Bei Unterstellung einer fiktiven Verhandlungssituation wird ein rational handelnder markttypischer Unternehmenserwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögenswerts unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Eine Prämie wird der rational handelnde markttypische Unternehmenserwerber 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 markttypischen Unternehmenserwerbers rein käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung und Bewertung zu berücksichtigen.

444. Die Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzung des Vermögenswerts durch den markttypischen Unternehmenserwerber sei nicht als Meistbegünstigungsprinzip misszuverstehen, 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 betriebswirtschaftlichen Literatur, in welcher die Verwendung von Erwartungswerten zur Ableitung von Unternehmenswerten mit risikoangepassten Zinsfüßen gefordert wird.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

445. 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.¹¹³ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Unternehmenswerts von STADA durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.
446. Daher bezieht sich der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung 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.
447. Vor diesem Hintergrund werden, unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld, kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group.

¹¹¹ Vgl. IFRS 13, Rz. 22.

¹¹² Vgl. IFRS 13, Rz. 27.

¹¹³ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24. Mai 2012, Abs. 12.

4.2 Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

448. Der Budgetierungsprozess von STADA umfasst die Planung und Festlegung aller funktionalen Entscheidungen v.a. im Hinblick auf grundsätzliche Portfolio- und Segmententscheidungen, Mitarbeiterressourcen und Investitionen. Der Budgetierungsprozess umfasst seit dem Geschäftsjahr 2019 grundsätzlich ein Geschäftsjahr und beinhaltet auch die Bestimmung aller mit dem Umsatzprozess unmittelbar und mittelbar zusammenhängenden Aufwendungen und erfolgt grundsätzlich im Gegenstromverfahren. Bis zum Geschäftsjahr 2018 umfasste der Budgetierungsprozess regulär drei Geschäftsjahre.
449. Der Budgetierungsprozess findet dabei jährlich im Wesentlichen im Zeitraum zwischen September und November statt und startet, indem den jeweiligen Budgetverantwortlichen (Geschäftsführer der Einzelgesellschaften bzw. der die Teilkonzerne führenden Holdinggesellschaften) durch das Financial Planning & Analysis Team individuelle Zielvorgaben kommuniziert werden. Auf dieser Basis führen im September, unterteilt nach Märkten und Kostenfunktionen (Technical Operations, R&D und Corporate), die jeweiligen Budgetverantwortlichen regionale und funktionelle Bestandsaufnahmen durch. Daraufhin werden zunächst von den Kostenfunktionen zentrale Planungsprämissen wie z.B. Standardkosten oder Produktneueinführungen bereitgestellt, die dann im nächsten Schritt in den Planungen der Einzelgesellschaften Berücksichtigung finden. Hierbei werden durch die Budgetverantwortlichen bis Oktober jeden Jahres Budgetvorschläge entwickelt. Anschließend werden die Budgetunterlagen im November eines jeden Jahres durch die entsprechenden Budgetverantwortlichen dem Vorstand der STADA Arzneimittel AG im Rahmen der Budgetpräsentation vorgestellt. Die Inhalte dieser Budgetpräsentation gliedern sich in einen qualitativen strategischen Teil und in quantitative Budgetierungsaspekte.
450. Der qualitative Teil der Planung basiert auf einer vorgelagerten Unternehmensanalyse. In diesem Zusammenhang wird von den Budgetverantwortlichen eine Beschreibung des jeweiligen nationalen regulatorischen Umfeldes zur Verfügung gestellt, aus der ersichtlich wird, wie sich wichtige Absatz-, Preis- und Kostenparameter voraussichtlich entwickeln werden. Hierzu zählen insbesondere die Entwicklung von nationalen Erstattungspreisen, die Streichung möglicher Wirkstoffe aus dem Erstattungskatalog, die Festsetzung möglicher Festbeträge, die Zusammenfassung bestimmter pharmazeutischer Indikationen unter einem Erstattungspreismechanismus, die Einführung von Patientenzuzahlungen etc. Darüber hinaus wird von der jeweiligen Tochtergesellschaft eine Analyse der Absatzsituation im Vergleich zu anderen Wettbewerbern dargestellt. Diese „Benchmark-Analyse“ bezieht sich auf Abverkaufsdaten, die von qualifizierten Marktforschungsunternehmen erhoben werden und sich aus Absatzstatistiken der Apotheken ableiten. Diese objektivierte Marktanalyse beschreibt für die Zwecke der internen Managementsteuerung die Leistungsfähigkeit der jeweiligen Vertriebsgesellschaft, im Marktvergleich mit allen anderen Wettbewerbern. Zudem beinhaltet die qualitative Planung strategische Initiativen, die konkrete Wachstumsmöglichkeiten aufzeigen. Hierzu zählt insbesondere die Übersicht der neuen Produkteinführungen (Neueinführungen von pharmazeutischen Wirkstoffen). Der quantitative Teil der Budgetpräsentation wird aus der qualitativen strategischen Planung abgeleitet und beinhaltet die steuerungsrelevanten Finanzinformationen.

451. Kostenseitig fließen insbesondere die geplanten Kosten der technischen Funktionsbereiche in die Budgetierung mit ein. Ziel dieser funktionalen Budgetierung ist es, die Kostentransparenz innerhalb von STADA zu erhöhen und auf Ebene des mittleren und oberen Managements die Kostensensitivität hinsichtlich der operativen Geschäftstätigkeiten zu schärfen.
452. Im Rahmen des der Budgetpräsentation folgenden Reviews, der jährlich im Oktober stattfindet, werden die durch die Budgetverantwortlichen präsentierten Planungen durch den Vorstand der STADA Arzneimittel AG kritisch hinterfragt. Auf Basis der bei STADA bestehenden Informationssysteme lässt sich im Rahmen der Budgetanalyse zuverlässig ermitteln, inwiefern sich Umsatzerlöse auf Artikelbasis und Aufwendungen auf Funktionskostenbasis zusammensetzen. Insbesondere Kostensteigerungen, die sich überproportional zu der entsprechenden Umsatzentwicklung entwickeln, müssen durch die Budgetverantwortlichen erläutert werden und können nur durch besondere strategische Initiativen gerechtfertigt werden. Die übermittelten Budgetdaten werden ferner um eine laufende Analyse der Ist-Daten sowie der Vorjahreswerte ergänzt, um eine Zeitreihenanalyse von Ertrags- und Aufwandskomponenten darstellen zu können. Diese Zeitreihenanalyse führt zu einer übergreifenden Messung der gesamten Leistungsfähigkeit, verbunden mit der Definition einer verbindlichen Messgröße zur Vergütung des Budgetverantwortlichen.
453. Entspricht das überlieferte Budget bei einzelnen Parametern nicht den vorgegebenen Zielvorgaben, so werden für diese Sachverhalte konkrete Entscheidungen in Bezug auf Planänderungen getroffen. Dies kann sich in Form von unterschiedlichen Maßnahmen, wie etwa einer angepassten Vorgabe bezüglich der Segmentaufteilung bei den Umsatzerlösen (zum Beispiel stärkeres Wachstum im Markenprodukte-Segment) oder der Höhe der Marketing- und Vertriebsaufwendungen (zum Beispiel Reduktion von Marketingausgaben für Werbung oder der Reduktion der Aufwendungen für den Außendienst) äußern. Diese Anpassungen gehen anschließend in eine überarbeitete Version des Budgets ein und werden der Konzernzentrale erneut übermittelt.
454. Auf der Grundlage der Einzelplanungen erstellt STADA ein konsolidiertes Budget für den Gesamtkonzern. Am Ende des Budgetierungsprozesses im Dezember jeden Jahres steht ein durch den Vorstand genehmigtes und den Aufsichtsrat gebilligtes Budget, welches die Basis für die unterjährige Steuerung und für die Basis der Incentivierung darstellt. Generell wird nach Abschluss des Budgetierungsprozesses eine bindende Vorgabe der Gesamtziele in Form einer offiziellen schriftlichen Freigabe der Planung, jeweils für die einzelne Planungseinheit, vom Konzern-Controlling erteilt.
455. Zur Berücksichtigung der Ende 2019 durchgeführten Akquisitionen ergaben sich im Jahr 2019 weitere notwendige Anpassungen während des Budgetprozesses, so dass die finale Budgetplanung erst im Januar 2020 fertiggestellt wurde. Die der Bewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung basiert auf der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung aus dem regulären Budgetierungsprozess. Da dieser bei STADA nur ein Geschäftsjahr umfasst, wurde die Planung von STADA um einen Planungsausblick für 2021 und 2022 bestehend aus einer Plan-Gewinn und Verlustrechnung ergänzt. Der Planungsausblick wurde dabei analog zum regulären Planungs-

prozess auf Einzelgesellschaftsebene erstellt und im März 2020 fertiggestellt. Weiterhin wurden im Gegensatz zur Budgetplanung, welche auf Basis von budgetierten Wechselkursen aus dem 4. Quartal 2019 erstellt wurde, von STADA Währungseffekte auf Basis von Forward Rates abgebildet.

456. Im Juni 2020 wurde weiterhin eine Planungsaktualisierung durchgeführt, da sich aufgrund der COVID-19 Pandemie eine deutlich veränderte Grundlage für die weitere wirtschaftliche Entwicklung von STADA im Geschäftsjahr 2020 sowie in den Folgejahren ergeben hat. Die Annahmen dieser Aktualisierung beruhen im Wesentlichen auf der realen Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2020 und den reduzierten gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten, welche sich negativ auf die wirtschaftlichen Perspektiven von STADA im gesamten Planungszeitraum auswirken. Beispielhaft ist die geringere Nachfrage im Bereich der Selbstmedikationsprodukte aufgrund Kaufkraftverlusten des Endverbrauchers und ein verändertes Patientenverhalten mit einer verminderten Patientenfrequenz von Arztpraxen und Krankenhäusern anzuführen. Insgesamt rechnet STADA vor allem in Ländern mit einer hohen Selbstzahlerquote mit deutlichen Auswirkungen auf das Umsatzwachstum. Im Zuge der Planungsaktualisierung wurde von STADA weiterhin ein Update der Forward Rates vorgenommen, welches sich positiv auf die Umsatzerlöse und den EBITDA auswirkte.
457. Da STADA im regulären Planungsprozess keine Bilanzplanung erstellt, sondern lediglich wesentliche KPIs, wie z.B. Working Capital und CAPEX, im Rahmen des Gegenstromverfahrens von den Planungseinheiten abfragt, wurde für Bewertungszwecke eine Planbilanz auf Konzernebene in Euro unter Berücksichtigung der im Gegenstromverfahren abgefragten Informationen erstellt.
458. Die der Bewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung („Planungsrechnung“) bestehend aus einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Planbilanz für die Jahre 2020 bis 2022 wurde vom Vorstand der STADA Arzneimittel AG am 9. Juli 2020 verabschiedet und vom Aufsichtsrat am 13. Juli 2020 genehmigt.
459. Nach Verabschiedung der Planungsrechnung haben sich im Rahmen der Erstellung des Halbjahresberichts zwei Sachverhalte bezüglich Schadensersatzzahlungen und Patentstreitigkeiten ergeben, die in Übereinstimmung mit der Gesellschaft nachträglich als sonstiger betrieblicher Aufwand mit Rückwirkung im Planjahr 2020 als Anpassung der verabschiedeten Planungsrechnung erfasst wurden. Insofern beziehen sich die Ausführungen auf die Planungsrechnung im Folgenden auf die verabschiedete Planungsrechnung inklusive der in Abstimmung mit STADA vorgenommenen Anpassung.

4.3 Analyse der Planungstreue

460. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wurde 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 vier Geschäftsjahren betrachtet und die Einhaltung der im Lagebericht prognostizierten operativen Steuerungskennzahlen von STADA analysiert. STADA wird auf Basis der finanziellen Leistungsindikatoren „bereinigter Konzernumsatz“ und „bereinigtes EBITDA“ gesteuert.
461. Die nachfolgende Darstellung fasst die einjährige Planungstreue der Gesellschaft für die Geschäftsjahre von 2016 bis 2019 zusammen.

Prognosetreue des STADA Planungsprozesses

	2016		2017		2018		2019	
	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist
Bereinigter Konzernumsatz	↗	✓	↗	✘	↗	✓	↗	✓
Bereinigtes EBITDA	↗	✓	↗	✓	↗	✓	↗	✓

Legende:

leichtes Wachstum (↗), deutlicher Anstieg (↑), deutlicher Rückgang (↓), Prognose erfüllt (✓), Prognose übertroffen (✓✓), Prognose verfehlt (✘)

* Prognose gemäß Lagebericht des Vorjahres

462. Die Prognosen für das Geschäftsjahr 2016 konnten hinsichtlich der wesentlichen Steuerungskennzahlen beim bereinigten Konzernumsatz und dem bereinigten EBITDA leicht übertroffen werden.¹¹⁴ Die Ergebnisse für das Geschäftsjahr 2017 lagen in Bezug auf den bereinigten Konzernumsatz leicht unterhalb der prognostizierten Bandbreite, während die Prognose für das bereinigte EBITDA erfüllt wurde.¹¹⁵ Im Segment Generika ergaben sich im Geschäftsjahr 2017 auf Umsatzebene leichte Abweichungen gegenüber der Prognose. Zusammen mit den Abweichungen im Segment Markenprodukte führten diese insgesamt zu einer leichten Unterschreitung der Prognose. Im Segment der Markenprodukte wurden die Kennzahlen u.a. durch die Entwicklung bei Fultium-D3-Vitamintropfen beeinflusst, die das erwartete Umsatzpotential nicht ausschöpfen konnten. Für das Geschäftsjahr 2018 lagen die beiden betrachteten Kennzahlen im Rahmen der Prognose.¹¹⁶ Das Wachstum war im Wesentlichen auf Umsatzsteigerungen in Belgien, Italien und Deutschland im Generika-Segment sowie in Großbritannien und Deutschland im Markenprodukte-Segment zurückzuführen. Mit der Entwicklung des bereinigten Konzernumsatzes und des bereinigten EBITDA im Geschäftsjahr 2019 konnten die im Vorjahr getroffenen Prognosen erfüllt werden.¹¹⁷ Die erfolgreiche Entwicklung und Einführung des Markenprodukts Bortezomib im zweiten Quartal im Jahr 2019 trug positiv zur Entwicklung von Umsatz und EBITDA bei. Im Segment Markenprodukte war es das umsatzstärkste Produkt. Des Weiteren wirkte sich neben einer guten operativen Entwicklung des bestehenden Geschäfts

¹¹⁴ Vgl. STADA Geschäftsbericht 2016, S. 34.

¹¹⁵ Vgl. STADA Geschäftsbericht 2017, S. 35.

¹¹⁶ Vgl. STADA Geschäftsbericht 2018, S. 22.

¹¹⁷ Vgl. STADA Geschäftsbericht 2019, S. 17.

der Erwerb eines Produktportfolios positiv aus, so dass in Summe eine leichte Zielübererfüllung erreicht wurde.

463. Die Analyse der Planungstreue zeigt, dass STADA in der Vergangenheit die Prognosen im Wesentlichen erfüllt hat. Auf Basis unserer Analyse sind keine Anzeichen erkennbar, dass die vorliegende, verabschiedete Planungsrechnung, die auf dem etablierten Standardplanungsprozess basiert, keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung bildet.

4.4 Analyse der Planungsrechnung

464. Die Planungsrechnung von STADA wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunkt- und zeitraumbezogenen Kennzahlenanalysen sowie Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können.

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung			CAGR '19-'22
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,8	6,3%
Wachstum in %	-	8,2%	0,7%	11,9%	13,8%	2,7%	2,7%	
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8	-1.410,2	-1.413,7	-1.420,8	5,3%
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7	1.557,8	1.633,0	1.709,1	7,1%
in % der Umsatzerlöse	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%	52,5%	53,6%	54,6%	
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4	-934,0	-969,7	-1.001,6	7,9%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-85,5	-92,3	-96,7	9,9%
Sonstige Erträge	11,8	29,6	44,0	34,1	8,6	6,9	6,9	-41,3%
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6	-99,9	-35,0	-32,2	-21,9%
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0	447,0	542,9	585,5	6,2%
in % der Umsatzerlöse	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%	15,1%	17,8%	18,7%	
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	102,9	109,2	107,0	136,4	208,0	214,1	217,2	16,8%
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6	8,7%
in % der Umsatzerlöse	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%	
Finanzergebnis	-50,9	-46,9	-38,9	-45,1	-77,2	-82,1	-71,6	16,7%
Ergebnis vor Ertragsteuern	244,2	277,8	357,6	444,0	369,7	460,7	513,9	5,0%
in % der Umsatzerlöse	11,4%	12,0%	15,3%	17,0%	12,5%	15,1%	16,4%	
Ertragsteuern	-58,4	-73,5	-68,7	-31,8	-77,0	-97,7	-107,4	50,1%
Effektive Steuerrate (in %)	23,9%	26,5%	19,2%	7,2%	20,8%	21,2%	20,9%	
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	185,8	204,3	288,8	412,2	292,8	363,0	406,5	-0,5%
in % der Umsatzerlöse	8,7%	8,8%	12,4%	15,8%	9,9%	11,9%	13,0%	

4.4.1 Umsatzerlöse

465. Die von STADA geplanten Umsatzerlöse basieren auf einem detaillierten Preis-Mengen-Gerüst der einzelnen Gesellschaften. Sie setzen sich zum überwiegenden Teil aus dem Verkauf der Produkte zusammen, enthalten jedoch auch zu einem geringfügigen Anteil Lizenzgebühren. Zusätzlich berücksichtigt STADA bei der Planung der Umsatzerlöse Erlösminderungen, die sich u.a.

aufgrund von Rabattvereinbarungen, Gutschriften und Preisnachlässen ergeben. Die ausgewiesenen Umsatzerlöse entsprechen daher den Netto-Umsatzerlösen.¹¹⁸

466. Die Umsatzerlöse von STADA steigen im Planungszeitraum von EUR 2.608,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 3.129,8 Mio. im Geschäftsjahr 2022, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,3% entspricht. Dabei wird insbesondere im Geschäftsjahr 2020 ein überdurchschnittliches Wachstum von 13,8% erwartet. Dieses ist insbesondere auf die Ende 2019 und Anfang 2020 getätigten Akquisitionen zurückzuführen ist. Diese sind für ca. 75% des Wachstums im Geschäftsjahr 2020 verantwortlich und führen vor allem in Russland und Osteuropa zu positiven Umsatzeffekten. Die größte Akquisition stellt dabei die Übernahme von ca. 20 rezeptfreien OTC-Produkten und verschreibungspflichtigen Arzneimitteln von der Takeda Pharmaceuticals dar. Bei den Produkten, welche in Russland und Osteuropa vertrieben werden, handelt es sich um OTC-Vitaminprodukte und Nahrungsergänzungsmittel sowie Produkte aus den Bereichen Herz-Kreislauf, Diabetes, Allgemeinmedizin und Atemwegserkrankungen. Des Weiteren hat STADA Walmark a.s., einen Hersteller von Consumer-Health-Produkten in Osteuropa, mit einem Portfolio bekannter Consumer-Health-Markenprodukte in verschiedenen wachstumsstarken Produktbereichen akquiriert. Dazu zählen Vitamine und Mineralien, Produkte für Kinder-, Frauen- und Männergesundheit, Gelenksbeschwerden, Verdauung und Darm sowie Husten und Erkältung.
467. Ohne Berücksichtigung der Akquisitionen wird trotz Währungseffekten und der negativen Auswirkungen der COVID-19 Pandemie ein positives organisches Wachstum von ca. 3,5% für das Jahr 2020 geplant.
468. Einen wesentlicher Treiber des organischen Wachstums stellen die Umsatzsteigerungen in Russland dar, die auf eine Reduktion der Vorratsbestände bei Großhändlern zurückzuführen sind. Im Geschäftsjahr 2019 wurde der Vorratsbestand bei Großhändlern auf ein marktübliches Niveau zurückgeführt, wodurch im Geschäftsjahr 2019 zunächst negative Effekte auf die Umsatzerlöse entstanden. Nachdem der Vorratsbestand bei Großhändlern nun auf einem marktüblichen Niveau liegt, stellt sich dadurch im Geschäftsjahr 2020 ein positives Wachstum aufgrund der im Vorjahr reduzierten Umsatzerlöse ein.
469. In Großbritannien profitiert STADA durch einige sehr erfolgreiche Markenprodukte in attraktiven Nischenmärkten, z.B. bei Haushaltsdesinfektionsmitteln und Hautpflegeprodukten. Diese Produkte werden mit einer deutlichen Erhöhung der Marketingausgaben weiter gestärkt. Weiterhin sind die im Geschäftsjahr 2019 von GlaxoSmithKline übernommenen Produkte im Geschäftsjahr 2020 erstmals ganzjährig in den Umsatzerlösen enthalten. Ein weiterer Umsatztreiber ist das Generika-Geschäft in Italien. Hier rechnet STADA aufgrund der vergleichsweise geringen Generika-Marktpenetration mit einem im Generikasegment vergleichsweise hohen Umsatzwachstum. Zusätzlich tragen Preis- und Mengeneffekte in Deutschland und Rabattreduktion in einzelnen Kernländern zu einer positiven Umsatzentwicklung bei.

¹¹⁸ Wie bereits in Kapitel 2.3.4 erwähnt wurde, ist bei der Analyse von STADAs zukünftiger Umsatzerlösentwicklung zu beachten, dass die zu Referenzzwecken herangezogenen Marktwachstumserwartungen auf Brutto-Umsatzerlösen basieren und ein eindeutiger Vergleich zwischen STADAs prognostiziertem Umsatzerlöswachstum und dem erwarteten Marktwachstum eingeschränkt ist.

470. Negativ wirken sich vor allem die Markteinflüsse durch die COVID-19 Pandemie auf das Umsatzwachstum aus. Dabei kam es zunächst zu Beginn der COVID-19 Pandemie zu kurzfristigen positiven Umsatzeffekten aufgrund von Vorratsbildungen durch die Konsumenten. Im weiteren Verlauf der COVID-19 Pandemie wirken jedoch mehrheitlich negative Effekte auf die Geschäftsentwicklung. Insbesondere der wirtschaftliche Abschwung und der damit einhergehende Rückgang der verfügbaren Einkommen führt zu einem Rückgang der Umsatzerlöse. Weiterhin belastet der Rückgang der Anzahl der Arzt- und Apothekenbesuchen das Umsatzwachstum. Die geringere Anzahl an Arztbesuchen wirkt sich dabei auch negativ auf das Generika-Segment aus, da weniger Rezepte für verschreibungspflichtige Medikamente ausgestellt werden. Das Markenprodukte-Segment leidet zusätzlich unter der geringeren Anzahl an Apothekenbesuchen. Darüber hinaus führt der Rückgang an leichten Infektionskrankheiten im Zuge des geringeren Ansteckungsrisikos aufgrund der COVID-19 Maßnahmen (z.B. Social Distancing und Maskenpflicht) zu negativen Auswirkungen auf den Umsatz mit Erkältungsprodukten.
471. In den Geschäftsjahren 2021 und 2022 ist das Umsatzwachstum nicht mehr so hoch wie im Geschäftsjahr 2020. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Planungsrechnung in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 keine Akquisitionen beinhaltet. Weiterhin führen zurückgehende Umsätze bei einzelnen Top-Produkten aufgrund von Wettbewerbseffekten zu einem Rückgang des organischen Wachstums von 3,5% im Geschäftsjahr 2020 auf 2,7% im Geschäftsjahr 2021 und 2022. Zusätzlich wirken sich Währungseffekte des Rubel negativ auf das Umsatzwachstum aus. Darüber hinaus beeinträchtigen auch in den Jahren 2021 und 2022 die Auswirkungen der COVID-19 Pandemie die Wachstumsraten. In diesem Zusammenhang sind insbesondere der Rückgang der verfügbaren Einkommen durch den wirtschaftlichen Abschwung zu nennen.
472. Bei Betrachtung der gesamten Planperiode liegt das jährliche Umsatzwachstum, trotz der COVID-19-Effekte und der Währungseffekte, mit durchschnittlich 6,3% im Zeitraum 2019 bis 2022 deutlich über dem Wachstum des globalen Pharmamarkts, von ca. 4,5% p.a. im Zeitraum 2019 bis 2024.¹¹⁹ Dabei muss jedoch berücksichtigt werden, dass aufgrund der Unterscheidung zwischen Brutto- und Netto-Umsatzerlösen ein tatsächlicher Vergleich der Wachstumsraten eingeschränkt ist.

Umsatzerlösverteilung in EUR Mio.	Unbereinigte Historie				Planung			CAGR '19-'22
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Generika	1.280,7	1.361,7	1.382,8	1.534,7	1.584,6	1.640,0	1.707,2	3,6%
Markenprodukte	858,5	952,2	948,0	1.073,9	1.383,4	1.406,7	1.422,6	9,8%
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,9	6,3%
Wachstum in %	-	8,2%	0,7%	11,9%	13,8%	2,7%	2,7%	
Anteil Generika in %	59,9%	58,8%	59,3%	58,8%	53,4%	53,8%	54,5%	
Anteil Markenprodukte in %	40,1%	41,2%	40,7%	41,2%	46,6%	46,2%	45,5%	

¹¹⁹ Vgl. Rz. 145.

473. Im Generika-Segment plant STADA einen Umsatzanstieg von EUR 1.534,7 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.707,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dies entspricht einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum von 3,6%. Damit befindet sich das Wachstum im Generika-Segment unter dem Niveau des erwarteten globalen Generika-Marktwachstums von 5,6% p.a. im Zeitraum 2019 bis 2022.¹²⁰ Neben der Unterscheidung von Brutto- und Netto-Umsatzerlösen enthält das von IQVIA erwartete Marktwachstum im Generika-Segment noch keine Effekte aus der COVID-19 Pandemie, so dass die Vergleichbarkeit der Marktwachstumsraten mit der Planung STADAs stark eingeschränkt ist.
474. Das Wachstum im Generika-Segment wird insbesondere von Umsatzsteigerungen in Italien getrieben. Dabei profitiert STADA von einer vergleichsweise geringen Generika-Penetration, so dass hier weiterhin ein hohes Marktwachstum erwartet wird. Weiterhin tragen Produktneueinführungen von Biosimilars in sämtlichen Märkten zum Umsatzwachstum im Generika-Segment bei. Auch in Schwellenländern wird weiteres Umsatzpotential realisiert. Dabei liegt der Fokus insbesondere auf einer Ausweitung des Produktportfolios.
475. Zudem sind wesentliche Faktoren der Umsatzerlösentwicklung im Generika-Segment die fortlaufende Preiserosion, welche sich in einzelnen Kernmärkten auf bis zu -4,0% p.a. beläuft, sowie der wirtschaftliche Abschwung im Zuge der COVID-19 Pandemie. Insbesondere ist davon auszugehen, dass sich der Preisdruck durch geringere Budgets im Gesundheitswesen aufgrund der COVID-19 Pandemie weiter verschärfen wird. Dies betrifft auch die Selbstzahlermärkte, wie z.B. Russland, die von knapperen verfügbaren Haushaltseinkommen betroffen sind.
476. Die Umsätze im Markenprodukte-Segment steigen im Planungszeitraum von EUR 1.073,9 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.422,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Das starke Wachstum i.H.v. 9,8% p.a. ist einerseits durch die getätigten Investitionen in Walmark a.s und die 20 Produkte der Takeda Pharmaceutical Company Limited begründet. Weiterhin wirkt sich der bereits beschriebene Effekt aus der verkürzten Vorrathaltung bei russischen Großhändlern positiv auf die Umsatzentwicklung aus. Darüber hinaus wird im Zuge der Strategie der Fokussierung auf die Kernmärkte und der damit einhergehenden Erhöhung des Marketingbudgets ein hohes organisches Wachstum der entsprechenden Markenprodukte geplant. In diesem Zusammenhang können insbesondere die geplanten zweistelligen Wachstumsraten im Planungszeitraum in Großbritannien genannt werden.
477. Negativ werden die Umsatzerlöse im Markenprodukte-Segment durch Rückgänge bei einzelnen Top-Produkten der Jahre 2019 und 2020 beeinflusst. Weiterhin beeinflussen die negativen Auswirkungen der COVID-19 Pandemie das Markenprodukte-Segment stärker, da diese Produkte überwiegend von den Konsumenten selbst bezahlt werden. Auch vereinzelt positive Effekte wie z.B. bei Desinfektionsmittel und Vitaminpräparaten können die negative Effekte über das gesamte Portfolio nicht ausgleichen. Zudem besteht ein Risiko bezüglich der Entwicklung der Erkältungsprodukte aufgrund der höheren Hygienestandards im Rahmen der COVID-19 Pandemie.

¹²⁰ Vgl. Kapitel 2.3.4.2

478. Dennoch wird im Ergebnis das Marktwachstum im globalen Markenprodukte-Markt von 3,6% p.a. im Zeitraum 2019 bis 2022 deutlich übertroffen.¹²¹ Durch das hohe Wachstum im Markenprodukte-Segment nimmt die Bedeutung des Segments innerhalb von STADA weiter zu. So steigt der Anteil des Markenprodukte-Segments an den Gesamterlösen von 41,2% im Geschäftsjahr 2019 auf 45,5% im Geschäftsjahr 2022 an.

Entwicklung der Umsatzerlöse Top 5 Länder

479. Neben der Analyse des Umsatzerlöswachstums der beiden Segmente Generika und Markenprodukte ist aufgrund des länderspezifischen Marktumfelds und der regulatorischen Rahmenbedingungen eine Analyse der geplanten Umsatzerlöse in den fünf wichtigsten Absatzländern (Kernabsatzmärkte) von STADA vorzunehmen.¹²²

Entwicklung der Umsatzerlöse in EUR Mio.	Historie	Planung		CAGR '19-'22	
	2019	2020	2021	2022	
Deutschland	599,3	609,1	624,1	668,9	3,7%
Wachstum in %	23,3%	1,6%	2,5%	7,2%	
Russland	263,9	399,0	395,3	368,7	11,8%
Wachstum in %	-15,4%	51,2%	-0,9%	-6,7%	
Italien	250,6	277,6	288,2	297,7	5,9%
Wachstum in %	12,4%	10,8%	3,8%	3,3%	
Großbritannien	250,0	288,8	310,7	328,2	9,5%
Wachstum in %	25,9%	15,5%	7,6%	5,6%	
Belgien	180,1	186,8	185,3	186,7	1,2%
Wachstum in %	1,1%	3,8%	-0,8%	0,8%	
Top 5	1.543,8	1.761,4	1.803,6	1.850,2	6,2%
Wachstum in %	10,5%	14,1%	2,4%	2,6%	

480. In den Kernabsatzmärkten von STADA ist das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum in den Jahren 2019 bis 2022 mit 6,2% auf dem gleichen Niveau wie das Umsatzwachstum aus Konzernsicht i.H.v. 6,3% im gleichen Zeitraum. Dies steht somit im Einklang mit der strategischen Vorgabe der Fokussierung auf die Kernabsatzmärkte. Deutschland ist im Planungszeitraum weiterhin der wichtigste Absatzmarkt von STADA, gefolgt von Russland. Aufgrund der getätigten Akquisitionen erhöht sich der Umsatzanteil Russlands im Planungszeitraum zunächst deutlich, wobei sich aufgrund von Währungseffekten in den Jahren 2021 und 2022 ein negatives Wachstum einstellt. Großbritannien verzeichnet im Planungszeitraum ein überdurchschnittliches Wachstum von 9,5% p.a., so dass der Umsatzanteil Großbritanniens im Planungszeitraum den Umsatzerlösanteil von Italien ab 2020 übertrifft. Im Vergleich zu den bereits genannten Kernabsatzmärkten verzeichnet Belgien aufgrund der hohen Preiserosion im Planungszeitraum lediglich ein unterdurchschnittliches Wachstum von 1,2% p.a.

¹²¹ Vgl. Rz. 148.

¹²² Die Darstellung der Umsatzerlöse nach Top-Ländern im Geschäftsjahr 2019 basiert auf einer internen Auswertung von STADA und weicht von den Darstellungen im Geschäftsbericht 2019 ab.

Deutschland

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie	Planung		CAGR '19-'22	IQVIA CAGR '19-'22	
	2019	2020	2021			2022
Generika	376,7	382,6	397,2	435,1	4,9%	4,3%
Markenprodukte	222,7	226,6	226,9	233,9	1,7%	1,5%
Umsatzerlöse	599,3	609,1	624,1	668,9	3,7%	3,3%
Wachstum in %		1,6%	2,5%	7,2%		

481. Für den deutschen Markt erwartet STADA eine Umsatzentwicklung von EUR 599,3 Mio.¹²³ im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 668,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 3,7%. STADAs geplante Netto-Umsatzerlösentwicklung in Deutschland liegt damit oberhalb des gewichteten erwarteten IQVIA-Marktwachstum im Generika- und Markenprodukte-Segment von 3,3% p.a. Die Vergleichbarkeit mit der IQVIA Marktprognose ist allerdings durch die fehlende Berücksichtigung von Rabatten und Gutschriften, welche STADA im erwarteten Umsatzerlöswachstum bereits berücksichtigt, nur eingeschränkt vergleichbar. Aufgrund der Ausschreibungsverfahren mit den Krankenkassen und den hieraus resultierenden Rabattvereinbarungen in Deutschland ist dieser Effekt insbesondere im Generika-Segment relevant. Weiterhin wurde die IQVIA Marktstudie vor Ausbruch der COVID-19 Pandemie erstellt.
482. Im Generika-Segment wird ein jährliches Wachstum von 4,9% geplant, welches das erwartete Generika-Marktwachstum von 4,3% trotz der beschriebenen Einschränkungen übersteigt. Der Vertrieb von Generika in Deutschland ist größtenteils über Ausschreibungsverträge gegenüber den Krankenkassen getrieben. Hierbei sieht sich STADA insbesondere durch indische Konkurrenten einem hohen Preisdruck ausgesetzt. Daher wird erwartet, dass sich dieser Preisdruck trotz steigender Absatzvolumina negativ auf die erwartete Umsatzerlösentwicklung auswirken wird. Positive Wachstumsaussichten werden insbesondere im nicht über Ausschreibungsverträge geregelten Markt für Generika gesehen. Weiterhin führt das Wachstum im Bereich Biocentrals und mehrere Produktneueinführungen im Geschäftsjahr 2022 zu einer insgesamt deutlich positiven Umsatzentwicklung im Generika-Segment.
483. Das Markenprodukte-Segment verzeichnet hingegen mit 1,7% p.a. im Zeitraum 2019 bis 2022 ein schwächeres jährliches Wachstum als das Generika-Segment. Dies ist insbesondere durch den erwarteten Rückgang der Umsätze von Top-Produkten zu begründen, welche im Geschäftsjahr 2019 noch einen hohen Umsatzbeitrag geleistet haben. Bei diesen Top-Produkten kommt es aufgrund von Wettbewerbseffekten zu Umsatzrückgängen. Zudem wird bei den Erkältungsmedikamenten ein Rückgang erwartet, da die eingeführten Maßnahmen zur Eindämmung der Ausbreitung von COVID-19 wie z.B. die Hygiene-, Abstands- und Maskenregelungen bleibende Effekte haben und somit auch zukünftig zu einer geringeren Ausbreitung von Erkältungen beitragen können. Weiterhin wirkt sich die COVID-19 Pandemie negativ auf die Nachfrage von Markenprodukten aus. Positive Wachstumsbeiträge sind auf Produktneueinführungen und geplante Preissteigerungen zurückzuführen. Dazu soll vor allem die Stärkung der

¹²³ Die Darstellung der Umsatzerlöse in Deutschland im Geschäftsjahr 2019 basiert auf einer internen Auswertung von STADA und weicht von den Darstellungen im Geschäftsbericht 2019 ab.

Marke Aliud Pharma beitragen. Insgesamt liegt das erwartete Wachstum von 1,7% p.a. auch im Markenprodukte-Segment oberhalb des Marktwachstums von 1,5% p.a.

Russland

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie	Planung		CAGR '19-'22	IQVIA CAGR '19-'22	
	2019	2020	2021			2022
Generika	76,6	72,5	67,9	65,0	-5,3%	9,5%
Markenprodukte	187,4	326,6	327,4	303,7	17,5%	9,1%
Umsatzerlöse	263,9	399,0	395,3	368,7	11,8%	9,1%
<i>Wachstum in %</i>		51,2%	-0,9%	-6,7%		

484. In Russland stellt sich insbesondere im ersten Planjahr ein deutlicher Umsatzanstieg ein. Dies ist insbesondere durch die Takeda-Transaktion zu begründen. Insgesamt steigen die Umsatzerlöse in Russland von EUR 263,9 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 368,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Die COVID-19 Pandemie hat auf Russland als Selbstzahlermarkt besonders starke Auswirkungen. Daher wirkt sich der wirtschaftliche Abschwung und der damit einhergehende Rückgang im verfügbaren Einkommen der Konsumenten unmittelbar auf die Produktabsätze aus.
485. Die Umsatzentwicklung im Segment Generika ist durch Fremdwährungseffekte begründet. Das Umsatzwachstum (in lokaler Währung) ist dabei zunächst auf positive Effekte in einzelnen Produktgruppen, welche von erhöhten Erstattungsbudgets und staatlichen Programmen zur Verbesserung der Gesundheitsversicherung profitieren, zurückzuführen. Das positive Umsatzwachstum in lokaler Währung invertiert jedoch durch den Verfall des Rubels bei der Konversion der Planung in Euro.
486. Dem Markenprodukte-Segment fällt in Russland ein im Vergleich zum Generika-Segment deutlich stärkeres Gewicht zu. So werden im Planungszeitraum über 80% der Gesamtumsatzerlöse in Russland im Markenprodukte-Segment erzielt. Insbesondere durch die Takeda-Akquisition steigen die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2020 um 51,2%. Neben der Takeda-Akquisition ist die bereits beschriebene Verkürzung der Vorratsdauern bei Großhändlern im Geschäftsjahr 2020 ein weiterer Wachstumstreiber im Geschäftsjahr 2020. Weiterhin tragen Preiserhöhungen zu einem positiven Wachstum (in lokaler Währung) bei. Bei ca. 30% der Umsatzerlöse im Markenprodukte-Segment ist das Potential für Preiserhöhungen jedoch aufgrund von preisregulierten Erstattungslisten begrenzt. Die bereits beschriebenen Währungseffekte aufgrund der Abwertung führt auch im Markenprodukte-Segment zu einer negativen Wachstumsrate bei Umrechnung der Umsatzerlöse in Euro. Negativ wirkt sich zudem der Rückgang von verfügbarem Einkommen in der russischen Gesellschaft aus, welcher durch die COVID-19 Pandemie nochmals verstärkt wird. Weiterhin ist im russischen Markt eine zunehmende Abnehmermacht der Apothekenketten und Großhändler zu verzeichnen.

Italien

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '19-'22	IQVIA CAGR '19'-'22
	2019	2020	2021	2022		
Generika	211,0	233,6	242,2	250,8	5,9%	4,9%
Markenprodukte	39,6	44,1	46,0	46,9	5,8%	1,6%
Umsatzerlöse	250,6	277,6	288,2	297,7	5,9%	4,4%
<i>Wachstum in %</i>		10,8%	3,8%	3,3%		

487. Die Umsatzerlöse in Italien steigen im Planungszeitraum von EUR 250,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 297,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022 und verzeichnen damit ein jährliches Umsatzwachstum von 5,9%.

488. Im italienischen Markt hat das Generika-Segment für STADA eine deutlich höhere Bedeutung als das Markenprodukte-Segment. Italien verfügt über eine vergleichsweise niedrige Generika-Penetration von 17,3%, so dass hier im Vergleich zu den übrigen Kernländern ein überdurchschnittliches Marktwachstum im Generika-Bereich von 4,9% erwartet wird. Mit einem geplanten jährlichen Umsatzwachstum im Generika-Segment von 5,9% liegt STADAs Planung oberhalb des Marktwachstums. Vor allem im Geschäftsjahr 2020 steigen die geplanten Umsatzerlöse deutlich auf EUR 233,6 Mio. (Geschäftsjahr 2019: EUR 211,0 Mio.). Dies ist unter anderem auf Produktneueinführungen von Spezialpharmazeutika, Rabattsenkungen und einer Ausweitung der Vertriebsplattform zurückzuführen. Weiterhin soll die Stärkung der Marke Eurogenerici zum Umsatzwachstum im Planungszeitraum beitragen.

489. Das Markenprodukte-Segment verzeichnet ebenfalls einen deutlichen Umsatzzanstieg von EUR 39,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 46,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Das jährliche Umsatzwachstum liegt mit 5,8% deutlich über dem Marktwachstum von 1,6%. Positiv wirken sich hierbei insbesondere Produktneueinführungen im Geschäftsjahr 2019 aus, welche im Planungszeitraum erstmals ganzjährig in den Umsatzerlösen enthalten sind.

Großbritannien

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '19-'22	IQVIA CAGR '19'-'22
	2019	2020	2021	2022		
Generika	30,4	25,0	29,7	31,3	1,0%	2,9%
Markenprodukte	219,6	263,8	281,0	296,9	10,6%	0,1%
Umsatzerlöse	250,0	288,8	310,7	328,2	9,5%	0,4%
<i>Wachstum in %</i>		15,5%	7,6%	5,6%		

490. In Großbritannien steigen die Umsatzerlöse im Planungszeitraum von EUR 250,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 328,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022 deutlich an. Das Wachstum wird dabei fast ausschließlich im Markenprodukte-Segment erzielt.

491. Im Generika-Segment werden in Großbritannien mit EUR 25,0 Mio. bis EUR 31,3 Mio. im Planungszeitraum nur vergleichsweise geringe Umsatzerlöse erzielt. Im ersten Planjahr stellt sich

dabei ein negatives Umsatzwachstum ein, welches insbesondere durch Preissenkungen in mehreren Kernmedikationsgebieten bedingt ist. Dieser Umsatzrückgang in 2020 führt dazu, dass das jährliche Umsatzwachstum im Planungszeitraum mit 1,0% unterhalb den von IQVIA erwarteten Generika-Marktwachstum von 2,9% in Großbritannien liegt.

492. Im Markenprodukte-Segment wird hingegen mit einem deutlichen Umsatzwachstum von EUR 219,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 296,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022 gerechnet. Dies entspricht einem jährlichen Umsatzwachstum von 10,6% und liegt damit deutlich über dem nahezu stagnierend erwarteten Marktwachstum. Die positive Entwicklung STADAs ist in erster Linie damit zu begründen, dass STADA in mehreren attraktiven Nischenmärkten aktiv ist, wie z.B. Haushaltsdesinfektionsmittel und Hautpflege. Diese Produkte werden mit einer deutlichen Erhöhung der Marketingausgaben weiter gestärkt und profitieren zum Teil von der COVID-19 Pandemie. Ein weiterer signifikanter Umsatzbeitrag resultiert aus dem Zukauf von fünf Hautpflegemarken und einem Hustenmittel von GlaxoSmithKline im Geschäftsjahr 2019, welche im Geschäftsjahr 2020 erstmals vollständig in den Umsatzerlösen enthalten sind.

Belgien

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '19-'22	IQVIA CAGR '19-'22
	2019	2020	2021	2022		
Generika	160,2	164,2	161,1	160,6	0,1%	2,1%
Markenprodukte	19,9	22,6	24,1	26,0	9,4%	-1,5%
Umsatzerlöse	180,1	186,8	185,3	186,7	1,2%	1,6%
Wachstum in %		3,8%	-0,8%	0,8%		

493. In Belgien steigen die Umsatzerlöse von EUR 180,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 186,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022 an. Im Vergleich zu den anderen Kernmärkten ist das durchschnittliche jährliche Umsatzwachstum von 1,2% eher gering. In einer Gesamtbetrachtung beider Segmente liegt das geplante jährliche Wachstum leicht unterhalb des erwarteten Marktwachstums von 1,6%.

494. Vor allem im Generika-Markt sind die Wachstumschancen aufgrund von deutlichen Preisrückgängen gering. Im Durchschnitt ist im belgischen Markt mit einer Preiserosion von -4,0% p.a. zu rechnen.¹²⁴ Dies spiegelt sich auch in der Planung von STADA wieder, welche von nahezu konstanten Umsatzerlösen ausgeht. STADA ist als Marktführer im belgischen Markt einem hohen Konkurrenzdruck ausgesetzt und kann sich so der allgemeinen Marktentwicklung nicht entziehen. Durch Produktneueinführungen, Rabattsenkungen und erhöhte Volumina kann der Preisdruck jedoch zumindest ausgeglichen werden.

495. Das Markenprodukte-Segment ist in Belgien von geringerer Bedeutung. Im Planungszeitraum werden durch Produktneueinführungen von bereits in anderen Märkten erfolgreich platzierten Produkten deutlich positive Wachstumseffekte erwartet. Zusätzlich führen Preiserhöhungen

¹²⁴ Interne Unternehmensinformation von STADA.

dazu, dass das jährliche Umsatzwachstum im Markenprodukte-Segment mit 9,4% p.a. deutlich über dem negativen Marktwachstum liegt.

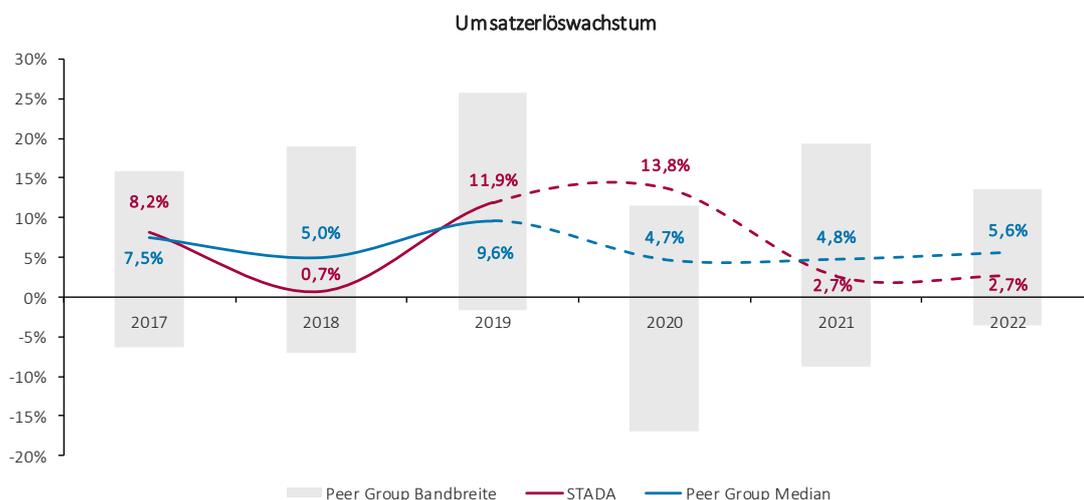
Entwicklung Top 5 Produkte

496. Neben der Umsatzentwicklung in STADAs Kernabsatzmärkten wird auch die Entwicklung des Produktportfolios näher betrachtet.¹²⁵ Vor dem Hintergrund, dass STADA grundsätzlich über ein sehr breites Produktportfolio verfügt, existieren keine einzelnen Arzneimittel, von denen STADAs zukünftige Umsatzentwicklung maßgeblich abhängt. So tragen im Geschäftsjahr 2019 die Top 5 Produkte im Generika-Segment lediglich 7,2% und im Markenprodukte-Segment 10,3% zu den gesamten Umsatzerlösen bei. Um dennoch einen Überblick zu geben, werden nachfolgend für das Generika- und das Markenprodukte-Segment jeweils die fünf wichtigsten Medikamente im Zeitverlauf aufgezeigt.
497. Die Top-Produkte sind im Planungszeitraum nahezu identisch zum Geschäftsjahr 2019. Lediglich Diclofenac (Schmerz/Entzündung) verzeichnet im Planungszeitraum höhere Umsatzerlöse als Omeprazol (Protonenpumpenhemmer). Die mit Abstand höchsten Umsatzerlöse werden auch im Planungszeitraum mit dem Biosimilar-Produkt Epoetin Zeta (Anämie) erzielt. Für dieses Produkt wird im Planungszeitraum mit einer Wachstumsrate von 3,4% p.a. zudem ein positives Wachstum erwartet. Das höchste Umsatzwachstum der Top-Produkte mit 5,5% p.a. entfällt im Planungszeitraum auf Pantoprazole (Protonenpumpenhemmer).
498. Mit rund 20% der Gesamtumsatzerlöse im Markenprodukte-Segment liegt der Anteil der Top-Produkte im Markenprodukte-Segment deutlich höher als im Generika-Segment. Auffällig ist vor allem die Entwicklung des Top-Produkts des Jahres 2019 Bortezomib (Krebs). Die Produkteinführung 2019 war dabei durch enthaltene Zusatznutzen im Vergleich zum Originalpräparat außerordentlich erfolgreich. Durch die Zusatznutzen als „Ready to use“-Darreichungsform konnte das Produkt zudem vor Patentauslauf vertrieben werden. Für den Planungszeitraum wird aufgrund der mittlerweile verstärkten Wettbewerbssituation mit einem Umsatzrückgang gerechnet. Weiterhin hohe Wachstumsraten werden hingegen von dem Produkt Zoflora (Desinfektion) erwartet. Im Zuge einer erhöhten Nachfrage wurden die entsprechenden Produktionskapazitäten vergrößert und die Marketingaktivitäten ausgeweitet. Das Produkt Magnyl (Schmerzen) wurde im Rahmen der Takeda-Akquisition erworben und zählt daher im Planungszeitraum erstmals zu den Top-5-Markenprodukten.

¹²⁵ Die Entwicklung der Top 5 Produkte beinhaltet keine COVID-19 Effekte.

Benchmarking Umsatzwachstum

499. Neben der Analyse der geplanten Umsatzerlöse auf Basis der Segmente, der Absatzländer und den wichtigsten Produkten, wird zusätzlich das geplante Wachstum der Umsatzerlöse von STADA mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen.



500. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in der Vergangenheit in den Geschäftsjahren 2017 bis 2019 im Median zwischen 5,0% und 9,6%. Im gleichen Zeitraum betrug das Umsatzerlöswachstum von STADA zwischen 0,7% und 11,9%. Dabei lag das Wachstum STADAs im Geschäftsjahr 2017 auf dem Niveau des Peer Group-Medians und im Geschäftsjahr 2018 unterhalb des Peer Group-Medians. Im Geschäftsjahr 2019 überstieg das Umsatzwachstum STADAs mit 11,9% den Peer Group-Median von 9,6%.
501. Im Geschäftsjahr 2020 liegt das erwartete Wachstum von STADA mit 13,8% aufgrund der getätigten Akquisitionen und dem erwarteten organischen Wachstum deutlich über dem erwarteten Wachstum des Peer Group-Medians von 4,7%. In den Geschäftsjahren 2021 bis 2022 erwartet STADA in Bezug auf die Umsatzerlöse Wachstumsraten von je 2,7%. Dagegen betragen im gleichen Zeitraum die von den Analysten für die Peer Group-Unternehmen geschätzten Wachstumsraten im Median zwischen 4,8% und 5,6%. Insgesamt liegt die Wachstumsrate über den Planungszeitraum i.H.v. 6,3% oberhalb der erwarteten Wachstumsrate des Peer Group-Medians von 5,0% im gleichen Zeitraum. Im Durchschnitt über die Historie und Planperiode liegt das durchschnittliche Wachstum von STADA bei 6,7% und das der Peer Group bei 6,2%, wo bei das Wachstum von STADA zyklischer verläuft.

Zwischenfazit zur Planung der Umsatzerlöse

502. Zusammenfassend erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im Planungszeitraum durchschnittlich jährlich um ca. 6,3% ansteigen und sich im Geschäftsjahr 2022 auf EUR 3.129,9 Mio. belaufen. Dabei ist das Wachstum zum einen auf die getätigten Akquisitionen zurückzuführen und zum anderen auf organisches Wachstum, welches trotz der negativen Auswirkungen der COVID-19 Pandemie über den gesamten Planungszeitraum positiv ausfällt.

503. Das organische Wachstum wird dabei vor allem durch die Verstärkung der Vertriebsaktivitäten im Markenprodukte-Segment und Produktneueinführungen von Biosimilars im Generika-Segment getrieben, so dass die Umsatzrückgänge aufgrund von Wettbewerbseffekten bei einzelnen Top-Produkten wie z.B. Bortezomib im Planungszeitraum mehr als kompensiert werden können.
504. Insgesamt liegt das geplante Wachstum der Umsatzerlöse über dem Niveau des von Analysten prognostizierten Umsatzwachstums der Peer Group-Unternehmen und, trotz der Berücksichtigung von Erlösschmälerungen und COVID-19 Effekten, in den meisten Märkten oberhalb der IQVIA Marktprognosen.

4.4.2 Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

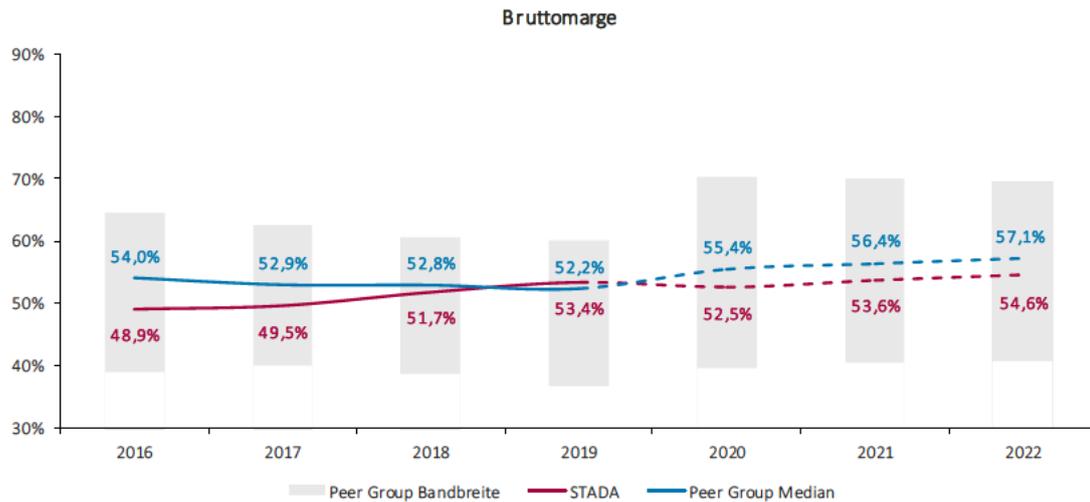
in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,8
<i>Wachstum in %</i>	-	8,2%	0,7%	11,9%	13,8%	2,7%	2,7%
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8	-1.410,2	-1.413,7	-1.420,8
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7	1.557,8	1.633,0	1.709,1
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%	52,5%	53,6%	54,6%
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4	-934,0	-969,7	-1.001,6
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-31,3%	-30,7%	-31,0%	-30,5%	-31,5%	-31,8%	-32,0%
davon Vertriebskosten	-488,3	-514,5	-538,6	-581,6	-706,7	-742,4	-770,7
davon allg. Verwaltungskosten	-182,0	-196,2	-183,7	-214,8	-227,3	-227,3	-230,9
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-85,5	-92,3	-96,7
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-3,0%	-2,9%	-3,1%	-2,8%	-2,9%	-3,0%	-3,1%
Sonstige Erträge	11,8	29,6	44,0	34,1	8,6	6,9	6,9
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6	-99,9	-35,0	-32,2
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0	447,0	542,9	585,5
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%	15,1%	17,8%	18,7%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	102,9	109,2	107,0	136,4	208,0	214,1	217,2
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%

505. Insgesamt erwartet STADA, dass das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von EUR 489,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019 (bereinigt) auf EUR 585,5 Mio. im Geschäftsjahr 2022 steigen wird. Die EBIT-Marge sinkt dabei zunächst von 18,7% im Geschäftsjahr 2019 auf 15,1% im Geschäftsjahr 2020 und verbessert sich anschließend wieder bis auf 18,7% im Geschäftsjahr 2022. Maßgeblich verantwortlich für die Entwicklung der erwarteten EBIT-Marge ist die steigende Bruttomarge, während im Verhältnis zu den Umsatzerlösen die Quote der Vertriebs- und Verwaltungskosten ansteigend verläuft. Zu beachten ist jedoch, dass insbesondere die Abschreibungen im Planungszeitraum aufgrund der Add-on Akquisitionen im Vergleich zur Historie deutlich ansteigen.

Bruttoergebnis vom Umsatz

506. Das Bruttoergebnis vom Umsatz steigt von EUR 1.391,7 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.709,1 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dies entspricht einer Verbesserung der Bruttomarge von 53,4% im Geschäftsjahr 2019 auf 54,6% im Geschäftsjahr 2022. Damit liegt die geplante Bruttomarge insgesamt über den bereinigten Bruttomargen der Vergangenheit, welche in einer Bandbreite von 48,9% bis 53,4% lagen.
507. Die verbesserte Bruttomarge ist dabei auf eine Vielzahl von Maßnahmen zur Verbesserung der operativen Profitabilität in den einzelnen länderspezifischen Planeinheiten zurückzuführen, die aufgrund des hohen Detaillierungsgrads der Planungsrechnung und der bestehenden Intercompany-Beziehungen zwischen den einzelnen Planungseinheiten von STADA hier nur zusammengefasst wiedergegeben werden können.
508. STADA arbeitet kontinuierlich an einer Verbesserung der Effizienz der Produktionsprozesse, welche zur relativen Abnahme der Herstellungskosten beitragen. Obwohl die Bruttomarge seit dem Geschäftsjahr 2016 bereits deutlich gestiegen ist, verbessert sich die Bruttomarge im Planungszeitraum weiter. Dabei betreffen verschiedene Maßnahmen die Realisierung von Einsparungen im Bereich Einkauf von Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffen und fertigen Erzeugnissen von Auftragsfertigern. Hierzu werden die Einkaufsprozesse zentral gebündelt, um die Bezugspreise zu minimieren. Weiterhin werden regelmäßige Benchmarkings durchgeführt, um Verbesserungspotentiale zu identifizieren. Fortlaufend werden auch die Produktionsprozesse daraufhin analysiert, ob ein In- bzw. Outsourcing einzelner Produkte vorteilhaft wäre. Auch indirekte Maßnahmen tragen zur Verbesserung bei. Beispielhaft kann die Optimierung des Vertragsmanagements genannt werden.
509. Darüber hinaus tragen die strategischen Produktmixverschiebungen und die strategische Positionierung des Produktportfolios im Generika-Segment und den einzelnen Ländern zum Anstieg der Bruttomarge bei. Des Weiteren nimmt insgesamt der Anteil des margenstärkeren Markenprodukte-Segments an den Gesamtumsatzerlösen zu.

510. Neben der Analyse der geplanten Entwicklung der Bruttomarge im Zeitverlauf wird zusätzlich die geplante Bruttomarge von STADA mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen.



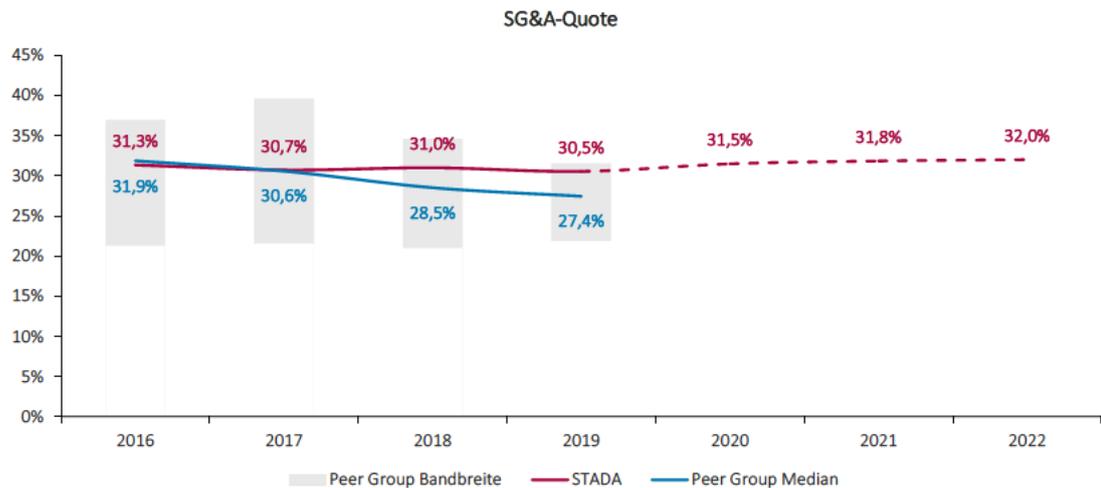
511. Während in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 die Bruttomarge der Peer Group-Unternehmen im Median zwischen 52,2% und 54,0% lag, verbesserte sich die Bruttomarge von STADA stetig von 48,9% auf 53,4% und erreicht damit in etwa das Niveau der Peer Group. Im Planungszeitraum steigt die Bruttomarge von STADA weiter bis auf 54,6% an. Auch für die Peer Group wird eine Verbesserung der Bruttomarge erwartet, so dass der Peer Group-Median im Jahr 2022 bei 57,1% liegt.
512. Der Vergleich der Bruttomarge mit den Peer Group-Unternehmen ist grundsätzlich nur eingeschränkt aussagekräftig. Ein wesentlicher Grund für die im Peer Group-Vergleich leicht niedrigere Bruttomarge ist u.a. auf die strategische Ausrichtung von STADA als globaler Vollsortimentanbieter zurückzuführen. Während auf der einen Seite STADA durch die Positionierung als Vollsortimentanbieter Skaleneffekte aufgrund eines weit diversifizierten Produktportfolios realisieren kann, weisen auf der anderen Seite einzelne Peer Group-Unternehmen eine stärkere Fokussierung auf ausgewählte Produkte und Absatzmärkte auf, die es ihnen ermöglicht, höhere Bruttomargen als STADA zu erzielen. Im betrachteten Zeitraum vom Geschäftsjahr 2016 bis zum Geschäftsjahr 2022 steigt die Bruttomarge von STADA um 5,7%-Punkte und damit deutlich stärker als im Median bei den Peer Group-Unternehmen, für welche ein Anstieg um 3,1%-Punkte zu verzeichnen ist. Darüber hinaus muss berücksichtigt werden, dass das Geschäftsmodell der Peer Group-Unternehmen unterschiedlich stark von Eigenproduktion und Einlizenzierungskonzepten geprägt ist, so dass deren Kostenstruktur teilweise nicht mit der von STADA zu vergleichen ist. Zusätzliche Einflussfaktoren, die zu Abweichungen führen können, sind darüber hinaus jeweils unterschiedliche Produkt- und Absatzmarktausrichtungen, wobei insbesondere letzterer Aspekt bei STADA zu Wechselkursverzerrungen innerhalb der Bruttomarge führt.

EBIT

Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten

513. Die Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten steigen im Planungszeitraum von EUR 796,4 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.001,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Im Verhältnis zu den Umsatzerlösen steigen die Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten („SG&A-Quote“) damit von 30,5% im Geschäftsjahr 2019 auf 32,0% im Geschäftsjahr 2022 an.
514. Die Vertriebskosten stellen innerhalb der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten den größten Posten dar. In den Geschäftsjahren 2020 bis 2022 erwartet STADA, dass die Vertriebskosten von EUR 581,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 770,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022 steigen werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass zur Erreichung der geplanten Umsatzerlöse insbesondere in STADAs Kernmärkten die Vertriebs- und Marketingaktivitäten weiter verstärkt werden. Dabei liegt der Fokus vor allem auf den Ländern Großbritannien, Italien und Belgien, in denen höhere Vertriebs- und Marketingbudgets zur Verfügung gestellt werden. Die Erhöhung der Vertriebskosten zum Aufbau des Osteuropa-Geschäfts und zum weiteren Ausbau des Spezialpharmazeutika-Bereichs stellen zusätzliche Maßnahmen dar. Im Bereich Spezialpharmazeutika stellt der Bedarf an speziell ausgebildeten Außendienstmitarbeitern einen weiteren Kostenfaktor dar. Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass aufgrund der Umsatzsteigerungen auch volumenabhängige Kosten wie z.B. Logistikkosten oder eingeräumte Rabatte proportional ansteigen.
515. Das Markenprodukte-Segment gewinnt im Vergleich zum Generika-Segment im Planungszeitraum durch die Akquisitionen und erhöhte Vertriebsausgaben an Bedeutung. Da die Vertriebsausgaben im Markenprodukte-Segment grundsätzlich höher sind als im Generika-Segment, steigen aus Konzernperspektive die Vertriebskosten im Planungszeitraum überproportional an.
516. Die allgemeinen Verwaltungskosten steigen über den Gesamtzeitraum der Planungsperiode betrachtet leicht von EUR 214,8 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 230,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Die Verwaltungskosten steigen damit im Vergleich zu den Umsatzerlösen unterproportional, so dass die Verwaltungskostenquote von 8,2% im Geschäftsjahr 2019 auf 7,4% im Geschäftsjahr 2022 sinkt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Verwaltungskosten im Geschäftsjahr 2019 aufgrund der durchgeführten Akquisitionen erhöht waren. Diesbezügliche Beratungskosten und sonstige Transformationskosten sind im Planungszeitraum rückläufig. Zusätzlich sind im Planungszeitraum Einsparungen durch Outsourcing von Geschäftsprozessen und Effizienzverbesserungen vorgesehen.

517. Zur Analyse der geplanten Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten wird zudem ein Vergleich mit den historischen SG&A-Quoten der Peer Group-Unternehmen vorgenommen.



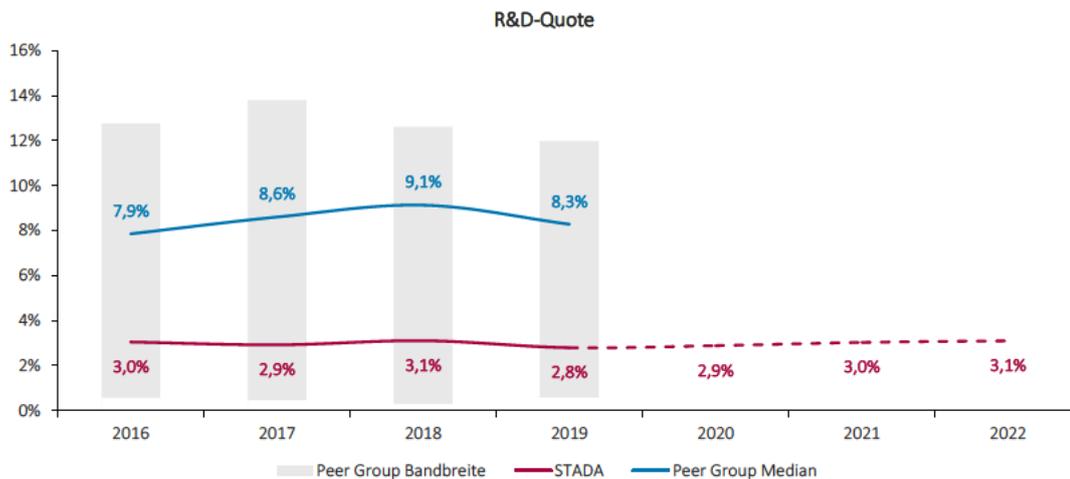
518. Da keine Analystenschätzungen für die SG&A-Quote der Peer Group-Unternehmen vorliegen, stellt der Vergleich mit der Peer Group auf historische Werte ab. Der Median der historischen SG&A-Quote der Peer Group-Unternehmen verbesserte sich historisch von 31,9% im Geschäftsjahr 2016 auf 27,4% im Geschäftsjahr 2019. Im gleichen Zeitraum lag die SG&A-Quote von STADA zwischen 31,3% im Geschäftsjahr 2016 und 30,5% im Geschäftsjahr 2019. In den Geschäftsjahren 2016 und 2017 lag STADA damit in etwa auf dem Niveau des Peer Group-Medians und in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite.

519. Dies lässt sich zum einen auf den Produktmix von STADA zurückführen, der im Vergleich zu anderen Generikaherstellern einen hohen Umsatzerlösanteil von Markenprodukten aufweist und dadurch i.d.R. höhere Marketing- und Vertriebskosten als reine Generika erfordert. Weiterhin enthält das Produktportfolio STADAs eine Vielzahl von Einzelmarken die zum Teil nur in einzelnen Ländern vermarktet werden. Im Geschäftsjahr spielen zusätzlich die durchgeführten Akquisitionen eine Rolle. Mit Blick auf die am besten vergleichbaren Peer Group-Unternehmen wie Richter Gedeon Rt. und Krka d.d. ist zu beachten, dass diese ebenfalls historische SG&A-Quoten von ungefähr 30% aufweisen, so dass unter Berücksichtigung der spezifischen Produkt- und Expansionsstrategie STADAs Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten plausibel erscheinen.

Forschungs- und Entwicklungskosten

520. Die Forschungs- und Entwicklungskosten steigen im Planungszeitraum von EUR 72,8 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 96,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Die Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen („R&D-Quote“) beträgt dabei zwischen 2,8% und 3,1%. Die kostenintensivere Entwicklung von Biosimilars führt nicht zu einer Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungsquote, da die einzelnen Meilensteinzahlungen aktiviert werden.

521. Im Folgenden wird zudem die historische R&D-Quote von STADA im Vergleich zu den Wettbewerbern analysiert.



522. Wie bereits bei der SG&A-Quote werden aufgrund fehlender Analystenschätzungen lediglich die historischen Werte der Peer Group-Unternehmen herangezogen. Diese bewegen sich im Median über die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 zwischen 7,9% und 9,1%. Über den gleichen Zeitraum weist STADA Forschungs- und Entwicklungskosten i.H.v. lediglich 2,9% bis 3,1% der Umsatzerlöse auf. Diese Werte befinden sich am unteren Ende der Brandbreite. In den Geschäftsjahren 2020 bis 2022 liegt die R&D-Quote von STADA auf einem zur Historie vergleichbaren Niveau.

523. Die deutlich niedrigere R&D-Quote von STADA lässt sich maßgeblich durch die geltende Entwicklungsstrategie erklären. Da STADA selbsterstellte immaterielle Vermögenswerte grundsätzlich aktiviert und somit einen größeren Teil der R&D-Ausgaben bilanziert, fällt die R&D-Quote im Verhältnis zur Peer Group niedriger aus. Zudem verfügt STADA aufgrund des signifikanten Anteils an Markenprodukten im Vergleich zu reinen Generika-Unternehmen über geringere Forschung und Entwicklungskosten. Somit erscheint die geplante R&D-Quote von STADA plausibel.

Sonstige Erträge und andere Aufwendungen

524. Die sonstigen Erträge fallen im Planungszeitraum von EUR 34,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 8,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020 und anschließend bis auf EUR 6,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022.

525. Während sich die sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2019 maßgeblich aus der Auflösung von Wertberichtigungen auf Forderungen und Erträgen aus Abgängen des Anlagevermögens und andere nicht den Funktionsbereichen unmittelbar zurechenbaren Erträge zusammensetzen, gehen die sonstigen Erträge im Planungszeitraum deutlich zurück. Im Planungszeitraum enthalten die sonstigen Erträge eine Vielzahl von unwesentlichen Einzelsachverhalten. Darüber hin-

aus ist in den sonstigen Erträgen das Beteiligungsergebnis von STADA enthalten. Die Beteiligungserträge aus at-equity bilanzierten Beteiligungen betragen im Planungszeitraum EUR 0,1 Mio. pro Jahr.

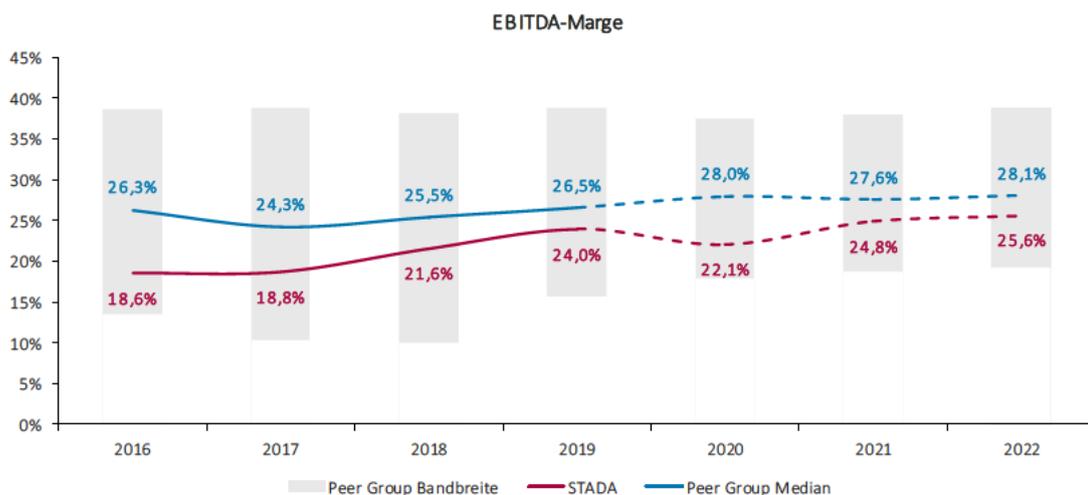
526. Die anderen Aufwendungen steigen von EUR 67,6 Mio. im Geschäftsjahr 2019 zunächst auf EUR 99,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020. In den Geschäftsjahren 2021 und 2022 sinken die anderen Aufwendungen auf EUR 35,0 Mio. bzw. EUR 32,2 Mio. Im Geschäftsjahr 2019 resultieren die anderen Aufwendungen vor allem aus Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Transformationskosten. Im ersten Geschäftsjahr 2020 enthalten die anderen Aufwendungen zusätzlich Integrationskosten der Takeda Akquisition und Sondereffekte aus Schadensersatzaufwendungen in der Region CIS sowie aus drohenden Rechtstreitigkeiten bzgl. einer Patentverletzung. In den Planjahren 2021 und 2022 setzen sich die anderen Aufwendungen dann noch aus pauschalen Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, geringfügigen Transformationskosten und unwesentlichen Einzelsachverhalten zusammen.
527. Auf Basis der beschriebenen Entwicklung der Bruttomarge, der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten und der Forschungs- und Entwicklungskosten steigt das EBIT von EUR 489,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 585,5 Mio. im Geschäftsjahr 2022 an. Dies entspricht sowohl im Geschäftsjahr 2019 als auch im Geschäftsjahr 2022 einer EBIT-Marge von 18,7%.

EBITDA

528. Da STADA in der internen Konzernsteuerung und externen Berichterstattung das EBITDA als wesentliche Profitabilitätskennzahl verwendet, wird nachfolgend zudem das EBITDA analysiert. Im Gegensatz zum EBIT ist das EBITDA nicht durch Abschreibungen beeinflusst. Da im Rahmen des Umsatzkostenverfahrens die Abschreibungen den Herstellungskosten oder Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten zugeordnet werden, erfolgt der Ausweis des EBITDA und der Abschreibungen nachrichtlich.
529. Im Planungszeitraum steigt das EBITDA von EUR 625,5 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 802,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dies entspricht einer Verbesserung der EBITDA-Marge von 24,0% im Geschäftsjahr 2019 auf 25,6% im Geschäftsjahr 2022. Der Anstieg der EBITDA-Marge im Planungszeitraum ist dabei zunächst, analog zur Verbesserung der Bruttomarge, auf eine Vielzahl an einzelnen Maßnahmen zurückzuführen. Beispielhaft sind Kosteneinsparungen in den Einkaufsprozessen zu nennen. Weiterhin steigen die allgemeinen Verwaltungskosten im Vergleich zu den Umsatzerlösen unterproportional.

EBITDA nach Segmenten in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Generika	264,9	302,8	359,6	436,8	444,9	449,6	475,0
in % der Segment-Umsatzerlöse	20,7%	22,2%	26,0%	28,5%	28,1%	27,4%	27,8%
Markenprodukte	200,7	207,4	240,6	296,0	392,0	417,6	439,5
in % der Segment-Umsatzerlöse	23,4%	21,8%	25,4%	27,6%	28,3%	29,7%	30,9%
Holding	-67,6	-76,4	-96,7	-107,4	-181,9	-110,2	-111,8
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6
in % Umsatzerlöse	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%

530. Die Betrachtung des EBITDA nach Segmenten verdeutlicht zudem, dass sich die zunehmende Bedeutung des Markenprodukte-Segments, im Sinne eines höheren Umsatzerlösanteils, positiv auf die Entwicklung der EBITDA-Marge auswirkt. Während die EBITDA-Marge im Generika-Segment im Planungszeitraum leicht rückläufig von 28,5% auf 27,8% verläuft, wird im Markenprodukte-Segment mit einer deutlichen Steigerung der EBITDA-Marge von 27,6% auf 30,9% geplant.
531. Die leicht rückläufige Margenentwicklung im Generika-Segment muss dabei vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung bewertet werden. So konnte die EBITDA-Marge im Generika-Segment in den Jahren 2018 und 2019 deutlich gesteigert werden. Dieses war unter anderem auf die außergewöhnlich gute Entwicklung einiger hochmargiger Produkte zurückzuführen. Unter Berücksichtigung der zunehmenden Konkurrenz in Ausschreibungsverfahren durch indische Wettbewerber tragen vor allem margenstärkere Produkte wie z.B. Spezialgenerika oder Biosimilars dazu bei, dass die EBITDA-Marge im Planungszeitraum nur leicht abfällt. Im Markenprodukte-Segment wird hingegen mit einer deutlichen Steigerung der EBITDA-Marge gerechnet. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Marketingmaßnahmen in diesem Segment zielgerichteter eingesetzt werden können und ein im Vergleich zum Generika-Segment geringer Preisdruck herrscht.



532. In der Historie verbesserten sich STADAs EBITDA-Margen von 18,6% im Geschäftsjahr 2016 deutlich auf 24,0% im Geschäftsjahr 2019. Lagen die EBITDA-Margen damit zu Beginn des Betrachtungszeitraums noch deutlich unterhalb des Peer Group-Medians, verkleinerte sich der Abstand vom Peer Group-Median in den letzten beiden Jahren deutlich.
533. Im Planungszeitraum setzt sich dieser Trend fort, so dass die EBITDA-Marge nach einem Rückgang auf 22,1% im Geschäftsjahr 2020 bis auf 25,6% im letzten Geschäftsjahr 2022 ansteigt und sich dem Peer Group-Median annähert. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der Entwicklung der Brutto-Marge, welche sich ebenfalls im Planungszeitraum weiter verbessert. Weiterhin wird die im Peer Group-Vergleich höhere Quote der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten von der vergleichsweise geringen Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten kompensiert.

534. Die historisch niedrigere EBITDA-Marge von STADA ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, wie zum Beispiel die in vielen Märkten zu konstatierende Positionierung als Vollsortimentanbieter. Andere Peer Group-Unternehmen verfügen über einen vergleichsweise starken Fokus auf einzelne margenstarke Produkte oder einzelne Absatzmärkte. Darüber hinaus wirkt sich die hohe Abhängigkeit vom preisintensiven Generikamarkt negativ auf STADAs Profitabilität aus. Des Weiteren wirken sich die unterschiedlichen Entwicklungsstrategien auch auf die EBITDA-Marge aus und stellen eine strukturelle Differenz dar. Trotz dieser Einschränkungen konnte STADA in der Vergangenheit die EBITDA-Marge deutlich verbessern, wobei STADA im Geschäftsjahr 2019 zusätzlich von außergewöhnlichen Entwicklungen bei einzelnen Top-Produkten profitiert wurde. Dennoch plant STADA die außergewöhnlich hohe EBITDA-Marge des Jahres 2019 im Planungszeitraum weiter zu verbessern.
535. Darüber hinaus ist sowohl die Bruttomarge als auch die EBITDA-Marge als alleiniges Maß für die Profitabilität von STADA ungeeignet, da sie nicht den nötigen Bezug zur Kapital- und Anlagenintensität des Geschäftsmodells herstellen. Aus diesem Grund wird im Rahmen der Analyse zur Bilanzplanung der Kapitalumschlag in Bezug auf das eingesetzte Kapital (sog. Capital Employed) und der ROCE näher betrachtet. Diese Analyse verdeutlicht, dass die Planung von STADA trotz der geringfügig geringen EBITDA-Marge nicht zu einem geringen ROCE im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen führt.¹²⁶
536. Aufgrund der durchgeführten Analysen zur Entwicklung der Umsatzerlöse, der Bruttomarge und der Entwicklung des EBITDA und des EBIT erachten wir die Planungsrechnung bis zum EBIT als ambitioniert aber plausibel und haben diese mit Ausnahme einer Umgliederung unangepasst übernommen.

Finanzergebnis

537. Das geplante Finanzergebnis von STADA setzt sich im Planungszeitraum aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit der Absicherung von Fremdwährungsrisiken zusammen.
538. Die verzinslichen Verbindlichkeiten bestehen aus Finanzverbindlichkeiten (Gesellschafterdarlehen, Schuldscheindarlehen, Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten, Anleihen) und den Pensionsrückstellungen sowie Leasingverbindlichkeiten. Der wesentliche Anteil der Zinsaufwendungen entfällt auf die Finanzverbindlichkeiten und unterliegt einem durchschnittlichen effektiven Zinssatz i.H.v. ca. 5,8% bis 3,4% inklusive Aufwendungen aus Absicherungen von Darlehen in Fremdwährungen über die Geschäftsjahre 2020 bis 2022. Dabei ist die effektive Verzinsung jeweils auf den Anfangsbestand an Finanzverbindlichkeiten bezogen, so dass diese im Geschäftsjahr 2020 durch die hohe unterjährige Fremdkapitalaufnahme verzerrt wird. In Bezug auf einzelne Finanzierungsinstrumente liegt die effektive Verzinsung zwischen 1,1% und 10,1%. Zum Ende des Geschäftsjahres 2020 stellen Gesellschafterdarlehen i.H.v. EUR 1.412,2 Mio. und einer Verzinsung von 3,5% die wesentliche Finanzierungsform dar. Weiterhin ist eine Anleihe mit einem Nominalwert von EUR 267,4 Mio. und einer Verzinsung von 1,75% ausstehend.

¹²⁶ Vgl. Rz. 579.

Fremdwährungsdarlehen i.H.v. EUR 274,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020 weisen eine Verzinsung von bis zu 10,1% auf. Diese vergleichsweise hohen Fremdkapitalkonditionen sind durch die Aufnahme der Darlehen in russischen Rubel Anfang des Jahres 2020 begründet. Durch die hohe Volatilität des russischen Rubels führen Stichtagseffekte dazu, dass auch der in Euro umgerechnete Zinsaufwand eine hohe effektive Verzinsung darstellt.

539. Für die Pensionsrückstellungen wird im Planungszeitraum ein hieraus entstehender Zinsaufwand i.H.v. ca. EUR 0,6 Mio. geplant, wobei diesem Aufwand ein effektiver Zinssatz von ca. 1,4% zu Grunde liegt. Die Leasingverbindlichkeiten wurden entsprechend des Grenzfremdkapitalzinssatzes des letzten historischen Jahres 2019 i.H.v. 5,8% fortentwickelt.
540. In Summe sinkt das Finanzergebnis im Planungszeitraum von EUR -45,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019 zunächst aufgrund der unterjährigen Fremdkapitalaufnahme zur Finanzierung der Add-on Akquisitionen i.H.v. EUR 758,3 Mio. auf -77,2 Mio. und steigt im weiteren Verlauf auf EUR - 71,6 Mio. Für den Rückgang der Zinsaufwendungen in den Planjahren 2021 und 2022 ist die geplante Tilgung von Fremdkapital gemäß den vertraglichen Konditionen verantwortlich.
541. Das Ergebnis vor Ertragsteuern steigt somit von EUR 444,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 513,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022.

4.4.3 Ertragsteuern

542. STADA hat für den Zweck der Bewertung im Rahmen des Squeeze Out eine Planung der Ertragsteuern unter Abstraktion des bestehenden BGAV und der steuerlichen Organschaft mit der Nidda Healthcare erstellt und vereinfachend nur zahlungswirksame Steuern geplant.
543. Für die deutschen Gesellschaften, namentlich die STADA Arzneimittel AG und ihre Tochtergesellschaften, mit denen eine steuerliche Organschaft besteht, wird ausgehend vom geplanten Ergebnis vor Ertragsteuern 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. Für die Steuerberechnung der deutschen Gesellschaften werden die folgenden Steuersätze angesetzt:
- Gewerbesteuerhebesatz: 357%
 - Körperschaftsteuersatz: 15,0%
 - Solidaritätszuschlag: 5,5%
544. Der nominale Unternehmenssteuersatz für die deutschen Gesellschaften beträgt somit ca. 28,3%. Vorhandene körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. EUR 37,6 Mio. werden ebenfalls berücksichtigt, wobei diese jedoch im Geschäftsjahr 2020 vollständig aufgebraucht werden.

545. Für die ausländischen Gesellschaften des Konzerns erfolgt die Planung des Steueraufwands dezentral auf Basis der jeweils gültigen nationalen nominalen Unternehmenssteuersätze. Diese werden im Anschluss vom Beteiligungscontrolling auf Plausibilität geprüft.
546. Die auf Basis einer Steuerplanung ermittelten Ertragsteuern steigen von EUR 31,8 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 107,4 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dabei sind die Ertragsteuern im Geschäftsjahr 2019 aufgrund des BGAV mit der Nidda Healthcare nicht mit dem Planungszeitraum vergleichbar. Die effektive Steuerrate beträgt im Planungszeitraum zwischen 21,2% und 20,8%. Die effektive Steuerrate liegt damit deutlich unterhalb des nominalen Unternehmenssteuersatzes der deutschen Gesellschaften. Dies begründet sich durch den hohen Ergebnisbeitrag von ausländischen Gesellschaften, die zum Teil mit einem Unternehmenssteuersatz von unter 20% besteuert werden. In den Geschäftsjahren 2016 und 2017 lag die effektive Steuerquote bei 23,9% bzw. 26,5% und damit auf einem höheren Niveau als im Planungszeitraum. Die historisch höhere effektive Steuerquote ist auf den vergleichsweise niedrigeren Anteil am Ergebnis vor Steuern von ausländischen Gesellschaften und auf die Berücksichtigung von steuerlichen Latenzen zurückzuführen.
547. Nach Auskunft der Gesellschaft ergeben sich langfristig keine Veränderungen der im Geschäftsjahr 2022 ausgewiesenen effektiven Steuerrate, so dass diese in der Konvergenz- und Fortführungsphase übernommen werden kann.
548. Unter Berücksichtigung von niedrigeren Steuersätzen und Steuervergünstigungen bei diversen ausländischen Tochtergesellschaften, erscheint die Steuerplanung der Gesellschaft unseres Erachtens insgesamt als plausibel. Im Ergebnis der Analyse werden die geplanten effektiven Steuerraten unverändert für Zwecke der Unternehmensbewertung übernommen.

4.4.4 Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag

549. Der Konzernjahresüberschuss sinkt im Planungszeitraum von EUR 412,2 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 406,5 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Der Rückgang ist dabei durch die Abstraktion vom BGAV mit der Nidda Healthcare begründet. Dies entspricht einer Umsatzrentabilität von 15,8% im Geschäftsjahr 2020 bzw. 13,0% im Geschäftsjahr 2022.
550. Minderheitenanteile sind im Rahmen der Planungsrechnung nicht berücksichtigt worden. Diese werden im Rahmen der Bewertung von STADA separat bewertet und vom jeweiligen DCF-Wert abgezogen.

4.4.5 Bilanzplanung

551. Die Planbilanzen für den Planungszeitraum vom 31. Dezember 2020 bis 31. Dezember 2022 sind nachfolgend dargestellt und werden im Folgenden analysiert:

Bilanz	Bereinigte Historie				Planung		
	2016	2017	2018*	2019	2020	2021	2022
in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.582,4	1.474,3	1.714,3	1.786,0	2.415,5	2.393,5	2.342,7
Sachanlagen	322,7	332,7	403,4	453,4	490,6	510,9	530,7
Finanzanlagen	16,1	43,5	26,8	9,5	10,8	10,8	10,8
Anlagevermögen	1.921,2	1.850,6	2.144,5	2.248,8	2.916,9	2.915,2	2.884,2
Vorräte	484,9	499,0	515,3	638,2	716,8	711,5	712,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	489,1	520,4	516,0	615,1	730,8	740,3	757,6
Liquide Mittel	352,6	243,2	343,8	206,0	150,0	154,0	158,2
Sonstiges Umlaufvermögen	171,9	63,7	73,2	117,7	76,3	76,7	78,4
Aktive latente Steuern	20,8	27,6	26,3	-	-	-	-
Umlaufvermögen	1.519,3	1.353,9	1.474,6	1.577,1	1.673,9	1.682,4	1.706,4
Summe Aktiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.825,9	4.590,8	4.597,6	4.590,6
Eigenkapital	1.047,1	1.006,4	1.178,0	1.249,0	1.541,8	1.789,9	2.056,7
Rückstellungen	136,7	140,0	106,5	18,3	20,8	21,3	21,9
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.510,1	1.296,6	1.519,8	1.381,4	2.205,0	1.983,0	1.716,6
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	746,6	761,5	814,8	1.177,3	823,3	803,5	795,4
Summe Passiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.825,9	4.590,8	4.597,6	4.590,6

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

Anlagevermögen

552. Das Anlagevermögen von STADA steigt von EUR 2.248,8 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 2.884,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022.

553. Der starke Anstieg des Anlagevermögens von EUR 2.248,8 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 2.916,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ist vor allem auf immaterielle Vermögenswerte zurückzuführen, die sich im Geschäftsjahr 2020 durch die Add-on Akquisitionen erhöhen. STADA übernahm ausgewählte immaterielle Vermögenswerte von der Takeda Pharmaceutical Company Limited im Gesamtwert von EUR 550,0 Mio. Das Portfolio umfasst ca. 20 rezeptfreie OTC-Produkte und verschreibungspflichtige Arzneimittel, die bisher unter anderem in Russland, Georgien, Aserbaidschan, Weißrussland, Kasachstan und Usbekistan verkauft wurden. Weiterhin hat STADA Walmark a.s., einen Hersteller von Consumer-Health-Produkten in Osteuropa, erworben. Der Kaufpreis für die Akquisition lag bei EUR 140,2 Mio. Im Rahmen des Unternehmenszusammenschlusses wurden u.a. immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen übernommen. Darüber hinaus wurden zwei weitere kleinere Add-on Akquisitionen durchgeführt, welche ein Produktportfolio auf den Philippinen (FERN C) und ein Produktportfolio der Schweizer Opti Pharm AG umfassen.

554. Ab dem Geschäftsjahr 2020 reduziert sich das Anlagevermögen ausgehend von dem durch Akquisitionen erhöhten Wert von EUR 2.916,9 Mio. auf EUR 2.884,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022.

Planmäßige Amortisationen der erworbenen immateriellen Vermögenswerte resultieren in einer Abnahme des Postens von EUR 2.415,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020 auf EUR 2.342,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Investitionen werden vor allem im Bereich Forschung und Entwicklung zur Erweiterung der Produkt-Pipeline und zur Entwicklung von Biosimilars getätigt. Während dessen steigt das Sachanlagevermögen von EUR 490,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020 auf EUR 530,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022 aufgrund von Investitionen im Bereich Qualität & Compliance, Kapazitätserweiterung und Technologietransfers im Rahmen der Akquisitionen.

555. Die geplanten Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte als Quote der Umsatzerlöse haben wir im Folgenden mit den Peer Group-Unternehmen verglichen.

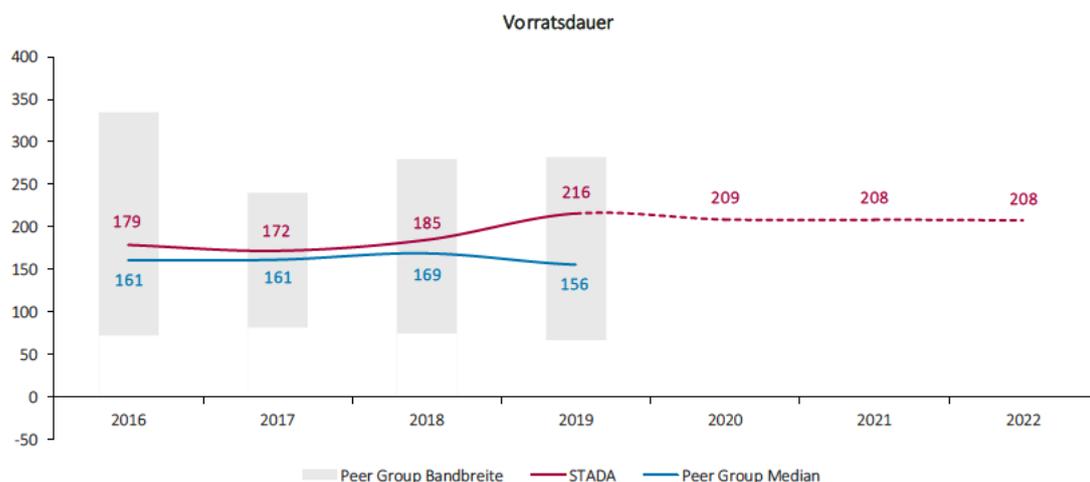


556. Für die Peer Group-Unternehmen sind über die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 im Median Investitionsquoten zwischen 7,0% und 7,7% zu beobachten. Die Analystenschätzungen für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 befinden sich mit 6,4% bis 8,9% im Median in einer ähnlichen, etwas größeren Bandbreite.

557. Die Investitionsquote von STADA weist historisch als auch über den Planungszeitraum betrachtet eine starke Variabilität auf, die sich durch Akquisitionen ergibt. In den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 lag die Investitionsquote von STADA zwischen 5,5% und 13,3% und damit mit Ausnahme des Geschäftsjahrs 2017 oberhalb des Peer Group-Medians. Die Investitionsquote ist in der Vergangenheit und im ersten Planungsjahr 2020 durch Unternehmenserwerbe und -zusammenschlüsse beeinflusst. Die Investitionsquote ohne Akquisitionen liegt im Geschäftsjahr 2020 bei 6,2%. Im Planungszeitraum von 2021 bis 2022 beziehen sich die Investitionen ausschließlich auf laufende Investitionen aus der üblichen Geschäftstätigkeit und umfassen keine anorganischen Akquisitionen. In diesen beiden Geschäftsjahren liegt die Investitionsquote von STADA mit 7,0% bzw. 5,9% unterhalb des Medians der Peer Group. Über die Geschäftsjahre 2021 bis 2022 erwartet STADA eine leicht sinkende Investitionsquote, so dass die Quote i.H.v. 5,9% im Geschäftsjahr 2022 unterhalb des Medians der Peer Group von 6,4% liegt. Der durchschnittliche Peer Group-Median über den Zeitraum von 2016 bis 2022 liegt bei 7,4%.

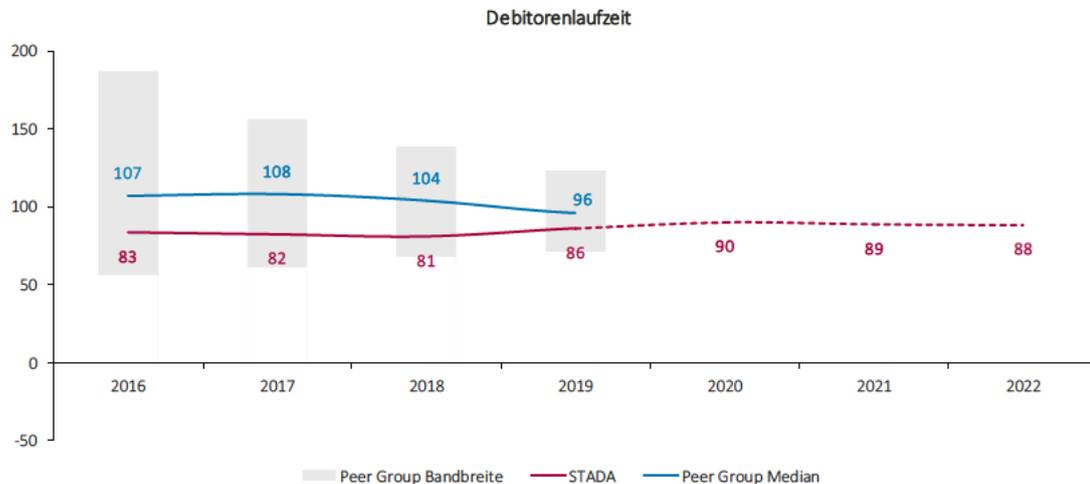
Umlaufvermögen

558. Das Umlaufvermögen von STADA steigt im Planungszeitraum von EUR 1.577,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.706,4 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Der Anstieg wird im Wesentlichen durch die Entwicklung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und der Vorräte getrieben. Im Gegensatz dazu ist die Entwicklung des sonstigen Umlaufvermögens und der liquiden Mittel rückläufig.
559. Die Vorräte steigen von EUR 638,2 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 712,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022 im Zusammenhang mit dem geplanten Anstieg der Umsatzerlöse, allerdings in einem geringeren Umfang aufgrund eines optimierten Supply Chain Managements. Zudem wurde Ende des Jahres 2019 die Vorratshaltung einzelner Wirkstoffe kurzfristig strategisch erhöht. Die Vorratsplanung von STADA haben wir ebenfalls einem Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen unterzogen.



560. Die Vorratsdauer (in Tagen) der Lagerbestände lag bei der Peer Group über die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 im Median zwischen 156 und 169 Tagen. Über den gleichen Zeitraum betrug die Vorratsdauer von STADA zwischen 172 und 216 Tagen und lag damit über dem Peer Group-Median, aber innerhalb der Bandbreite. Zwischen den Geschäftsjahren 2020 und 2022 bewegt sich die geplante Vorratsdauer von STADA zwischen 208 und 209 Tagen ausgehend von 216 im Geschäftsjahr 2019 rückläufig und innerhalb der historischen Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Wie bei der Debitorenlaufzeit sind auch bei der Vorratsdauer länder- und produkt-spezifische Besonderheiten zu beachten.
561. Der Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von EUR 615,1 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 757,6 Mio. im Geschäftsjahr 2022 ist dem Umsatzerlöswachstum zuzuschreiben. Die Erhöhung kommt hierbei aufgrund der Zusammensetzung der Umsatzerlöse und dem höheren Wachstum in einzelnen Ländern, wie z.B. Russland, zustande. Die Entwicklung des Forderungsbestand liegt in Übereinstimmung mit den zugrundeliegenden Vertragsbedingungen bei einer Debitorenlaufzeit von etwa 90 Tagen.

562. Zur Plausibilisierung der Entwicklung des Forderungsbestands wird dieser, als wesentlicher Bestandteil des aktiven Working Capital, einer Vergangenheitsanalyse und einem Benchmarking mit der Peer Group unterzogen:



563. In den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 lag die Debitorenlaufzeit der Peer Group-Unternehmen im Median zwischen 96 und 108 Tagen. Bei STADA zeigte sich über die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 mit Debitorenlaufzeiten zwischen 81 und 86 Tagen eine etwas kürzere Frist. Zwischen den Geschäftsjahren 2020 und 2022 ist die Debitorenlaufzeit von STADA nahezu konstant und nimmt leicht auf 88 Tage ausgehend von 90 Tagen im Geschäftsjahr 2020 ab. Die geplanten Debitorenlaufzeiten von STADA liegen innerhalb der historischen Bandbreite der Peer Group-Unternehmen.

564. Liquide Mittel von STADA sinken im Planungszeitraum von EUR 206,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 158,2 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Auf Basis der Auskunft des Managements von STADA, liegt die operativ notwendige Mindestliquidität bei EUR 150,0 Mio. was bezogen auf den geplanten Umsatzerlös im Geschäftsjahr 2020 einer Quote von 5,1% entspricht. Der Anteil der liquiden Mittel im Geschäftsjahr 2019, der über der operativ notwendigen Mindestkasse liegt, wird im Geschäftsjahr 2020 zur Finanzierung der Geschäftstätigkeit verwendet. Im weiteren Planungszeitraum beträgt der Bestand der liquiden Mittel gemäß der operativ notwendigen Mindestliquidität 5,1% der Umsatzerlöse. Der entstehende positive operative Cashflow wird u.a. maßgeblich zur vertraglichen Tilgung der verzinslichen Verbindlichkeiten verwendet. Darüber hinaus zur Verfügung stehende liquide Mittel werden zur Ausschüttung von Dividenden verwendet.

565. Das sonstige Umlaufvermögen reduziert sich von EUR 117,7 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 78,4 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dieser Rückgang ergibt sich hauptsächlich aufgrund des Rückgangs des sonstigen Umlaufvermögens im Geschäftsjahr 2020 aufgrund der Begleichung der Cashpool-Forderungen i.H.v. EUR 44,1 Mio. gegenüber der Nidda Healthcare.

566. Der Posten aktive latente Steuern wurde wie bei der Beschreibung der Ableitung der Aufwandsbilanz für Bewertungszwecke im Geschäftsjahr 2019 eliminiert. Im Planungszeitraum wird dieser Posten nicht geplant, da die Steuerplanung die Cashflow-relevanten Steuern enthält und keine weiteren Cashflow-relevanten Effekte durch die latenten Steuern zu berücksichtigen sind.
567. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet.

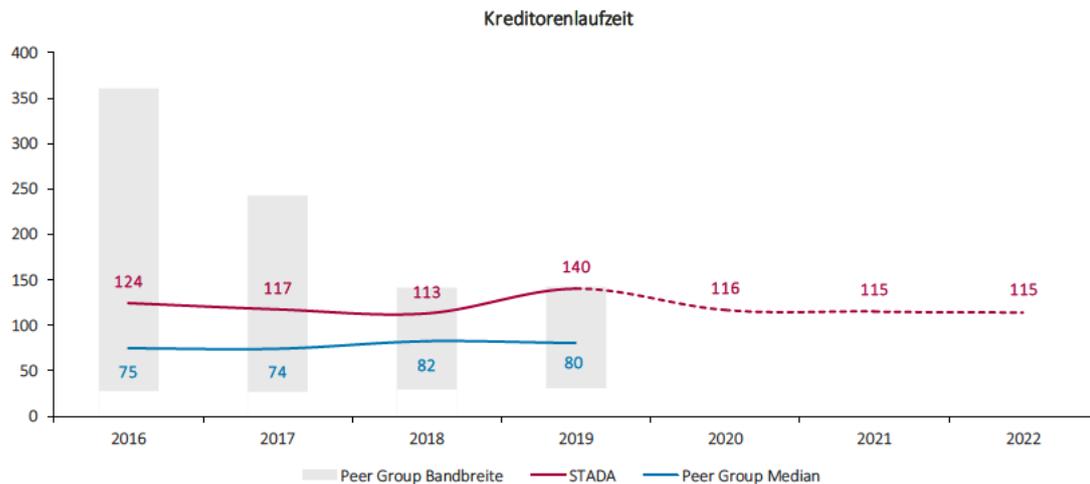
Eigenkapital und Rückstellungen

568. Das Eigenkapital wächst im Planungszeitraum von EUR 1.249,0 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 2.056,7 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Die Erhöhung resultiert aus den Gewinnthesaurierungen. Dabei sind neben dem jeweiligen Jahresergebnis auch die Dividendenausschüttungen jeweils zu berücksichtigen. Kapitalmaßnahmen sind im Planungszeitraum nicht geplant.
569. Der Bilanzposten Rückstellungen enthält Schadenersatzrückstellungen und Retourenrückstellungen. Diese steigen über den Planungszeitraum leicht von EUR 18,3 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 21,9 Mio. im Geschäftsjahr 2022.

Verbindlichkeiten

570. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Personalverbindlichkeiten, Steuerverbindlichkeiten und Verbindlichkeiten aus Rabattverträgen deutscher STADA Gesellschaften zusammen. Insgesamt belaufen sich die unverzinslichen Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.177,3 Mio. und reduzieren sich auf EUR 795,4 Mio. im Geschäftsjahr 2022. Dieser Rückgang ergibt sich hauptsächlich aufgrund des Rückgangs der unverzinslichen Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2020 aufgrund der Begleichung der Verbindlichkeiten gegenüber Nidda Healthcare aus der Gewinnabführung entsprechend des BGAV i.H.v. EUR 349,5 Mio. Im Detailplanungszeitraums von 2020 bis 2022 verlaufen die unverzinslichen Verbindlichkeiten leicht ansteigend. Den größten Posten der unverzinslichen Verbindlichkeiten stellen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen dar.

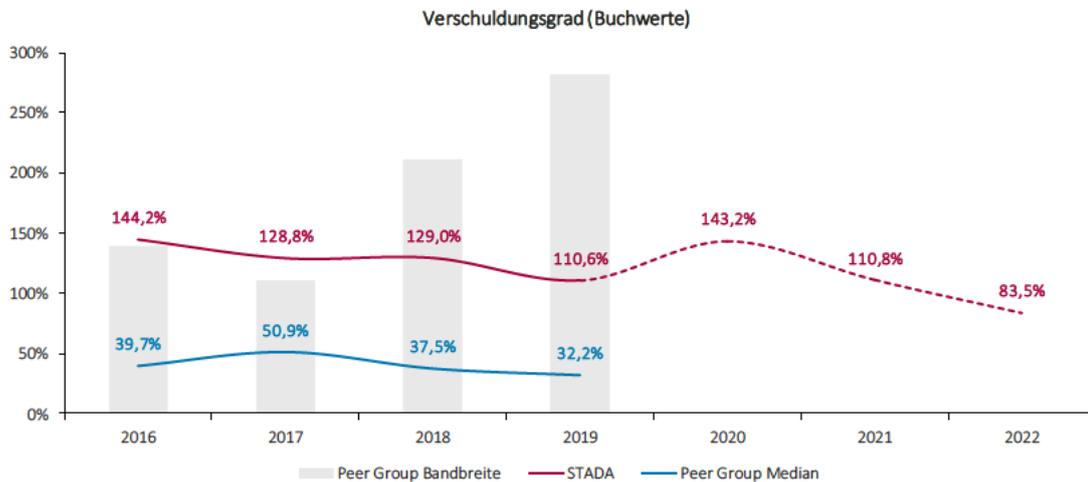
571. Analog zum Forderungsbestand wurde zur Plausibilisierung der Entwicklung der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, als passivem Bestandteil des Working Capitals, eine Vergangenheitsanalyse und ein Benchmarking mit der Peer Group durchgeführt:



572. Die Kreditorenlaufzeit der Peer Group-Unternehmen lag in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 im Median zwischen 74 und 82 Tagen. Bei STADA bewegte sich die Kreditorenlaufzeit im gleichen Zeitraum in einer Bandbreite von 113 und 140 Tagen. Alle Werte lagen oberhalb des Medians der Peer Group-Unternehmen. Ausgehend von 140 Tagen im Geschäftsjahr 2019, einem Wert der sich am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite befindet, liegt die Kreditorenlaufzeit im Geschäftsjahr 2020 bei 116 und in den beiden Folgejahren erwartungsgemäß konstant bei 115 Tagen. Diese Werte liegen am unteren Ende der historisch bei STADA beobachtbaren Kreditorenlaufzeiten und innerhalb der Bandbreite der Peer Group.

573. Im Planungszeitraum setzen sich die verzinslichen Verbindlichkeiten aus Verbindlichkeiten gegenüber Anteilseignern, Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Schuldscheindarlehen, einer Anleihe, Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen und Pensionsrückstellungen zusammen. Die verzinslichen Verbindlichkeiten nehmen von EUR 1.381,4 Mio. im Geschäftsjahr 2019 auf EUR 1.716,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020 zu. Dabei ist die Entwicklung durch die Erhöhung der verzinslichen Verbindlichkeiten auf EUR 2.205,0 Mio. im Geschäftsjahr 2020 aufgrund der Fremdfinanzierung der Add-on Akquisitionen bedingt. Innerhalb des Planungszeitraums von 2020 bis 2022 nehmen die verzinslichen Verbindlichkeiten von EUR 2.205,0 Mio. auf EUR 1.716,6 Mio. aufgrund der Tilgung ab. Im Geschäftsjahr 2021 werden dabei im Wesentlichen Schuldscheindarlehen zum 26. April 2021, Fremdwährungsdarlehen zum 1. März 2021 und der im Jahr 2020 entstehende kurzfristige Finanzierungsbedarf getilgt. Zum 8. April 2022 folgt die Rückführung der bestehenden Anleihe.

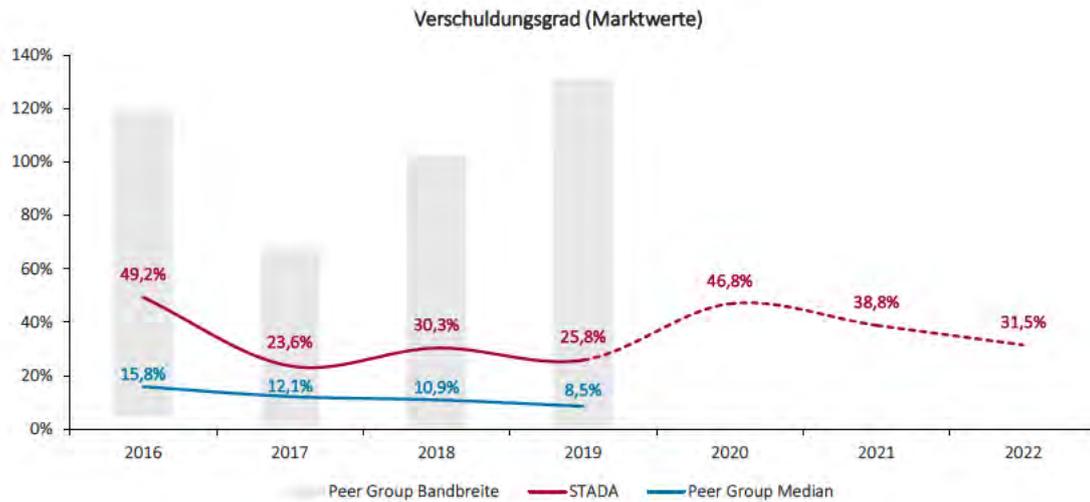
574. Die geplante Kapitalstruktur von STADA i.S.d. Verschuldungsgrads zu Buch- und Marktwerten¹²⁷ haben wir einem Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen unterzogen. Da Analystenschätzungen für den Verschuldungsgrad nicht vorliegen, wurde nur ein Vergleich mit den historischen Werten der Peer Group vorgenommen:



575. Auf Basis der Buchwerte des Eigen- und Fremdkapitals zeigt sich historisch eine Verschuldung von STADA oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Der Median der Peer Group-Unternehmen betrug in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 zwischen 32,2% und 50,9%. Über die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 sinkt der Verschuldungsgrad zu Buchwerten von STADA von 144,2% im Geschäftsjahr 2016 auf 110,6% im Geschäftsjahr 2019 und liegt damit oberhalb des Medians der Peer Group-Unternehmen. Im Geschäftsjahr 2020 zeigt die Unternehmensplanung zunächst einen Anstieg der Verschuldung, die durch die Fremdfinanzierung der Add-on Akquisitionen bedingt ist. In den folgenden Geschäftsjahren zeigt die Unternehmensplanung eine rückläufige Verschuldung zu Buchwerten und erreicht im Geschäftsjahr 2022 einen Verschuldungsgrad von 83,5%.

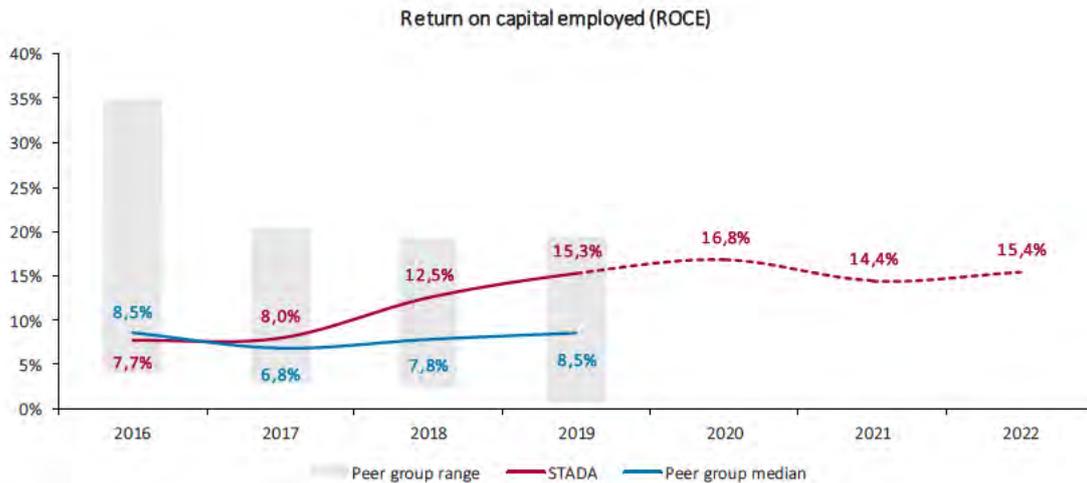
¹²⁷ Für STADA wurde bei den historischen Marktwerten des Eigenkapitals die Marktkapitalisierung jeweils zum 31. Dezember des Geschäftsjahres herangezogen und für den Planungszeitraum die Marktwerte des Eigenkapitals im Rollback-Verfahren aus der Bewertung übernommen.

576. Eine vergleichbare Entwicklung zeigt sich auch bei der Betrachtung des Verschuldungsgrads zu Marktwerten:



577. Der historische Verschuldungsgrad zu Marktwerten von STADA lag zwischen den Geschäftsjahren 2016 und 2019 zwischen 23,6% und 49,2% und damit über dem Median der Peer Group, der im gleichen Zeitraum mit abnehmender Tendenz zwischen 8,5% und 15,8% lag. Im Geschäftsjahr 2020 ist zunächst ein Anstieg der Verschuldung aufgrund der zuvor beschriebenen Fremdfinanzierung der Add-on Akquisitionen geplant. Der Verschuldungsgrad zu Marktwerten steigt in diesem Geschäftsjahr auf 46,8%, bevor er sich bis zum Geschäftsjahr 2022 durch Tilgung auf 31,5% reduziert und damit auf historischem Niveau von STADA liegt.

578. Als ergänzende Analyse in Bezug auf den Zusammenhang zwischen der operativen Profitabilität und der Kapitalintensität wird die Kapitalrendite von STADA mit der Peer Group verglichen. Zur Berechnung der Rendite auf das eingesetzte Kapital (sog. Return on Capital Employed, „ROCE“) wird das operative Ergebnis (EBIT) ins Verhältnis zum investierten Kapital (Invested Capital, „IC“) gesetzt¹²⁸:

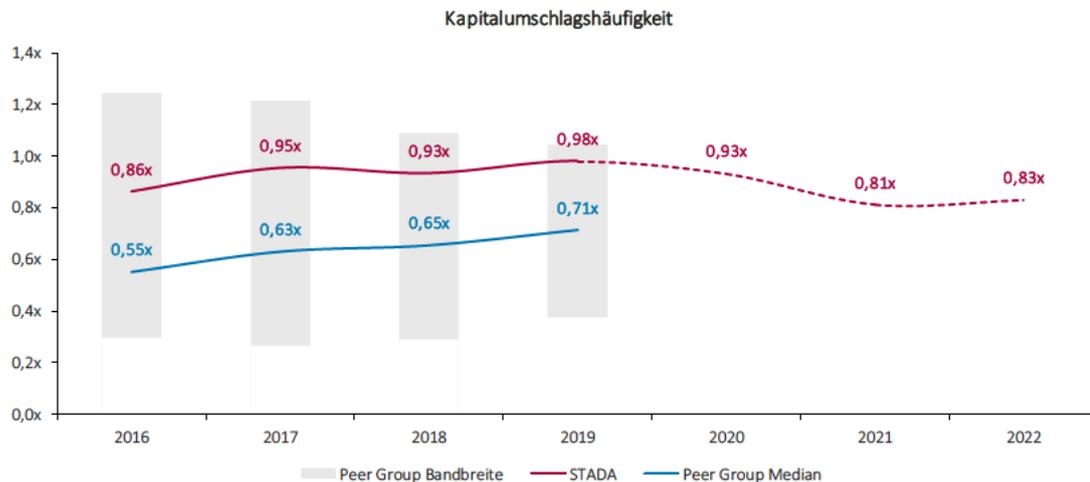


579. Der historische ROCE von STADA lag mit 7,7% im Geschäftsjahr 2016 und mit 8,0% im Geschäftsjahr 2017 in der Mitte der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen und nur im ersten Jahr des Beobachtungszeitraums leicht unterhalb des Medians der Peer Group-Unternehmen. Über die Geschäftsjahre 2018 und 2019 hinweg stieg der ROCE auf 15,3% an und der Abstand zum Median der Peer Group-Unternehmen weitete sich aus. Der Peer Group-Median betrug in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 zwischen 6,8% und 8,5%. Bis zum Geschäftsjahr 2022 plant STADA eine Verbesserung des ROCE auf 15,4%, welcher am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite in den Jahren 2017 bis 2019 liegt.

¹²⁸ Die Rendite auf das eingesetzte Kapital ergibt sich allgemein aus dem Zusammenspiel zwischen der operativen Marge (EBIT-Marge) und der Kapitalintensität (Kapitalumschlagshäufigkeit):

$$ROCE = \frac{EBIT}{Umsatzerlöse} \times \frac{Umsatzerlöse}{IC}$$

580. Der im Geschäftsjahr 2016 niedrigere ROCE von STADA ist vor allem auf die im Vergleich zur Peer Group niedrigere Profitabilität zurückzuführen.¹²⁹ Auch der positive Effekt auf den ROCE aus einem höheren Kapitalumschlag (STADA 2016: 0,86x; Median Peer Group 2016: 0,55x) konnte die niedrigere Marge in diesem Jahr nur teilweise kompensieren:



581. Die geplante leicht positive Entwicklung der Rendite auf das eingesetzte Kapital von 15,3% im Geschäftsjahr 2019 auf 15,4% im Geschäftsjahr 2022 ist u.a. durch eine sich verbessernde operative Marge getrieben. Zudem trägt eine weiterhin höhere Kapitalumschlagshäufigkeit als bei den Peer Group-Unternehmen einen Anteil zur Höhe der Rendite bei. Diese liegt in den Geschäftsjahren 2020 bis 2022 zwischen 0,81x und 0,93x.

582. Das Niveau der Kapitalumschlagshäufigkeit von rd. 0,8x im Geschäftsjahr 2022 liegt am unteren Ende der historischen Bandbreite für STADA und am oberen Ende der bei den Peer Group-Unternehmen beobachtbaren Bandbreite und spiegelt das spezifische Geschäftsmodell von STADA wider.

583. Insgesamt erscheint die erwartete Rendite auf das eingesetzte Kapital unter Berücksichtigung der Treiber und des spezifischen Geschäftsmodells von STADA plausibel. Vor dem Hintergrund dieser Analyse und der zuvor beschriebenen Benchmarking Analysen der Bilanzkennzahlen, schätzen wir die Bilanzplanung als insgesamt plausibel ein, wengleich die Planung des ROCE die Ambitionierung der Planannahmen verdeutlicht.

4.4.6 Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

584. 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. Zudem wurde der Planungsprozess analysiert.

¹²⁹ Vgl. Benchmarking der EBITDA-Marge (Rz. 532 f.).

585. Die Planungsrechnung wurde im Rahmen des regulären Planungsprozesses von STADA erstellt und basiert auf im Gegenstromverfahren (Bottom-Up/Top-Down) erstellten Planungen der einzelnen Einheiten, welche durch den Vorstand und weitere Führungskräfte von STADA im Rahmen der Planungsgespräche überprüft wurden. Insofern enthält die Planungsrechnung detaillierte Einschätzungen der einzelnen Planeinheiten zum Markt- und Wettbewerbsumfeld von STADA, der zukünftigen Ertrags- und Vermögenslage und zudem einzelne Ambitionierungen des Vorstands. Zudem basieren die Annahmen der Planungsrechnung auf dem dokumentierten Unternehmenskonzept der Gesellschaft und den zum Bewertungsstichtag bereits umgesetzten bzw. hinreichend konkretisierten Maßnahmen. Die Auswirkungen der COVID-19 Pandemie wurden im Zuge einer Planungsaktualisierung ebenfalls in der Planungsrechnung reflektiert.
586. Die geplante EBITDA-Marge steigt im Planungszeitraum ausgehend von einem hohen Niveau im Geschäftsjahr 2019 weiter an und nähert sich dem Peer Group-Niveau im Planungszeitraum weiter an. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die hohe EBITDA-Marge im Jahr 2019 durch den Erfolg einiger hochmargigen Produkte bedingt war. Diese Effekte laufen im Planungszeitraum aus. Dennoch wird mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge geplant.
587. Die geplanten Umsatzerlöse basieren auf einer Vielzahl an länder- und portfoliospezifischen Faktoren, welche durch die einzelnen Planungseinheiten berücksichtigt wurden. Hierbei haben wir die Umsatzerlöse anhand der Segmente Generika und Markenprodukte, den Top 5 Ländern und wichtigsten Produkten der Gesellschaft analysiert und jeweils den Marktprognosen von IQVIA gegenübergestellt. Insgesamt erwartet STADA bereits auf Basis der geplanten Netto-Umsatzerlöse das von IQVIA prognostizierte Marktwachstum (auf Basis von Brutto-Umsatzerlösen) in den meisten Märkten zu übertreffen. Zudem entspricht das erwartete Wachstum der Umsatzerlöse den Analystenschätzungen der Peer Group-Unternehmen.
588. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-/Mengenrüst, den Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen, den mit den Führungskräften der STADA geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses wird die Auffassung vertreten, dass die Planungsrechnung insgesamt ambitioniert, aber plausibel ist. Die Planungsrechnung wurde unangepasst für die Ableitung des Werts des Eigenkapitals übernommen.

4.5 Konvergenz- und Fortführungsphase

589. Bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand der DCF-Methode bzw. der Ertragswertmethode 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 in der Regel 3 bis 5 Jahre. Zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase kann es zweckmäßig sein, eine weitere Zwischenphase (sog. Konvergenz- oder Grobplanungsphase) zu modellieren.¹³⁰

590. Die DVFA-Empfehlungen teilen den Prognosezeitraum explizit in mindestens zwei Phasen. Die Detailplanungsphase umfasst dabei i.d.R. 3 bis maximal 10 Jahre. 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 Anpassungsphasen, zum Beispiel 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.
591. Zur Bestimmung der Länge der Konvergenzphase müssen unternehmensspezifische Analysen für die Geschwindigkeit von Konvergenzprozessen hinsichtlich des Unternehmenswachstums und der Unternehmensrentabilität getroffen werden. Auf Basis einer empirischen Untersuchung für Deutschland konnte nachgewiesen werden, dass sich Unternehmenswachstumsraten langfristig einem Zielwert konvergierend annähern.¹³¹ Die Konvergenzgeschwindigkeit der Wachstumsraten ist demnach nicht durch die Einflussfaktoren, wie zum Beispiel Branchenkonzentrationsrate, Marktanteil oder Unternehmensgröße erklärbar. Stattdessen ist empirisch feststellbar, dass Wachstumskonvergenzprozesse deutlich schneller verlaufen als eine Konvergenz der Rentabilität.¹³² Dabei werden Konvergenzprozesse der Rentabilität als der Abbau von Überrenditen definiert. Eine Überrendite liegt vor, wenn die Rendite auf das investierte Kapital über den Kapitalkosten oder den Kapitalrenditen der Vergleichsunternehmen liegt. Die Konvergenz der Rentabilität findet über einen vergleichsweise langen Zeitraum statt und wird u.a. durch branchen- und unternehmensspezifische Konvergenzparameter bestimmt.¹³³
592. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2022 befindet sich die Gesellschaft noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, so dass der Planungszeitraum auf Basis der o.g. Analysen um eine 3-jährige Konvergenzphase erweitert wurde. Gründe hierfür sind im Wesentlichen, dass die Umsatzerlöse der Gesellschaft im letzten Geschäftsjahr noch mit 2,7% wachsen und der Verschuldungsgrad aufgrund der Add-on Akquisitionen im Vergleich zur Peer Group noch über dem marktüblichen Niveau liegt. Eine Rückführung von weiterem Fremdkapital ist jedoch auf Basis der vertraglichen Konditionen erst ab dem Jahr 2024 im notwendigen Umfang möglich.

¹³⁰ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Rz. A 238 für die Begründung zur Verwendung einer Konvergenz- oder Grobplanungsphase.

¹³¹ Vgl. Held, Konvergenzprozesse in der Unternehmensbewertung, 2013, S. 148.

¹³² Vgl. Ebd., S. 184.

¹³³ Vgl. Kreyer, Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung, 2009, S 243-245.

593. Die im Geschäftsjahr 2022 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 2,7% wird über einen Zeitraum von drei Jahren linear auf das für die Fortführungsphase angenommene nachhaltige Niveau¹³⁴ hingeführt. Besonders im Bereich der Generika ist STADA durch den Kostendruck bei öffentlichen Krankenkassen und dem Wettbewerbsdruck durch indische Konkurrenten einer langfristigen Preiserosion ausgesetzt. Auch im Markenprodukte-Segment sind die zukünftigen Wachstumsaussichten durch das allgemeine Wachstum der Kaufkraft der Zielgruppen und dem intensiven Wettbewerb begrenzt. Zudem kann insbesondere in Russland nicht davon ausgegangen werden, dass die dortige Inflation vollständig über Preisanpassungen an die Abnehmer weitergeben wird. Investitionen in die Entwicklung von neuen Produkten, vor allem von Biosimilars, können die negativen Wachstumseffekte nur teilweise kompensieren, wodurch langfristig ein Rückgang des Wachstums der Umsatzerlöse auf die nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% plausibel erscheint.
594. Für das Bruttoergebnis vom Umsatz wird angenommen, dass sich die Bruttomarge vom Umsatz aus dem Geschäftsjahr 2022 i.H.v. 54,6% in der Konvergenzphase noch leicht auf 54,9% verbessert und sich daher dem Peer Group-Niveau annähert.
595. Im Geschäftsjahr 2022 beträgt die geplante EBITDA-Marge 25,6% und erreicht im Vergleich mit der historischen EBITDA-Margenentwicklung von 2016 bis 2019 sowie der weiteren Planjahre einen Hochpunkt. Dies wird insbesondere durch eine im Vergleich zum Marktwachstum überdurchschnittliche Umsatzsteigerung als auch durch einen im Vergleich zu den Umsatzerlösen unterproportionalen Anstieg der Kosten erreicht. Durch die operativen Verbesserungen liegt die EBITDA-Marge im Geschäftsjahr 2022 nur noch geringfügig unterhalb des durchschnittlichen Peer Group-Niveaus. Trotz des im Vergleich zur Historie bereits sehr hohen Niveaus der EBITDA-Marge, des hohen Preiswettbewerbs im Generikamarkt und der bereits im Planungszeitraum ambitionierten Kosteneinsparungen, wird über den Detailplanungszeitraum hinaus eine Steigerung der EBITDA-Marge auf 26,5% angenommen. Dies entspricht der durchschnittlichen EBITDA-Marge der Peer Group im Zeitraum 2016 bis 2022. Hierbei wurden insbesondere auch die langfristigen Ergebniseffekte der Biosimilars berücksichtigt. Aufgrund STADAs Charakteristika als Vollsortimentanbieter wäre jedoch auch eine Fortführung der EBITDA-Marge unterhalb des Peer Group-Medians als sachgerecht anzusehen, da einzelne Peer Group-Unternehmen einen stärkeren Fokus auf einzelne geografische Märkte haben und einen margenstärkeren Produktmix aufweisen.
596. Für das Finanzergebnis wird in der Konvergenzphase angenommen, dass die operativ notwendige Mindestliquidität mit einem Zinssatz von rd. 0,0% verzinst wird. Der Zinsaufwand errechnet sich anhand des Bestands an verzinslichem Fremdkapital (ohne Pensionsrückstellungen) und einem Zinssatz von 1,4%. Die Pensionsrückstellungen werden langfristig mit einem Zinssatz von 1,4% p.a. verzinst.
597. Die effektive Steuerquote des Geschäftsjahres 2022 i.H.v. 20,9% wird als langfristiges Niveau angesehen und in der Konvergenzphase unverändert fortgeführt.

¹³⁴ Siehe zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate im Folgenden den Abschnitt „Fortführungsphase“.

598. Die Entwicklung des Anlagevermögens wird auf Basis der Planung der Gesellschaft leicht ansteigend in der Konvergenzphase zu einem Verhältnis der Investitionen zu den Umsatzerlösen von 7,5% fortgeführt. Dies entspricht dem langfristigen Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen.
599. Die Vorräte und Forderungen als Hauptbestandteile des aktiven Working Capitals werden in der Konvergenzphase so fortentwickelt, dass die Vorratsdauer 208 Tage und die Debitorenlaufzeit 88 Tage erreicht. Diese Werte entsprechen einem nachhaltigen Peer Group-Niveau und entsprechen der in der Historie realisierten und in der Planung erwarteten Laufzeiten bzw. Dauern.
600. Die liquiden Mittel entsprechen in der Konvergenzphase dem operativ notwendigen Mindestkassenbestand, welcher in Bezug auf die Umsatzerlöse bei 5,1% liegt. Dieser operative Mindestkassenbestand entspricht der Einschätzung der Gesellschaft zum operativ notwendigen Mindestkassenbestand.
601. Die Entwicklung des Eigenkapitals erfolgt integriert unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses der jeweiligen Periode und der Dividendenausschüttungen. Hierbei werden die über den operativen Mindestkassenbestand hinausgehenden liquiden Mittel vollständig ausgeschüttet.
602. Die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals in der Konvergenzphase berücksichtigt, dass der Verschuldungsgrad zum Ende des Planungszeitraums aufgrund der Add-on-Akquisitionen noch überhöht ist. Daher wurde gemäß den bestehenden vertraglichen Fremdkapitalkonditionen im Geschäftsjahr 2024 weitere Tilgungen berücksichtigt, so dass der Verschuldungsgrad von STADA zum Ende der Konvergenzphase auf dem Niveau der Peer Group liegt.
603. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten werden im Fall der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen über eine Ziel-Kreditorenlaufzeit von 115 Tagen angesetzt. Diese liegt auf historischem Niveau und innerhalb der historischen Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Die restlichen Posten werden mit konstanten Anteilen an den Umsatzerlösen fortentwickelt.
604. Die soeben dargestellten Annahmen für die Konvergenzphase führen im Ergebnis dazu, dass die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) von 15,4% im Geschäftsjahr 2022 in der Konvergenzphase nochmals leicht auf 16,8% im Geschäftsjahr 2025 ansteigt. Betrachtet man den ROCE der Peer Group-Unternehmen, so befindet sich die Rendite STADAs deutlich über dem durchschnittlichen Peer Group-Median von 7,9%.
605. Die getroffenen Annahmen stellen sicher, dass sich zum Ende der Konvergenzphase die finanziellen Überschüsse in einem eingeschwungenen Zustand befinden. Zudem befindet sich auch die langfristige Rendite auf das eingesetzte Kapital innerhalb der langfristigen branchenüblichen Bandbreite.

Fortführungsphase

606. Die Fortführungsphase beschreibt anschließend eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.¹³⁵ Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und 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.
607. Bei der Planungsrechnung von STADA handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der 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) enthalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.¹³⁶ 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 relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen.
608. Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum 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 weiteren 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 wird ein bedeutender Anteil der Umsatzerlöse in der Eurozone realisiert. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls schwerpunktmäßig auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa.¹³⁷ Bereits in der Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum regelmäßig zum Teil deutlich unter der Zielsetzung der Europäischen Zentralbank in der Eurozone lag.
609. Eine einführende Analyse hierzu wurde bereits im Rahmen des Kapitels „Makroökonomische Situation und Ausblick“ vorgenommen. In der Eurozone liegt die tatsächliche (durchschnittliche) Inflationsrate regelmäßig unterhalb von 2,0% in einer Bandbreite von 0,2 bis 2,5%. Zudem

¹³⁵ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

¹³⁶ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Rz. A 390 f.

¹³⁷ Vgl. Europäische Zentralbank, 2011, S. 7, S. 64.

wird für die Jahre 2020 und 2021 lediglich eine Inflation von 0,2% bzw. 1,0% erwartet. Eine weitergehende Prognose wird aufgrund der hohen Unsicherheit im Zuge der COVID-19 Pandemie vom IWF nicht veröffentlicht.¹³⁸ Auch in Großbritannien und Russland wird ein Rückgang der Inflation von 1,8% im Jahr 2019 auf durchschnittlich 1,3% in 2020 und 2021 bzw. von 4,5% auf 3,0% erwartet, wenngleich insbesondere in Russland die Inflationsraten bereits in der Historie zwischen 5,1% und 15,5% schwankten, so dass nicht davon auszugehen ist, dass STADA diese Schwankungen langfristig vollständig über Preisanpassungen kompensieren kann.

610. Neben der Entwicklung der Inflation ist das erwartete reale Wachstum zu betrachten. Auch hier sind die Prognosen aufgrund der COVID-19 Pandemie mit einer hohen Unsicherheit verbunden. Der Prognosezeitraum wurde daher vom IWF auf 2 Jahre reduziert. In den relevanten Absatzmärkten von STADA gehen die realen Wachstumsraten um -5,5% bis -7,5% zurück. Für das Jahr 2021 wird mit einer deutlichen Erholung gerechnet mit Wachstumsraten zwischen 3,5% und 4,7%. Es zeigt sich, dass auf Basis der erwarteten Wachstumsraten das reale Bruttoinlandsprodukt in STADAs Kernmärkten bis zum Jahr 2021 unter dem Niveau des Jahres 2019 liegen wird.
611. Darüber hinaus ist STADA in einem Marktumfeld tätig, das zwar einerseits aufgrund des Auslaufs von Patenten für Originalpräparate weiterhin von einem Mengenwachstum im Generikamarkt geprägt sein wird. Gleichzeitig ist jedoch der Generikamarkt auch von einer relativ hohen Transparenz, hohem regulatorischen Einfluss, hohem Wettbewerb und zudem hohem Preisdruck aufgrund des beschränkten Budgets im Gesundheitswesen geprägt, was sich durch den COVID-19-Einfluss weiter verstärken wird. Des Weiteren herrscht trotz der guten Positionierung von STADAs Markenprodukten im Markenproduktmarkt ein hoher Wettbewerbs- und Preisdruck. Zusätzlich ist in den Nischenmärkten, wie zum Beispiel in Großbritannien, das Wachstumspotential insgesamt beschränkt. Gleichzeitig sind die Möglichkeiten zur Steigerung der Profitabilität durch Produktmixverschiebungen und Skaleneffekte im Portfolio langfristig begrenzt, so dass das Wachstum der langfristigen finanziellen Überschüsse nicht nur durch den Preisdruck beeinflusst wird, sondern auch von einer fehlenden Möglichkeit zusätzlicher Kostensenkungen. Ferner verfügt STADA nur teilweise über Anpassungsmöglichkeiten der Einkaufspreise, so dass STADA im Zusammenhang mit dem hohen Preisdruck langfristig steigende Einkaufspreise nur teilweise über Preisanpassungen an Kunden weitergeben kann.
612. In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten wurde insbesondere vor dem Hintergrund des intensiven Markt- und Wettbewerbsumfelds und dem nachhaltigen Preiserosionsmechanismus eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% gewählt.¹³⁹

¹³⁸ Vgl. Kapitel 2 3.3.2, Rz. 108.

¹³⁹ Vgl. Kapitel 2 3.4 und Kapitel 2 3.6.

4.6 Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber

613. Abschließend werden die Gewinn- und Verlustrechnungen und Planbilanzen dargestellt, welche für die Ableitung der Cashflows-to-Equity maßgeblich sind, und durch die Übersicht der finanziellen Werttreiber (Kennzahlen) zusammengefasst:

Gewinn- und Verlustrechnung:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung		Konvergenz			TV	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,8	3.197,1	3.247,5	3.280,0	3.312,8
Wachstum in %	-	8,2%	0,7%	11,9%	13,8%	2,7%	2,7%	2,2%	1,6%	1,0%	1,0%
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8	-1.410,2	-1.413,7	-1.420,8	-1.447,2	-1.465,8	-1.480,4	-1.495,3
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7	1.557,8	1.633,0	1.709,1	1.750,0	1.781,7	1.799,6	1.817,5
in % der Umsatzerlöse	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%	52,5%	53,6%	54,6%	54,7%	54,9%	54,9%	54,9%
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4	-934,0	-969,7	-1.001,6	-1.008,7	-1.009,8	-1.019,9	-1.030,1
davon Vertriebskosten	-488,3	-514,5	-538,6	-581,6	-706,7	-742,4	-770,7	-786,9	-798,9	-806,9	-814,9
davon allg. Verwaltungskosten	-182,0	-196,2	-183,7	-214,8	-227,3	-227,3	-230,9	-221,8	-211,0	-213,1	-215,2
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-85,5	-92,3	-96,7	-98,7	-100,1	-101,1	-102,1
Sonstige Erträge	11,8	29,6	44,0	34,1	8,6	6,9	6,9	7,0	7,2	7,2	7,3
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6	-99,9	-35,0	-32,2	-32,7	-33,0	-33,3	-33,6
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0	447,0	542,9	585,5	617,0	646,0	652,5	659,0
in % der Umsatzerlöse	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%	15,1%	17,8%	18,7%	19,3%	19,9%	19,9%	19,9%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	102,9	109,2	107,0	136,4	208,0	214,1	217,2	216,6	214,6	216,7	218,9
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6	833,6	860,6	869,2	877,9
in % der Umsatzerlöse	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%	26,1%	26,5%	26,5%	26,5%
Finanzergebnis	-50,9	-46,9	-38,9	-45,1	-77,2	-82,1	-71,6	-71,3	-52,0	-16,9	-17,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	244,2	277,8	357,6	444,0	369,7	460,7	513,9	545,7	594,0	635,6	641,9
in % der Umsatzerlöse	11,4%	12,0%	15,3%	17,0%	12,5%	15,1%	16,4%	17,1%	18,3%	19,4%	19,4%
Ertragsteuern	-58,4	-73,5	-68,7	-31,8	-77,0	-97,7	-107,4	-114,1	-124,2	-132,9	-134,2
Effektive Steuerrate (in %)	23,9%	26,5%	19,2%	7,2%	20,8%	21,2%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	185,8	204,3	288,8	412,2	292,8	363,0	406,5	431,6	469,8	502,7	507,8
in % der Umsatzerlöse	8,7%	8,8%	12,4%	15,8%	9,9%	11,9%	13,0%	13,5%	14,5%	15,3%	15,3%

Planbilanz:

Bilanz

in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember	Bereinigte Historie				Planung			Konvergenz		TV	
	2016	2017	2018*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.582,4	1.474,3	1.714,3	1.786,0	2.415,5	2.393,5	2.342,7	2.348,1	2.371,5	2.395,3	2.419,2
Sachanlagen	322,7	332,7	403,4	453,4	490,6	510,9	530,7	548,6	554,0	559,6	565,2
Finanzanlagen	16,1	43,5	26,8	9,5	10,8	10,8	10,8	11,0	11,1	11,2	11,3
Anlagevermögen	1.921,2	1.850,6	2.144,5	2.248,8	2.916,9	2.915,2	2.884,2	2.907,6	2.936,6	2.966,0	2.995,7
Vorräte	484,9	499,0	515,3	638,2	716,8	711,5	712,2	727,5	739,0	746,4	753,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	489,1	520,4	516,0	615,1	730,8	740,3	757,6	773,9	786,1	794,0	801,9
Liquide Mittel	352,6	243,2	343,8	206,0	150,0	154,0	158,2	161,6	164,1	165,8	167,4
Sonstiges Umlaufvermögen	171,9	63,7	73,2	117,7	76,3	76,7	78,4	80,1	81,3	82,1	83,0
Aktive latente Steuern	20,8	27,6	26,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Umlaufvermögen	1.519,3	1.353,9	1.474,6	1.577,1	1.673,9	1.682,4	1.706,4	1.743,1	1.770,5	1.788,2	1.806,1
Summe Aktiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.825,9	4.590,8	4.597,6	4.590,6	4.650,6	4.707,2	4.754,3	4.801,8
Eigenkapital	1.047,1	1.006,4	1.178,0	1.249,0	1.541,8	1.789,9	2.056,7	2.303,0	2.772,8	2.800,5	2.828,5
Rückstellungen	136,7	140,0	106,5	18,3	20,8	21,3	21,9	22,4	22,7	23,0	23,2
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.510,1	1.296,6	1.519,8	1.381,4	2.205,0	1.983,0	1.716,6	1.512,8	1.086,3	1.097,2	1.108,2
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	746,6	761,5	814,8	1.177,3	823,3	803,5	795,4	812,5	825,3	833,6	841,9
Summe Passiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.825,9	4.590,8	4.597,6	4.590,6	4.650,6	4.707,2	4.754,3	4.801,8

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

Wesentliche Kennzahlen und Werttreiber:

Wesentliche Kennzahlen und Werttreiber in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Umsatzerlöse	2.968,0	3.046,7	3.129,8	3.197,1	3.247,5	3.280,0	3.312,8
Wachstum in %	13,8%	2,7%	2,7%	2,2%	1,6%	1,0%	1,0%
EBITDA	655,0	757,0	802,6	833,6	860,6	869,2	877,9
in % der Umsatzerlöse	22,1%	24,8%	25,6%	26,1%	26,5%	26,5%	26,5%
EBIT	447,0	542,9	585,5	617,0	646,0	652,5	659,0
in % der Umsatzerlöse	15,1%	17,8%	18,7%	19,3%	19,9%	19,9%	19,9%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	292,8	363,0	406,5	431,6	469,8	502,7	507,8
in % der Umsatzerlöse	9,9%	11,9%	13,0%	13,5%	14,5%	15,3%	15,3%
NOPLAT	350,6	425,7	461,0	485,9	508,8	513,9	519,0
in % der Umsatzerlöse	11,8%	14,0%	14,7%	15,2%	15,7%	15,7%	15,7%
Anlagevermögen	2.916,9	2.915,2	2.884,2	2.907,6	2.936,6	2.966,0	2.995,7
Wachstum in %	29,7%	-0,1%	-1,1%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%
Umschlagshäufigkeit	1,3x	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
Brutto-Investitionen (CAPEX)	-874,8	-212,4	-186,1	-239,8	-243,6	-246,0	-248,5
in % der Umsatzerlöse	-29,5%	-7,0%	-5,9%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%
Net Working Capital	829,8	857,7	889,1	908,2	922,5	931,7	941,0
Wachstum in %	117,5%	3,4%	3,7%	2,2%	1,6%	1,0%	1,0%
Umschlagshäufigkeit	7,8x	3,7x	3,6x	3,6x	3,6x	3,6x	3,6x
Investiertes Kapital (aktivisch)	3.746,8	3.772,9	3.773,3	3.815,8	3.859,1	3.897,7	3.936,7
Wachstum in %	42,4%	0,7%	0,0%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Umschlagshäufigkeit	1,1x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	0,8x	0,8x
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.205,0	1.983,0	1.716,6	1.512,8	1.086,3	1.097,2	1.108,2
Verzinsliche Verbindlichkeiten/EBITDA	3,4x	2,6x	2,1x	1,8x	1,3x	1,3x	1,3x
Fremdkapitalquote (zu Buchwerten)	48,0%	43,1%	37,4%	32,5%	23,1%	23,1%	23,1%
Eigenkapital (Buchwert)	1.541,8	1.789,9	2.056,7	2.303,0	2.772,8	2.800,5	2.828,5
Eigenkapital (Marktwert)	4.706,6	5.104,6	5.457,6	5.803,2	6.112,0	6.626,6	6.692,8
Verschuldungsgrad (zu Marktwerten)	46,8%	38,8%	31,5%	26,1%	17,8%	16,6%	16,6%
ROCE zu Buchwerten	16,8%	14,4%	15,4%	16,3%	16,9%	16,8%	16,8%

5. KAPITALISIERUNGSZINSSATZ

614. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Cashflow-to-Equity mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in das zu bewertende Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite einer, zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten, Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹⁴⁰
615. Im vorliegenden Fall wird zunächst der Cashflow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode für die Wertermittlung vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen verwendet. Zudem wird der Kapitalisierungszinssatz im Rahmen der unmittelbaren Typisierung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern ermittelt.
616. Der Cashflow-to-Equity, der als Grundlage für die Wertermittlung nach dem Cashflow-to-Equity-Ansatz dient, ist der Zahlungsstrom, der den Eigenkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden periodenspezifisch berechnet.
617. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden folgendermaßen bestimmt:

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

mit

r_{EK}^V : Verschuldete Eigenkapitalkosten

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

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

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

618. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht.

¹⁴⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 113 ff.

Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen.

619. Die dargestellte Vorgehensweise zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern ist analog auch mit Größen nach persönlichen Steuern anwendbar.

5.1 Eigenkapitalkosten

5.1.1 Basiszinssatz

620. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann die 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.

621. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve¹⁴¹ 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).

622. Auf dieser Grundlage wird zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 0,00% vor persönlichen Steuern ausgegangen. Nach Berücksichtigung der Abgeltungssteuer i.H.v. 25% und dem Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von gerundet 0,00%.

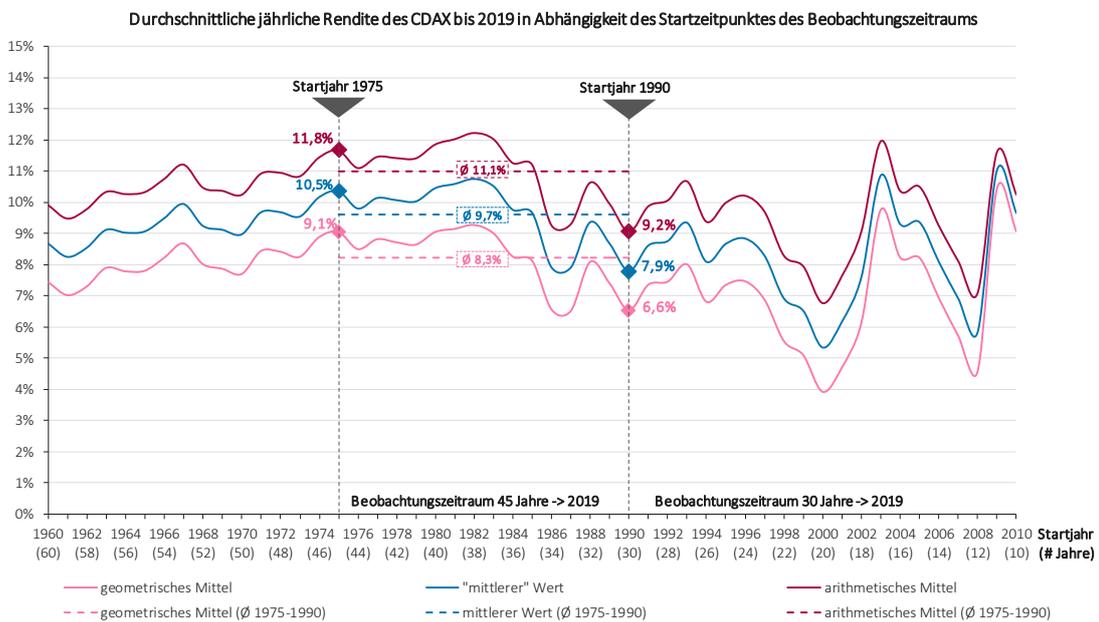
5.1.2 Risikozuschlag

623. 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.

¹⁴¹ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

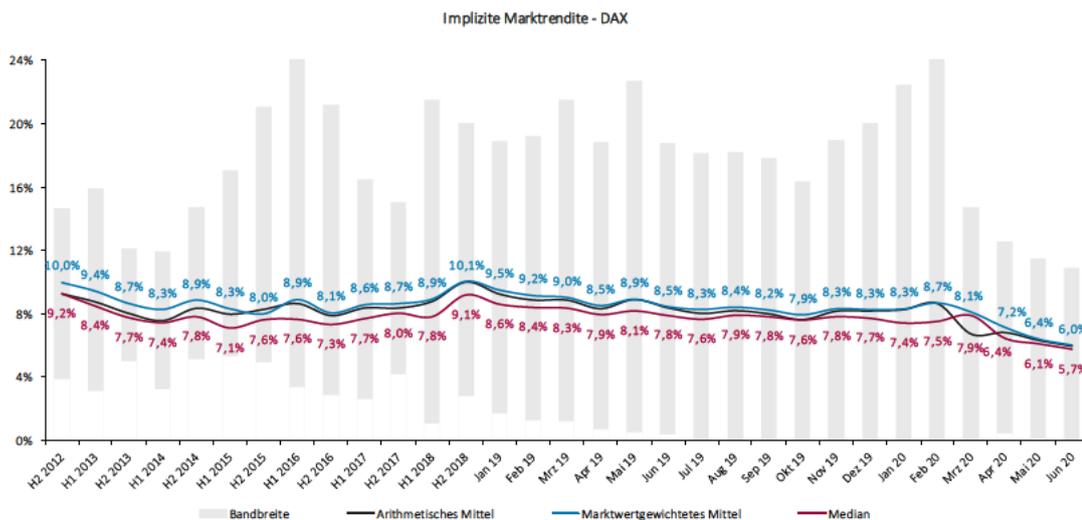
Marktrisikoprämie

- 624. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die (quasi) risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
- 625. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarmen Gläubigerpapieren. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 8,3% bis 11,1% vor persönlichen Steuern:¹⁴²



¹⁴² Eigene Analyse unter Berücksichtigung verschiedener Laufzeiten und des CDAX als Marktportfolio.

626. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die aktuelle Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Markttrenditen abgeleitet werden. Diese liegen im Zeitraum 2012 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX¹⁴³ im marktgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 10,1% vor persönlichen Steuern:



627. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamtrendite fordern. Unter Einbezug des unteren Endes der Bandbreite und Abzug des Basiszinssatzes wird eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 8,0% bis 8,5% vor persönlichen Steuern geschätzt.

628. Auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten bewegt sich die impliziten Markttrendite auf Basis eines Einperiodenmodells auf einem niedrigen Niveau. Sind jedoch die Gewinn- oder Dividendenprognosen für das laufende Jahr durch kurzfristige Sondereffekte, wie z.B. die Auswirkungen einer Wirtschafts- oder Finanzkrise beeinflusst, und somit nicht repräsentativ für ein nachhaltiges Niveau, kommt es zu einer systematischen Unterschätzung der mittels einem Einperiodenmodell berechneten impliziten Markttrenditen. Dies zeigt sich auch zum Zeitpunkt der Erstellung dieser gutachtlichen Stellungnahmen im Zusammenhang mit der COVID-19 Pandemie. Zwar gehen Analysten für das Jahr 2020 von einem Einbruch der Gewinne der Unternehmen aus, erwarten jedoch für die folgenden Jahre eine teilweise bis vollständige Erholung. Da dieser von den Marktteilnehmern erwartete spätere Aufholeffekt in einem Einperiodenmodell grundsätzlich nicht berücksichtigt wird, liegt die gemessene Renditeerwartung unter der tatsächlich vom Markt geforderten Rendite und kann somit nicht als Schätzer für die implizite Markttrendite

¹⁴³ Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

herangezogen werden.¹⁴⁴ Entsprechend liegt die implizite der Rendite auf Basis der Analystenschätzungen für den Zeitpunkt t+2 bei 7,9% und damit deutlich über dem verzerrten Wert eines Einperiodenmodells.

629. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 22. Oktober 2019, ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% bis 8,0% zu unterstellen.¹⁴⁵ Für die Nachsteuerbetrachtung hat der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,5% festgelegt. Im Zuge der COVID-19 Pandemie hat der FAUB in einem fachlichen Hinweis die empfohlenen Bandbreiten für die Marktrisikoprämie nochmals bestätigt.¹⁴⁶ Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen kann jedoch unter Berücksichtigung des aktuellen risikolosen Basiszinssatzes auch eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oberhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite gerechtfertigt werden.¹⁴⁷
630. Da die aktuellen Kapitalmarktdaten auf eine Marktrisikoprämie größer als 8,0% vor persönlichen Steuern hindeuten, wird bei der Ermittlung des Ertragswerts nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern das obere Ende der Bandbreite i.H.v. 8,0% und bei der Betrachtung nach persönlichen Steuern das obere Ende der Bandbreite i.H.v. 6,5% für angemessen gehalten.
631. Da es jedoch in der Rechtsprechung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen verbreitet ist, den Mittelwert der empfohlenen IDW-Bandbreite zu verwenden, wurde ebenfalls eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0% und nach persönlichen Steuern von 5,75% angesetzt.
632. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher sowohl eine Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern bzw. 6,5% nach persönlichen Steuern, als auch eine Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern bzw. 5,75% nach persönlichen Steuern herangezogen. Durch die Verwendung dieser Bandbreiten für die Marktrisikoprämie fließen einerseits die aktuellen Kapitalmarktdaten und andererseits die aktuelle Rechtsprechung in die Wertableitung ein.

Betafaktor

633. Die STADA-Aktien werden seit dem Delisting-Erwerbsangebot der Nidda Healthcare mit Ablauf des 27. Novembers 2018 nicht mehr im regulierten Markt an der Frankfurter Börse oder im regulierten Markt einer anderen deutschen Wertpapierbörse gehandelt. Zudem verfügt die Aktie der STADA im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg über eine geringe Liquidität. Daher

¹⁴⁴ Vgl. Aschauer/Purtscher/Witte, Renditeforderungen in Krisenzeiten – Eine empirische Untersuchung der letzten Krisenereignisse, RWZ 6/2020.

¹⁴⁵ Vgl. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 22. Oktober 2019: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>, Stand vom 31. Juli 2020.

¹⁴⁶ Vgl. Corona-Virus: Fachlicher Hinweis zu den Auswirkungen auf Unternehmensbewertungen vom 26. März 2020: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/corona-virus--fachlicher-hinweis-zu-den-auswirkungen-auf-unternehmensbewertungen/122886>, Stand vom 31. Juli 2020

¹⁴⁷ Vgl. Kapitel 5.4.1.2.

kann zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors nicht der eigene Betafaktor der STADA Arzneimittel AG herangezogen werden.

634. Als in der Bewertungspraxis anerkannte Methodik bietet sich daher der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus bestmöglich vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) zusammensetzt. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch eine Scoring-Analyse – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.¹⁴⁸
635. Eine Analyse der identifizierten Peer Group-Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Ableitung des Betafaktors

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre
		2020 - 2016	2020 - 2019	2020 - 2016	2020 - 2019	2020 - 2016	2020 - 2019
		monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich
Richter Gedeon Rt.	Budapest Stock Index	0,69	0,84	0,0x	0,0x	0,67	0,83
Mylan, Inc.	S&P 500	1,54	0,98	0,7x	1,1x	0,98	0,57
Vifor Pharma AG	Swiss Performance Index (Total Return)	1,30	1,50	0,1x	0,0x	1,21	1,44
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Dow Jones - Composite - South Africa Stocks	1,10	n.a.	0,4x	n.a.	0,81	n.a.
Hikma Pharmaceuticals PLC	FTSE 100 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dr. Reddy's Laboratories Limited	S&P BSE 500 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Krka, d. d.	Slovenian Blue Chip Index	0,74	0,95	0,1x	0,1x	0,71	0,91
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	FTSE MIB INDEX	n.a.	0,42	n.a.	0,1x	n.a.	0,39
Perrigo Company plc	S&P 500	1,20	1,22	0,3x	0,4x	0,94	0,92
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	Madrid Ibxex 35 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mallinckrodt plc	S&P 500	3,42	2,91	1,2x	6,5x	1,71	0,67
Min		0,69	0,42	0,0x	0,0x	0,67	0,39
Median		1,20	0,98	0,3x	0,1x	0,94	0,83
Mittelwert		1,43	1,26	0,4x	1,2x	1,00	0,82
Max		3,42	2,91	1,2x	6,5x	1,71	1,44

636. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur der Peer Group-Unternehmen (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren ermittelt (sog. unlevern). Die Ermittlung der Debt Betas basiert auf den systematischen Credit Spreads, welche auf Grundlage der Fremdkapitalratings der jeweiligen Unternehmens abgeleitet wurden.
637. Der Betafaktor wird jeweils auf Basis wöchentlicher Renditen über einen Zeitraum von zwei Jahren und auf Basis monatlicher Renditen über fünf Jahre unadjustiert berechnet. Aufgrund der COVID-19 Pandemie ergeben sich zum Bewertungsstichtag starke Verzerrungen in den beobachtbaren Unternehmens- und Marktrenditen, welche sich insbesondere durch sehr hohe Renditesprünge äußern. Insbesondere bei einer Betrachtung des zweijährigen Beobachtungszeitraums mit wöchentlichen Renditeintervallen führt dies zu einem kurzfristigen Absinken der Betafaktoren der Peer Group. Der fünfjährige Betrachtungszeitraum wurde daher explizit in die Ableitung des Betafaktors einbezogen, da dieser im Vergleich zum zweijährigen Betrachtungszeitraum weniger stark von den Sondereffekten durch die COVID-19 Pandemie verzerrt ist.

¹⁴⁸ Vgl. Kapitel 2.4.2

638. Im Ergebnis der Analyse des Betafaktors ohne Bereinigung der COVID-19 Sondereffekte kann zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des fünfjährigen und zweijährigen Betrachtungszeitraums ein angemessener Betafaktor von 0,9 abgeleitet werden.
639. In diesem Zusammenhang muss beurteilt werden, inwiefern zum Bewertungsstichtag erhobene Betafaktoren mit den beschriebenen Verzerrungen geeignet sind, das zukünftige systematische Risiko von STADA zu schätzen. Die Verzerrungen in den historischen Daten treten insbesondere durch die ab dem 24. Februar 2020 eingetretenen Kursverfälle und einer anschließend außergewöhnlich hohen Volatilität an den Börsen auf.

Entwicklung des Volatilitätsindex (VDAX) und des DAX in den letzten 12 Monaten



640. Beispielhaft dargestellt ist die Entwicklung an den deutschen Aktienmärkten anhand der Entwicklung des Volatilitätsindex („VDAX“) und dem deutschen Aktienmarktindex („DAX“). Zu erkennen ist, dass der VDAX zwischenzeitlich auf das bis zu fünffache des Vor-COVID-19-Niveaus anstieg. Gleichzeitig brach der DAX seit dem 21. Februar zwischenzeitlich um fast 40% ein.

641. Ein in der Bewertungspraxis anerkanntes Vorgehen, um diesen Verzerrungen zu begegnen, ist die Bereinigung des betreffenden Zeitraums. Daher wurde zusätzlich zur Analyse der Peer Group-Betafaktoren zum Bewertungsstichtag ebenfalls eine Betafaktor-Erhebung zum Stichtag 21. Februar 2020 durchgeführt. Die auf dieser Basis ermittelten Betafaktoren sind frei von außerordentlichen Renditeschwankungen und bilden somit einen unverzerrten, belastbareren Schätzer für den Betafaktor ab.

Ableitung des Betafaktors

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre
		2020 - 2016	2020 - 2019	2020 - 2016	2020 - 2019	2020 - 2016	2020 - 2019
		monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich	monatlich	wöchentlich
Richter Gedeon Rt.	Budapest Stock Index	0,88	1,06	0,0x	0,0x	0,85	1,05
Mylan N.V.	S&P 500	1,73	1,59	0,7x	0,9x	1,11	0,92
Vifor Pharma AG	Swiss Performance Index (Total Return)	n.a.	1,43	n.a.	0,1x	n.a.	1,36
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Dow Jones - Composite - South Africa Stocks	n.a.	1,45	n.a.	0,7x	n.a.	0,90
Hikma Pharmaceuticals PLC	FTSE 100 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dr. Reddy's Laboratories Limited	S&P BSE 500 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Krka, d. d.	Slovenian Blue Chip Index	0,81	0,83	0,1x	0,1x	0,77	0,79
Recordati S.p.A.	FTSE MIB INDEX	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Perrigo Company plc	S&P 500	1,43	1,68	0,3x	0,4x	1,10	1,25
Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.	Madrid Ibex 35 Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mallinckrodt plc	S&P 500	2,65	n.a.	1,2x	n.a.	1,30	n.a.
Min		0,81	0,83	0,0x	0,0x	0,77	0,79
Median		1,43	1,44	0,3x	0,2x	1,10	0,99
Mittelwert		1,50	1,34	0,5x	0,3x	1,03	1,05
Max		2,65	1,68	1,2x	0,9x	1,30	1,36

642. Die Analyse der Betafaktoren vor COVID-19-Einflüssen im Durchschnitt höhere Betafaktoren als unter Einbezug der COVID-19-Einflüsse. Auf dieser Basis erscheint ein Betafaktor von gerundet 1,0 sachgerecht.

643. In einer Gesamtbetrachtung der Peer Group-Betafaktoren zum Bewertungsstichtag und zum 21. Februar 2020 unter Berücksichtigung eines fünfjährigen und zweijährigen Betrachtungszeitraums und vor dem Hintergrund des Risikoprofils der zukünftigen finanziellen Überschüsse wird ein aus der Peer Group abgeleiteter unverschuldeter Betafaktor in einer Bandbreite von 0,90 bis 1,00 für STADA als angemessen erachtet. Für die nachfolgende Bewertung wird auf das untere Ende der Bandbreite abgestellt und ein Betafaktor von 0,90 angesetzt.

644. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 8,00% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,90 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 7,20% vor persönlichen Steuern.

645. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit:

$$0,00\% + 0,90 \times 8,00\% = 7,20\%$$

646. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad von STADA zu Marktwerten beträgt rund 26,4%. Somit ergibt sich ein barwertäquivalentgewichteter verschuldeter Betafaktor i.H.v. rund 1,02.

647. Somit betragen die durchschnittlichen verschuldeten Eigenkapitalkosten von STADA vor persönlichen Steuern:

$$0,00\% + 1,02 \times 8,00\% = 8,16\%$$

648. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten von STADA in der Nachsteuerbetrachtung dargestellt. Auf der Basis der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,90 ergibt sich ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 5,85% nach persönlichen Steuern.

649. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen somit:

$$0,00\% + 0,90 \times 6,50\% = 5,85\%$$

650. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad von STADA zu Marktwerten beträgt rund 26,4%. Somit ergibt sich ein barwertäquivalentgewichteter verschuldeter Betafaktor i.H.v. rund 1,02.

651. Somit betragen die durchschnittlichen verschuldeten Eigenkapitalkosten von STADA nach persönlichen Steuern:

$$0,00\% + 1,02 \times 6,50\% = 6,63\%$$

5.2 Wachstumsabschlag

652. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. 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. UNTERNEHMENSWERT VON STADA

653. Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen¹⁴⁹ werden im Folgenden die Cashflows-to-Equity vor persönlichen Steuern abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals von STADA unter Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten zunächst anhand der DCF-Methode vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 sowie den DVFA-Empfehlungen ermittelt. Aufgrund der bei der Abfindungsermittlung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen üblichen Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 wird der Wert des Eigenkapitals auch nach persönlichen Steuern unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung ermittelt. Dabei werden jeweils Wertbandbreiten unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 8,0% als oberes Ende der FAUB-Empfehlungen und 7,0% als Mittelwert der FAUB-Empfehlungen dargestellt. Nach persönlichen Steuern entspricht dies einer Marktrisikoprämie von 6,5% bzw. 5,75%.
654. Zudem werden die so ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals den Ergebnissen der weiteren Bewertungsmethoden (Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren, Börsenkurs und Vorerwerbspreisen) im Sinne der Methodenpluralität gemäß den DVFA-Empfehlungen gegenüber gestellt.

6.1 Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen

655. Der IDW S 1 und die DVFA-Empfehlungen unterscheiden sich insbesondere voneinander durch das Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des Unternehmenswerts. Der markttypische Unternehmenserwerber bewertet 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 (hier: Ausgleich und Barabfindung) berücksichtigen wird.¹⁵⁰ Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen (sog. Market Participant-Synergien). Dies gilt jedoch nur, wenn die Planung nicht bereits Synergien enthält.
656. Eine Berücksichtigung unechter Synergien bzw. von Market Participant-Synergien nach DVFA ist im vorliegenden Fall nicht erforderlich, da der Vorstand der STADA Arzneimittel AG und die Geschäftsführung der Nidda Healthcare keine positiven Synergiepotentiale zwischen den Gesellschaften erwarten. Mangels unterschiedlicher Synergien führen demnach die Ermittlung

¹⁴⁹ Vgl. Kapitel 4.4.

¹⁵⁰ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

des Werts des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie der Verkehrswert nach den DVFA-Empfehlungen zu demselben Ergebnis.

6.1.1 DCF-Wert

657. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 7,0% bis 8,0% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% ausgegangen.

658. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity¹⁵¹ von STADA auf Basis der Planungsrechnung¹⁵² abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	447,0	542,9	585,5	617,0	646,0	652,5	659,0
-/+ Finanzergebnis	-77,2	-82,1	-71,6	-71,3	-52,0	-16,9	-17,0
- Ertragsteuern	77,0	97,7	107,4	114,1	124,2	132,9	134,2
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	292,8	363,0	406,5	431,6	469,8	502,7	507,8
+ Abschreibungen	208,0	214,1	217,2	216,6	214,6	216,7	218,9
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-876,1	-212,4	-186,2	-239,9	-243,7	-246,1	-248,6
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-448,3	-27,8	-31,4	-19,1	-14,3	-9,2	-9,3
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	823,7	-222,0	-266,4	-203,8	-426,4	10,9	11,0
= Cashflow-to-Equity	-	114,9	139,6	185,3	-	475,0	479,7

659. Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von gerundet 8,2% bis 9,2% bei einer Marktrisikoprämie 8,0% vor persönlichen Steuern bzw. gerundet 7,0% bis 7,6% bei einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern ermittelt.

660. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 8,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% ergibt sich zum 24. September 2020 ein DCF-Wert i.H.v. EUR 4.995,7 Mio.:

DCF-Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cashflow-to-Equity	-	114,9	139,6	185,3	0,0	475,0	479,7
<i>Basiszinssatz</i>	<i>0,00%</i>						
<i>Marktrisikoprämie</i>	<i>8,00%</i>						
<i>Verschuldeter Betafaktor</i>	<i>1,06</i>	<i>1,15</i>	<i>1,11</i>	<i>1,06</i>	<i>1,05</i>	<i>1,02</i>	<i>1,02</i>
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag</i>	<i>8,46%</i>	<i>9,17%</i>	<i>8,89%</i>	<i>8,52%</i>	<i>8,42%</i>	<i>8,17%</i>	<i>8,17%</i>
<i>Wachstumsabschlag</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1,00%</i>
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</i>	<i>8,46%</i>	<i>9,17%</i>	<i>8,89%</i>	<i>8,52%</i>	<i>8,42%</i>	<i>8,17%</i>	<i>7,17%</i>
<i>Barwertfaktor</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>8,5</i>
Barwert der Cashflows-to-Equity	-	97,1	108,3	132,5	0,0	289,5	4.079,2
DCF-Wert zum 31. Dezember 2019							4.706,6
Aufzinsungsfaktor							1,061
DCF-Wert zum 24. September 2020							4.995,7

¹⁵¹ Vgl. Anlage 5 zur Darstellung der konsistent abgeleiteten Kapitalflussrechnung mit Ausweis des Cashflows aus laufender Geschäftstätigkeit, Investitions- und Finanzierungstätigkeit.

¹⁵² Vgl. Kapitel 4.4.

661. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% ergibt sich zum 24. September 2020 ein DCF-Wert i.H.v. EUR 6.246,9 Mio.:

DCF-Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cashflow-to-Equity	-	114,9	139,6	185,3	0,0	475,0	479,7
<i>Basiszinssatz</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>Marktrisikoprämie</i>	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
<i>Verschuldeter Betafaktor</i>	1,01	1,08	1,06	1,02	1,02	1,00	1,00
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag</i>	7,09%	7,57%	7,41%	7,16%	7,12%	6,99%	6,99%
<i>Wachstumsabschlag</i>	-	-	-	-	-	-	1,00%
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</i>	7,09%	7,57%	7,41%	7,16%	7,12%	6,99%	5,99%
<i>Barwertfaktor</i>	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	11,0
Barwert der Cashflows-to-Equity	-	99,8	112,9	139,8	0,0	312,6	5.275,6
DCF-Wert zum 31. Dezember 2019				5.940,6			
<i>Aufzinsungsfaktor</i>				<u>1,052</u>			
DCF-Wert zum 24. September 2020				6.246,9			

6.1.2 Minderheiten

662. Das auf nicht beherrschende Gesellschafter (Minderheiten) entfallende Ergebnis wurde bei der Ableitung des DCF-Werts nicht berücksichtigt und wird als Sonderwert vom DCF-Wert abgezogen. Insgesamt sind u.a. bei Pymepharco Joint Stock Company, BIOCEUTICALS AG, Hemofarm Banja Luka d.o.o., Hemomont d.o.o., STADA Pharmaceuticals (Beijing) Ltd. und NorBiTec GmbH Minderheitenanteile zu berücksichtigen. Da die Minderheiten keine Garantiedividenden erhalten, sondern gewöhnliche Dividenden erhalten, wird der Wert der Minderheiten durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten von STADA ermittelt.

663. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter dargestellt. Dieser beträgt zum 24. September 2020 bei einer Marktrisikoprämie von 8,0% rund EUR 350,4 Mio.:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (vor pers. Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	19,4	20,6	21,6	22,9	24,9	26,7	26,9
<i>Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag</i>	<i>8,46%</i>	<i>9,17%</i>	<i>8,89%</i>	<i>8,52%</i>	<i>8,42%</i>	<i>8,17%</i>	<i>7,17%</i>
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	8,5
Barwert der Cashflows-to-Equity	17,9	17,4	16,7	16,4	16,4	16,3	229,0
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2019	330,1						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,061</u>						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 24. September 2020	350,4						

664. Unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 7,0% beträgt der Wert der Minderheiten zum 24. September 2020 rund EUR 422,7 Mio.:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (vor pers. Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	19,4	20,6	21,6	22,9	24,9	26,7	26,9
<i>Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag</i>	<i>7,09%</i>	<i>7,57%</i>	<i>7,41%</i>	<i>7,16%</i>	<i>7,12%</i>	<i>6,99%</i>	<i>5,99%</i>
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	11,0
Barwert der Cashflows-to-Equity	18,1	17,8	17,4	17,3	17,5	17,6	296,2
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2019	402,0						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,052</u>						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 24. September 2020	422,7						

6.1.3 Sonderwerte

665. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert.

666. Die verabschiedete Planungsrechnung auf Ebene des STADA-Konzerns wurde im Rahmen eines mehrstufigen Planungsprozesses erstellt, in dem erstmalig im März 2020 ein Planungsstand auf Konzernebene vorlag. Seit diesem Zeitpunkt wurden Akquisitionen getätigt bzw. abgeschlossen, deren Effekte noch nicht in der Planungsrechnung enthalten sind. Im Rahmen der Analysen und Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden Effekte aus den bereits hinreichend konkretisierten Akquisitionen als Sonderwerte berücksichtigt.

667. Bei den Sonderwerten handelt es sich zum einen um die Akquisition eines Portfolios von 15 etablierten regionalen Consumer Health Marken von GlaxoSmithKline in vorwiegend europäischen Ländern wie Frankreich, Deutschland, Italien, Polen, Russland, Spanien und der Schweiz (Transaktion „Elara“). Das Portfolio umfasst Marken in den Segmenten Erkältung und Grippe, Schmerz und Hautpflege. Der Ergebnisbeitrag des Portfolios ist in der verabschiedeten Planungsrechnung nicht enthalten. Die Akquisition wurde am 24. Februar 2020 angekündigt und Ende des 2. Quartals 2020 abgeschlossen. Insbesondere unterliegen die Details der Transaktion einer Vertraulichkeitsvereinbarung. Als Sonderwert gelangt der Saldo aus dem erworbenen Unternehmenwert (Enterprise Value) des Portfolios abzüglich der Kaufpreiszahlung zum Ansatz..

668. Ein weiterer Sonderwert für wird für die Akquisition eines Produkts berücksichtigt, dessen Vertragsverhandlungen sich bereits in einem weit vorangeschrittenen Stadium befinden. Angesichts der bestehenden Unsicherheit über die finalen Konditionen und den erfolgreichen Abschluss der Akquisition wurde eine indikative Schätzung eines maximalen zusätzlichen Wertbeitrags als Sonderwert für diese Transaktion inkludiert.
669. Darüber hinaus befindet sich STADA in frühen Gesprächen zu zwei weiteren möglichen Akquisitionen. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser gutachtlichen Stellungnahme ist nicht mit einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit von einem Abschluss der Transaktion auszugehen, so dass aufgrund der nicht hinreichenden Konkretisierung und mangelnden Quantifizierbarkeit einer möglichen Wertsteigerung durch die Transaktion eine Berücksichtigung der entsprechenden Effekte nicht vorgenommen wurde.
670. Insgesamt beträgt die Bandbreite der Sonderwerte zum Bewertungsstichtag gerundet EUR 78,7 Mio. mit einer Marktrisikoprämie von 6,5% nach persönlichen Steuern bis auf EUR 128,5 Mio. bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern.

6.1.4 Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern

671. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 8,0% und Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts i.H.v. rund EUR 4.995,7 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 350,4 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 78,7 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern zum 24. September 2020 insgesamt rund EUR 4.724,0 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 62,3 Mio. ausstehenden STADA-Aktien einem Wert von EUR 75,88 je Aktie.
672. Im Folgenden ist die Überleitung vom DCF-Wert zum Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern mit einer Marktrisikoprämie von 8,0% dargestellt:

Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

DCF-Wert zum 31. Dezember 2019	4.706,6
Aufzinsungsfaktor	1,061
DCF-Wert zum 24. September 2020	4.995,7
- Minderheiten (vor pers. Steuern)	-350,4
+ Sonderwerte	78,7
Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern zum 24. September 2020	4.724,0
Aktienanzahl in Mio.	62,3
Wert je Aktie (in EUR)	75,88

673. Wird eine Marktrisikoprämie von 7,0% herangezogen, beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts i.H.v. rund EUR 6.246,9 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 422,7 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 128,5 Mio. zum 24. September 2020 insgesamt EUR 5.952,7 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von EUR 95,61.

674. Im Folgenden ist die Überleitung vom DCF-Wert zum Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern mit einer Marktrisikoprämie von 7,0% dargestellt:

Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

DCF-Wert zum 31. Dezember 2019	5.940,6
Aufzinsungsfaktor	1,052
DCF-Wert zum 24. September 2020	6.246,9
- Minderheiten (vor pers. Steuern)	-422,7
+ Sonderwerte	128,5
Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern zum 24. September 2020	5.952,7
Aktienanzahl in Mio.	62,3
Wert je Aktie (in EUR)	95,61

6.2 Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

6.2.1 Ertragswert

675. Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nach § 327a AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (vor persönlichen Steuern) und der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).

676. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 sind darüber hinaus zusätzliche 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 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 mit unterschiedlichen Steuersätzen besteuert werden. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote i.H.v. rund 40% ausgegangen, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Gesellschaft und der Peer Group-Unternehmen entspricht.

677. Das steuerliche Einlagekonto ist zur Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen nicht relevant.

Ableitung der finanziellen Überschüsse in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	292,8	363,0	406,5	431,6	469,8	502,7	507,8
Dividende vor pers. Steuern	-	114,9	139,6	185,3	-	475,0	203,1
Pers. Steuern auf Dividende	-	30,3	36,8	48,9	-	125,3	53,6
Dividende nach pers. Steuern	-	84,6	102,8	136,5	-	349,7	149,5
Gewinnthesaurierung	292,8	248,1	266,8	246,3	469,8	27,7	28,0
Fiktive Hinzurechnung vor pers. Steuern	-	-	-	-	0,0	-	276,6
Pers. Steuern auf fiktive Thesaurierung	-	-	-	-	0,0	-	36,5
Fiktive Hinzurechnungen nach pers. Steuern	-	-	-	-	0,0	-	240,2
Finanzieller Überschuss nach pers. Steuern	-	84,6	102,8	136,5	0,0	349,7	389,7

678. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Markt-
risikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln.

679. Für Bewertungszwecke wird von einer Markt-
risikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,75% bis 6,50% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% vor persönlichen Steuern ausgegangen. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, so dass der Wachstumsabschlag in der Nachsteuerbetrachtung 0,87% beträgt.

680. Hieraus ergibt sich folgender Kapitalisierungszinssatz bei Verwendung einer Markt-
risikoprämie von 6,50%:

Ableitung der Kapitalkosten nach pers. Steuern

	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,00%						
Markt- risikoprämie (nach pers. Steuern)	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Verschuldeter Betafaktor	1,05	1,13	1,10	1,06	1,05	1,02	1,02
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	6,81%	7,37%	7,17%	6,89%	6,82%	6,63%	6,63%
Wachstumsabschlag							0,87%
Kapitalisierungszinssatz (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	6,81%	7,37%	7,17%	6,89%	6,82%	6,63%	5,76%

681. Für die Berechnung mit einer Markt-
risikoprämie von 5,75% ergibt sich folgender Kapitalisierungszinssatz:

Ableitung der Kapitalkosten nach pers. Steuern

	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,00%						
Markt- risikoprämie (nach pers. Steuern)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Verschuldeter Betafaktor	1,01	1,08	1,06	1,02	1,02	1,00	1,00
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	5,74%
Wachstumsabschlag							0,87%
Kapitalisierungszinssatz (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	4,87%

682. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen bei einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von gerundet 6,6% bis 7,4% sowie bei einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von gerundet 5,7% bis 6,2%.
683. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% nach persönlichen Steuern ergibt sich zum 24. September 2020 ein Ertragswert i.H.v EUR 5.264,9 Mio.:

Wertableitung des Ertragswerts in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	84,6	102,8	136,5	0,0	349,7	389,7
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)</i>							
<i>nach Wachstumsabschlag</i>	6,81%	7,37%	7,17%	6,89%	6,82%	6,63%	6,63%
<i>Wachstumsabschlag nach pers. Steuer</i>	-	-	-	-	-	-	0,87%
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)</i>	6,81%	7,37%	7,17%	6,89%	6,82%	6,63%	5,76%
<i>nach Wachstumsabschlag</i>							
<i>Barwertfaktor</i>	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	11,6
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	-	73,8	83,6	103,9	0,0	233,7	4.521,3
Ertragswert zum 31. Dezember 2019	5.016,3						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,050</u>						
Ertragswert zum 24. September 2020	5.264,9						

684. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% nach persönlichen Steuern ergibt sich zum 24. September 2020 ein Ertragswert i.H.v EUR 6.445,4 Mio.:

Wertableitung des Ertragswerts in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	84,6	102,8	136,5	0,0	349,7	389,7
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)</i>							
<i>nach Wachstumsabschlag</i>	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	5,74%
<i>Wachstumsabschlag nach pers. Steuer</i>	-	-	-	-	-	-	0,87%
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)</i>	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	4,87%
<i>nach Wachstumsabschlag</i>							
<i>Barwertfaktor</i>	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	14,5
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	-	75,3	86,3	108,2	0,0	247,7	5.666,7
Ertragswert zum 31. Dezember 2019	6.184,2						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,042</u>						
Ertragswert zum 24. September 2020	6.445,4						

6.2.2 Minderheiten

685. Das auf nicht beherrschende Gesellschafter (Minderheiten) entfallende Ergebnis wurden bei der Ableitung des Ertragswerts nicht berücksichtigt und wird daher als Sonderwert vom Ertragswert abgezogen.¹⁵³

686. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter mit einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern dargestellt:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (nach pers. Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	19,4	20,6	21,6	22,9	24,9	26,7	26,9
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss n. pers. Steuern	19,4	18,8	19,6	20,3	24,9	20,0	22,2
<i>Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag</i>	<i>6,81%</i>	<i>7,37%</i>	<i>7,17%</i>	<i>6,89%</i>	<i>6,82%</i>	<i>6,63%</i>	<i>5,76%</i>
<i>Barwertfaktor</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>11,6</i>
Barwert der Cashflows-to-Equity	18,2	16,4	16,0	15,5	17,8	13,4	257,1
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2019	354,2						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,050</u>						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 24. September 2020	371,8						

687. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter mit einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern dargestellt:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (nach pers. Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	19,4	20,6	21,6	22,9	24,9	26,7	26,9
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss n. pers. Steuern	19,4	18,8	19,6	20,3	24,9	20,0	22,2
<i>Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag</i>	<i>5,80%</i>	<i>6,19%</i>	<i>6,07%</i>	<i>5,87%</i>	<i>5,84%</i>	<i>5,74%</i>	<i>4,87%</i>
<i>Barwertfaktor</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>14,5</i>
Barwert der Cashflows-to-Equity	18,4	16,8	16,5	16,1	18,7	14,2	322,2
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2019	422,7						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,042</u>						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 24. September 2020	440,6						

6.2.3 Sonderwerte

688. Das Vorgehen zur Ermittlung der Sonderwerte nach persönlichen Steuern ist analog zu dem in Kapitel 6.1.3. beschriebenen Vorgehen.

689. Insgesamt beträgt der Sonderwert zum Bewertungsstichtag EUR 78,7 Mio. bei einer Marktrisikoprämie von 6,50% nach persönlichen Steuern und EUR 128,5 Mio. bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern.¹⁵⁴

¹⁵³ Vgl. Kapitel 6.1.2

¹⁵⁴ Vgl. Kapitel 6.1.3

6.2.4 Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern

690. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,50% und Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts i.H.v. rund EUR 5.264,9 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 371,8 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 78,7 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern zum 24. September 2020 insgesamt rund EUR 4.971,8 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 62,3 Mio. ausstehenden STADA-Aktien einem Wert von EUR 79,86 je Aktie.

691. Im Folgenden ist die Überleitung vom Ertragswert zum Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie von 6,5% dargestellt:

Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern

Ertragswert zum 31. Dezember 2019	5.016,3
Aufzinsungsfaktor	<u>1,050</u>
Ertragswert zum 24. September 2020	5.264,9
- Minderheiten (nach pers. Steuern)	-371,8
+ Sonderwerte	<u>78,7</u>
Wert des Eigenkapitals zum 24. September 2020	4.971,8
Aktienanzahl in Mio.	62,3
Wert je Aktie (in EUR)	79,86

692. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75% beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern unter Berücksichtigung des Ertragswerts i.H.v. rund EUR 6.445,4 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 440,6 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 128,5 Mio. zum 24. September 2020 insgesamt rund EUR 6.133,3 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von EUR 98,51.

693. Im Folgenden ist die Überleitung vom Ertragswert zum Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern bei Verwendung eine Marktrisikoprämie von 5,75% dargestellt:

Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern

Ertragswert zum 31. Dezember 2019	6.184,2
Aufzinsungsfaktor	<u>1,042</u>
Ertragswert zum 24. September 2020	6.445,4
- Minderheiten (nach pers. Steuern)	-440,6
+ Sonderwerte	<u>128,5</u>
Wert des Eigenkapitals zum 24. September 2020	6.133,3
Aktienanzahl in Mio.	62,3
Wert je Aktie (in EUR)	98,51

6.3 Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

694. Neben der Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der DCF- und Ertragswertmethode werden Wertbandbreiten auf Basis 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 Unterneh-

mens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsen-Multiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktions-Multiplikatoren) abgeleitet wird.

6.3.1 Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren

695. Zur Bewertung von STADA 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 Börsen-Multiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl¹⁵⁵ identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren der Geschäftsjahre 2021 und 2022.
696. 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. Die DVFA-Empfehlungen hingegen wenden die Multiplikator-Bewertung grundsätzlich als gleichrangige Methode neben anderen Methoden der Unternehmensbewertung an.
697. Für die Ableitung von Multiplikatoren für STADA wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Um angemessene Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf den maßgeblich wertbeeinflussenden Faktor Wachstum abgestellt. Ungeachtet etwaiger Marktunvollkommenheiten und Preisverzerrungen besteht in der Regel ein Zusammenhang zwischen dem Multiplikator und dem Wachstum, da die Erwartungen hinsichtlich Wachstum implizit in den Multiplikatoren enthalten sind.¹⁵⁶ Um weiterhin die teilweise unterschiedliche Anlagenintensität der Peer Group-Unternehmen ausreichend zu berücksichtigen, wird zudem auf sog. Cash Contribution-Multiplikatoren abgestellt. Die jeweilige Bezugsgröße für die Cash Contribution-Multiplikatoren wird durch Subtraktion der Investitionen (CAPEX) vom EBITDA ermittelt.
698. Auf eine Berücksichtigung von Umsatz-Multiplikatoren wurde im Folgenden verzichtet, da die unterschiedlichen Niveaus der operativen Profitabilität nur einen sehr eingeschränkten Vergleich auf Umsatzebene zulassen. Insgesamt sind die unternehmensspezifischen Geschäftsmodelle, trotz ihrer generellen Vergleichbarkeit, zu verschieden, um eine aus Umsatz-Multiplikatoren abgeleitete Wertbandbreite anwenden zu können.

¹⁵⁵ Vgl. Kapitel 2.4.

¹⁵⁶ Vgl. zum Zusammenhang von Multiplikator, Profitabilität und Wachstum u.a. Koller/Goedhart/Wessels, 2010, S. 315-317; Viebig/Poddig/Varmaz, 2008, S. 363 f.

EBITDA-Multiplikatoren

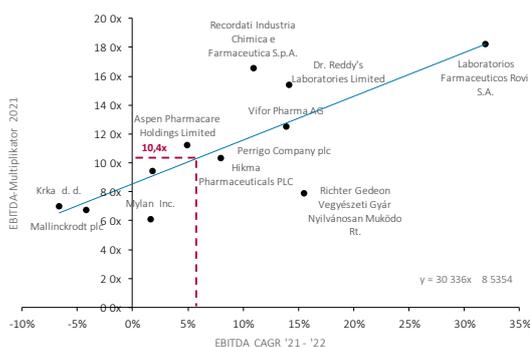
699. Für EBITDA-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren insbesondere auf das zukünftige Wachstumsprofil abgestellt:

EBITDA-Multiplikatoren

	EBITDA-Wachstum p.a.			EBITDA-Marge			EBITDA-Multiplikator		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2021	2022	10-J. Median
Richter Gedeon Rt.	18,8%	12,2%	15,5%	24,7%	26,4%	28,1%	7,9x	6,8x	9,4x
Krka, d. d.	7,3%	-6,5%	-6,7%	27,9%	25,5%	23,2%	7,0x	7,5x	6,1x
Mylan, Inc.	1,7%	0,7%	1,6%	30,3%	29,8%	30,0%	6,1x	6,0x	10,5x
Perrigo Company plc	3,8%	6,8%	4,9%	17,8%	18,7%	19,1%	11,3x	10,7x	15,6x
Vifor Pharma AG	22,8%	14,6%	13,9%	31,9%	33,8%	35,5%	12,6x	11,0x	16,9x
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	26,6%	22,2%	31,9%	18,5%	19,0%	22,1%	18,2x	13,8x	20,4x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	4,1%	14,7%	14,1%	23,3%	24,2%	24,7%	15,4x	13,5x	15,4x
Recordati S.p.A.	4,5%	8,8%	10,9%	37,5%	38,0%	38,8%	16,6x	15,0x	12,2x
Mallinckrodt plc	-22,5%	-12,9%	-4,3%	36,3%	34,6%	34,4%	6,8x	7,1x	10,3x
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	7,3%	1,2%	1,8%	28,4%	27,6%	27,1%	9,5x	9,3x	16,3x
Hikma Pharmaceuticals PLC	8,4%	7,9%	8,0%	28,0%	28,5%	29,1%	10,3x	9,6x	13,3x
STADA	4,8%	15,5%	6,0%	22,1%	24,8%	25,6%			
Durchschnitt	7,5%	6,3%	8,3%	27,7%	27,8%	28,4%	11,1x	10,0x	13,3x
Median	7,3%	7,9%	8,0%	28,0%	27,6%	28,1%	10,3x	9,6x	13,3x

700. Zur Analyse des Zusammenhangs zwischen EBITDA-Wachstumsraten und EBITDA-Multiplikatoren wurde eine lineare Regression durchgeführt.

701. Die Regressionsgerade für die EBITDA-Multiplikatoren des Geschäftsjahrs 2021 basiert auf den von Analysten erwarteten durchschnittlichen EBITDA-Wachstumsraten der Peer Group-Unternehmen für das Geschäftsjahr 2022:



702. Die Regressionsanalyse zeigt, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen erwartetem EBITDA-Wachstum und EBITDA-Multiplikatoren besteht. STADA plant im Planungszeitraum im Geschäftsjahr 2022 mit einem EBITDA-Wachstum von ca. 6,0%, sodass sich aus der Regressionsanalyse ein EBITDA-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2021 von 10,4x ergibt.

703. Für das Geschäftsjahr 2022 wurden der EBITDA-Multiplikator auf Basis der am besten vergleichbaren Unternehmen hinsichtlich der von Analysten erwarteten Wachstumsrate im Geschäfts-

jahr 2023 ausgewählt. Vor diesem Hintergrund wurden Perrigo Company plc und Hikma Pharmaceuticals PLC identifiziert und der durchschnittliche EBITDA-Multiplikator der beiden Unternehmen i.H.v. 10,2x angesetzt.

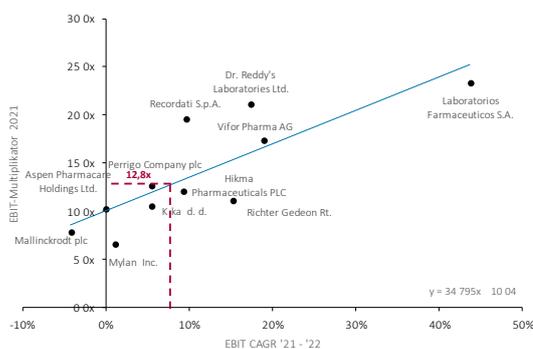
EBIT-Multiplikatoren

704. Für die EBIT-Multiplikatoren ist ebenfalls das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren wird somit ebenfalls auf das zukünftige Wachstumsprofil abgestellt:

EBIT-Multiplikatoren

	EBIT-Wachstum p.a.			EBIT-Marge			EBIT-Multiplikator		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2021	2022	10-J. Median
Richter Gedeon Rt.	27,3%	16,3%	15,3%	16,9%	18,8%	19,9%	11,1x	9,6x	14,6x
Krka, d. d.	9,3%	-14,0%	5,4%	20,1%	16,9%	17,4%	10,6x	10,0x	9,2x
Mylan, Inc.	108,4%	2,3%	1,0%	27,7%	27,7%	27,7%	6,6x	6,5x	16,9x
Perrigo Company plc	83,5%	6,3%	5,5%	15,9%	16,6%	17,1%	12,7x	12,0x	24,1x
Vifor Pharma AG	35,3%	23,8%	19,0%	21,3%	24,3%	26,7%	17,4x	14,7x	24,8x
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	32,9%	28,1%	43,7%	13,8%	14,8%	18,8%	23,3x	16,2x	31,6x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	5,1%	17,2%	17,4%	16,6%	17,6%	18,5%	21,1x	18,0x	22,4x
Recordati S.p.A.	2,2%	9,7%	9,6%	31,5%	32,2%	32,5%	19,6x	17,9x	13,9x
Mallinckrodt plc	223,2%	-14,6%	-4,2%	31,8%	29,8%	29,6%	7,9x	8,2x	28,5x
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	5,6%	5,4%	-0,1%	25,0%	25,3%	24,4%	10,3x	10,3x	18,1x
Hikma Pharmaceuticals PLC	11,3%	9,4%	9,2%	23,5%	24,3%	25,1%	12,1x	11,1x	16,7x
STADA	-8,5%	21,3%	7,8%	15,1%	17,8%	18,7%			
Durchschnitt	49,5%	8,2%	11,1%	22,2%	22,6%	23,4%	13,9x	12,2x	20,1x
Median	27,3%	9,4%	9,2%	21,3%	24,3%	24,4%	12,1x	11,1x	18,1x

705. Analog zum Vorgehen bei den EBITDA-Multiplikatoren wurde bei den EBIT-Multiplikatoren auf Regressionen gegen das zukünftige erwartete EBIT-Wachstum abgestellt:



706. Die Regression zeigt, dass in der Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen erwarteten Wachstumsraten und den EBIT-Multiplikatoren besteht. Aus der Regressionsanalyse ergibt sich für das geplante EBIT-Wachstum im Geschäftsjahr 2022 von STADA i.H.v. 7,8% ein EBIT-Multiplikator von 12,8x für das Geschäftsjahr 2021.

707. Für das Geschäftsjahr 2022 wurden die EBIT-Multiplikatoren auf Basis der am besten vergleichbaren Unternehmen hinsichtlich des Wachstumsprofils ausgewählt. Vor diesem Hintergrund wurden Perrigo Company plc, Recordati S.p.A. und Hikma Pharmaceuticals PLC identifiziert und

der durchschnittliche EBIT-Multiplikator der ausgewählten Unternehmen i.H.v. 13,7x angesetzt.

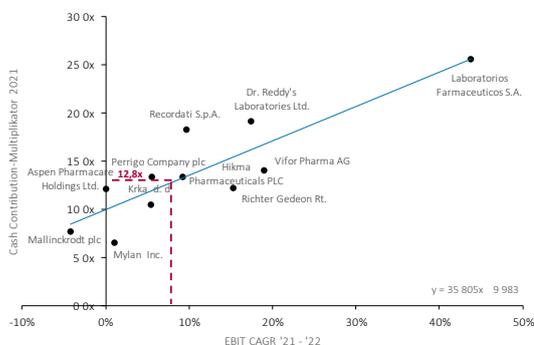
Cash Contribution-Multiplikatoren

- 708. Um die jeweils unterschiedlichen Anlagenintensitäten und Bilanzierungspolitiken der Peer Group-Unternehmen zu berücksichtigen, wird der Cash Contribution-Multiplikator verwendet. Die Cash Contribution ist als EBITDA abzüglich der Investitionen definiert.
- 709. Auch für Cash Contribution-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren, wie beim EBIT(DA)-Multiplikator, insbesondere auf das Wachstumsprofil abgestellt:

Cash Contribution-Multiplikatoren

	EBIT-Wachstum p.a.			EBIT-Marge			Cash C.-Multiplikator		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2021	2022	10-J. Median
Richter Gedeon Rt.	27,3%	16,3%	15,3%	16,9%	18,8%	19,9%	12,3x	9,9x	6,9x
Krka, d. d.	9,3%	-14,0%	5,4%	20,1%	16,9%	17,4%	10,6x	12,0x	4,4x
Mylan, Inc.	108,4%	2,3%	1,0%	27,7%	27,7%	27,7%	6,6x	6,5x	9,0x
Perrigo Company plc	83,5%	6,3%	5,5%	15,9%	16,6%	17,1%	13,4x	12,2x	13,8x
Vifor Pharma AG	35,3%	23,8%	19,0%	21,3%	24,3%	26,7%	14,1x	12,0x	15,8x
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	32,9%	28,1%	43,7%	13,8%	14,8%	18,8%	25,6x	16,9x	13,7x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	5,1%	17,2%	17,4%	16,6%	17,6%	18,5%	19,2x	16,4x	11,6x
Recordati S.p.A.	2,2%	9,7%	9,6%	31,5%	32,2%	32,5%	18,4x	16,6x	11,3x
Mallinckrodt plc	223,2%	-14,6%	-4,2%	31,8%	29,8%	29,6%	7,7x	8,0x	7,9x
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	5,6%	5,4%	-0,1%	25,0%	25,3%	24,4%	12,2x	11,2x	13,4x
Hikma Pharmaceuticals PLC	11,3%	9,4%	9,2%	23,5%	24,3%	25,1%	13,4x	12,5x	7,1x
STADA	-8,5%	21,3%	7,8%	15,1%	17,8%	18,7%			
Durchschnitt	49,5%	8,2%	11,1%	22,2%	22,6%	23,4%	13,9x	12,2x	10,4x
Median	27,3%	9,4%	9,2%	21,3%	24,3%	24,4%	13,4x	12,0x	11,3x

- 710. Bei der Analyse des Zusammenhangs zwischen Wachstumsraten und Cash Contribution-Multiplikatoren wurde analog zur Ableitung von EBIT(DA)-Multiplikatoren vorgegangen.
- 711. Die Regressionsgerade basiert demnach auf der erwarteten EBIT-Wachstumsrate für das Geschäftsjahr 2022 im Vergleich zu den Cash Contribution-Multiplikatoren des Geschäftsjahres 2021:



712. Die Regressionsanalyse zeigt, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen erwartetem EBIT-Wachstum und den Cash Contribution-Multiplikatoren besteht. STADA plant im Geschäftsjahr 2022 mit einem EBIT-Wachstum von ca. 7,8%, sodass sich aus der Regressionsanalyse ein Cash Contribution-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2021 von 12,8x ergibt.
713. Für das Geschäftsjahr 2022 wurden die Cash Contribution-Multiplikatoren auf Basis der am besten vergleichbaren Unternehmen hinsichtlich des Wachstumsprofils ausgewählt. Vor diesem Hintergrund wurden Perrigo Company plc, Recordati S.p.A. und Hikma Pharmaceuticals PLC identifiziert und der durchschnittliche Cash Contribution-Multiplikator der ausgewählten Unternehmen i.H.v. 13,8x angesetzt.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Börsen-Multiplikatoren

714. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsen-Multiplikatoren resultierenden Wertbandbreite wurde im Folgenden jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem aus der Regression abgeleiteten Multiplikator und dem Median der Peer Group abgestellt. Dieses Vorgehen berücksichtigt sowohl das spezifische Wachstumsprofil von STADA als auch das mittlere Niveau der Peer Group-Unternehmen. Langfristig nähert sich die EBITDA-Marge von STADA an das durchschnittliche Niveau der Peer Group an.
715. Auf Basis der gewählten Multiplikatoren resultieren die in folgender Darstellung ausgewiesenen Wertunter- und Wertobergrenzen des Unternehmensgesamtwerts. Die dargestellte Bandbreite des Unternehmensgesamtwerts wird in einem nächsten Schritt aus dem Durchschnitt dieser Multiplikator-spezifischen Bandbreitenwerte gebildet:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Ausgewählte Multiplikatoren	Multiplikator-Bandbreite			Wertbandbreite	
	Median	Regression	Referenzwert	Min	Max
EBITDA-Multiplikator 2021	10,3x	10,4x	757,0	7.827,9	7.845,9
EBITDA-Multiplikator 2022	9,6x	10,2x	802,6	7.687,6	8.149,9
EBIT-Multiplikator 2021	12,1x	12,8x	542,9	6.587,4	6.932,2
EBIT-Multiplikator 2022	11,1x	13,7x	585,5	6.503,9	8.002,2
Cash Contribution-Multiplikator 2021	13,4x	12,8x	544,6	6.966,2	7.289,3
Cash Contribution-Multiplikator 2022	12,0x	13,8x	616,5	7.407,0	8.484,5
Unternehmensgesamtwert (Ø)				7.163,3	7.784,0

716. Analog zur Cashflow-to-Equity- bzw. Ertragswertmethode werden bei der Überleitung zum Wert des Eigenkapitals die verzinslichen Verbindlichkeiten berücksichtigt. In Summe sind demnach verzinsliche Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 1.381,4 Mio. zum 31. Dezember 2019 vom auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelten Unternehmensgesamtwert in Abzug zu bringen. Zusätzlich ist bei der Multiplikator-Bewertung zum Bewertungsstichtag die Finanzierung der bereits in der Planungsrechnung und somit in der Referenzgröße enthaltenen Add-on Akquisitionen Anfang 2020 zu berücksichtigen. Insgesamt wurden Finanzinstrumente in Höhe von EUR 758,3 Mio. zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommen, die zusätzlich in Abzug zu bringen sind.

717. In Analogie zur Cashflow-to-Equity- bzw. Ertragswertmethode wird neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch der Wert der Minderheiten in Abzug gebracht. Außerdem werden Sonderwerte berücksichtigt. Nicht operativ notwendige Kassenbestände bestehen nicht.
718. Auf Basis der Bezugsgrößen EBITDA, EBIT und Cash Contribution liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten, Akquisitionsfinanzierung und Minderheiten sowie der Hinzurechnung von Sonderwerten zwischen EUR 4.711,6 Mio. und EUR 5.351,3 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)					
in EUR Mio.					
Ausgewählte Multiplikatoren	Multiplikator-Bandbreite			Wertbandbreite	
	Median	Regression	Referenzwert	Min	Max
EBITDA-Multiplikator 2021	10,3x	10,4x	757,0	7.827,9	7.845,9
EBITDA-Multiplikator 2022	9,6x	10,2x	802,6	7.687,6	8.149,9
EBIT-Multiplikator 2021	12,1x	12,8x	542,9	6.587,4	6.932,2
EBIT-Multiplikator 2022	11,1x	13,7x	585,5	6.503,9	8.002,2
Cash Contribution-Multiplikator 2021	13,4x	12,8x	544,6	6.966,2	7.289,3
Cash Contribution-Multiplikator 2022	12,0x	13,8x	616,5	7.407,0	8.484,5
Unternehmensgesamtwert (Ø)				7.163,3	7.784,0
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				1.381,4	1.381,4
- Akquisitionsfinanzierung				758,3	758,3
- Minderheiten				440,6	371,8
+/- Sonderwerte				128,5	78,7
Wert des Eigenkapitals (vor Prämie/Abschlag)				4.711,6	5.351,3

719. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmepremien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt. Aus empirischen Beobachtungen lässt sich ableiten, dass dabei die Prämien in der Regel höher ausfallen als etwaige Abschläge. Da die STADA-Aktien seit Dezember 2019 an keinem regulierten Markt in Deutschland mehr gehandelt werden und lediglich Handel in geringem Umfang im Freiverkehr an der Börse Hamburg stattfindet, ist ein Liquiditätsabschlag in Abzug zu bringen.
720. Langemann (2014) ermittelte in einer umfassenden empirischen Studie Liquiditätsabschläge, die sich im Mittel zwischen ca. 3% und 20% bewegen.¹⁵⁷ In der Gesamtbetrachtung und unter Berücksichtigung des geringen Handels im Freiverkehr, wurde auf einen mittleren Wert innerhalb der Bandbreite abgestellt und ein Liquiditätsabschlag von 10,0% angesetzt.
721. Weiterhin wurde eine Übernahmepremie in Betracht gezogen. Konzeptionell liegt der Übernahmepremie die Annahme zugrunde, dass Börsen-Multiplikatoren lediglich die Preise von Minderheitenanteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber geho-

¹⁵⁷ Vgl. Langemann (2014), Bewertungspraktiker (Dezember 2014).

ben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,¹⁵⁸ wobei letzter Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsen-Multiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden.

722. Wie aus folgender Tabelle zu entnehmen ist, befinden sich die anhand der Transaktionen für börsennotierte Pharma- und Healthcare-Unternehmen beobachtbaren Übernahmeprämien im Durchschnitt zwischen 24,2% und 28,5% und im Median zwischen 11,5% und 17,8%:

Prämienanalyse

Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Erworbener				
		Anteil	Closing	1 Tag	1 Woche	1 Monat
EQT Partners AB	Karo Pharma AB	66,5%	2019	29,0%	19,5%	20,3%
Tiancheng International	Biotest Aktiengesellschaft	100,0%	2018	2,7%	3,0%	10,6%
Karo Pharma AB	Weifa ASA	100,0%	2017	10,1%	12,5%	13,6%
Mylan N.V.	Meda AB	100,0%	2016	98,8%	87,6%	74,3%
Vectura Group plc	Skyepharma PLC	100,0%	2016	4,2%	8,6%	10,8%
Actavis, Inc.	Warner Chilcott plc	100,0%	2013	4,5%	6,2%	44,7%
LLC Garden Hills	Open Stock Company Veropharm	52,0%	2013	32,9%	32,9%	38,4%
BASF AS	Pronova BioPharma ASA	100,0%	2013	12,5%	22,7%	15,4%
TPG Capital, L.P.	Par Pharmaceutical Companies Inc.	100,0%	2012	36,7%	39,5%	49,0%
Sanofi-Aventis	Zentiva N.V.	69,4%	2009	10,6%	12,3%	8,4%
			Durchschnitt	24,2%	24,5%	28,5%
			Median	11,5%	16,0%	17,8%

723. Problematisch ist bei den ermittelten Übernahmeprämien, dass diese zum einen finanzielle und strategische Kontrolle abbilden und zum anderen internationale Daten nicht ohne Korrekturen auf den deutschen Markt übertragen werden können, da finanzielle Kontrollprämien länder-, branchen- und größenabhängig sind.¹⁵⁹ Dies arbeitet die Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und begründet, dass finanzielle Kontrollprämien auch abhängig vom verwendeten Multiplikator sind. Bei Anwendung von EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren liegt die in der Studie ermittelte finanzielle Kontrollprämie in einer Bandbreite von rund 5,0% bis 10,0%.

724. 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. Überträgt man diesen Anteil auf die am Markt beobachtbaren Übernahmeprämien im Pharma- und Healthcare-Sektor (siehe Tabelle oben), so erscheint eine finanzielle Kontrollprämie von 7,0% bis 10,0% angemessen.

725. Auf dieser Basis wurde von einer finanziellen Kontrollprämie von 10,0% ausgegangen.

¹⁵⁸ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmeprämien bei M&A, 2017, S. 191.

¹⁵⁹ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Grbenic, Transaction Control Premium/Minority Discount Study Deutschland, 2014, S. 26 ff.

726. Da eine finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10,0% und ein Liquiditätsabschlag in gleicher Höhe berücksichtigt wird, gleichen sich die Prämie und der Abschlag aus. Somit beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals von STADA auf Basis der Multiplikator-Methode EUR 4.711,6 Mio. bis EUR 5.351,3 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)					
in EUR Mio.					
Ausgewählte Multiplikatoren	Multiplikator-Bandbreite			Wertbandbreite	
	Median	Regression	Referenzwert	Min	Max
EBITDA-Multiplikator 2021	10,3x	10,4x	757,0	7.827,9	7.845,9
EBITDA-Multiplikator 2022	9,6x	10,2x	802,6	7.687,6	8.149,9
EBIT-Multiplikator 2021	12,1x	12,8x	542,9	6.587,4	6.932,2
EBIT-Multiplikator 2022	11,1x	13,7x	585,5	6.503,9	8.002,2
Cash Contribution-Multiplikator 2021	13,4x	12,8x	544,6	6.966,2	7.289,3
Cash Contribution-Multiplikator 2022	12,0x	13,8x	616,5	7.407,0	8.484,5
Unternehmensgesamtwert (Ø)				7.163,3	7.784,0
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				1.381,4	1.381,4
- Akquisitionsfinanzierung				758,3	758,3
- Minderheiten				440,6	371,8
+/- Sonderwerte				128,5	78,7
Wert des Eigenkapitals (vor Prämie/Abschlag)				4.711,6	5.351,3
+ Kontrollprämie (10%)				471,2	535,1
- Liquiditätsabschlag (10%)				471,2	535,1
Wert des Eigenkapitals (inkl. Prämie/Abschlag)				4.711,6	5.351,3
Anzahl Aktien (Mio.)				62,3	62,3
Wert je Aktie in EUR				75,68	85,95

727. Bei einer ausstehenden Aktienanzahl von rd. 62,3 Mio. ergibt sich ein aus den Börsen-Multiplikatoren abgeleiteter Wert je Aktie in einer Bandbreite von EUR 75,68 und EUR 85,95.

6.3.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

728. Neben der Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren können alternativ Transaktions-Multiplikatoren verwendet werden. 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. Transaktions-Multiplikatoren weisen gegenüber Börsen-Multiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.

729. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen 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 in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen. Im Gegensatz dazu enthalten Börsen-Multiplikatoren solche Prämien nicht, sofern vorher keine Übernahmegegerüchte existieren. 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. Die Messung gezahlter Prämien (ohne deren überschneidungsfreie Aufspaltung in Einzeleffekte) ist bei Transaktionen börsennotierter Mehrheitsanteile aus der Differenz von (anteiliger) Marktkapitalisierung vor Übernahmegepäusen und gebotem bzw. gezahltem Übernahmepreis möglich.

730. 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 dürfen. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
731. Darüber hinaus ist bei Transaktions-Multiplikatoren 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.¹⁶⁰ Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsen-Multiplikatoren, 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.
732. 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.
733. Aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹⁶¹ Der Analysezeitraum umfasst die Jahre ab 2008 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl¹⁶² vorgegangen und Transaktionen aus dem Pharma- und Healthcare-Sektor identifiziert. In einem weiteren Schritt wurden ausschließlich Mehrheitstransaktionen ausgewählt, die eine implizite Gesamtkapitalbewertung von über EUR 50 Mio. aufwiesen, bei denen das Zielunternehmen den Sitz in Europa hat und welche in den letzten 6 Jahren durchgeführt wurden.
734. Wie bereits beschrieben, ist auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des

¹⁶⁰ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsen-Multiplikatoren.

¹⁶¹ Über die Datenbank S&P Capital IQ. Es werden insbesondere die impliziten Gesamtkapitalwerte und jeweiligen Bezugsgrößen von dieser Datenbank bezogen und anschließend auf dieser Basis die entsprechenden Multiplikatoren berechnet. Darüber hinaus sind noch weitere Vergleichs-Transaktionen relevant, die jedoch nicht in der Datenbank von S&P Capital IQ hinterlegt waren, sondern die auf Basis von Analystenreports vorlagen und ebenso Eingang in die Analyse fanden.

¹⁶² Vgl. Kapitel 2.4.1.

Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen wurden folgende 12 Transaktionen identifiziert und in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren daraus abgeleitet. Es ist darauf hinzuweisen, dass diese Transaktionen vor Ausbruch der COVID-19 Pandemie abgeschlossen wurden.

Transaktions-Multiplikatoren		Transaktionsinformationen							
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	Umsatz	EBITDA	Unternehmens-		Erworbener Anteil	
						gesamtwert (EV)	EV / EBITDA		
Karo Pharma AB (publ)	Trimb Healthcare AB	Schweden	2019	930	150	3.400	22,7x	100,0%	
Intermediate Capital Group plc; ICG	Doc Generici s.r.l.	Italien	2019	215	85	1.100	12,9x	100,0%	
EQT Partners AB	Karo Pharma AB (publ)	Schweden	2019	1.615	635	8.656	13,6x	66,5%	
Takeda Pharmaceutical Company Ltc	Shire plc	Irland	2019	11.007	4.624	57.734	12,5x	100,0%	
Karo Pharma AB (publ)	Weifa ASA	Norwegen	2017	406	89	1.588	17,8x	100,0%	
CVC Capital Partners Limited	Doc Generici s.r.l.	Italien	2016	180	61	675	11,1x	100,0%	
Mylan N.V.	Meda AB	Schweden	2016	19.648	6.425	83.602	13,0x	100,0%	
BC Partners	Pharmathen S.A.	Griechenland	2015	180	47	588	12,5x	80,0%	
Concordia Healthcare Corp.	Amdipharm Mercury Company Ltc	Großbritannien	2015	446	256	3.531	13,8x	100,0%	
Actavis UK Ltd	Auden Mckenzie Holdings Limited	Großbritannien	2015	130	n/a	324	n/a	100,0%	
Perrigo Company plc	Omega Pharma Invest NV	Belgien	2015	1.276	265	3.639	13,7x	100,0%	
Meda AB	Rottapharm S.p.A.	Italien	2014	5.092	1.351	20.777	15,4x	100,0%	
						Durchschnitt gesamt	14,5x		
						Median gesamt	13,6x		
						25%-Perzentil gesamt	12,7x		

735. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsen-Multiplikatoren wird für die Bewertung mit Transaktions-Multiplikatoren auf das EBITDA zurückgegriffen. Aufgrund fehlender Finanzinformationen bzgl. des EBIT und der Investitionen werden die EBIT- und Cash Contribution-Multiplikatoren nicht berücksichtigt. Ebenso wie bei den Börsen-Multiplikatoren, werden die Umsatz-Multiplikatoren nicht berücksichtigt, da eine Einschätzung der Profitabilität aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit nicht möglich ist.
736. Wie aus obiger Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren EBITDA-Multiplikatoren in einer Bandbreite von 11,1x bis 22,7x. Demgegenüber befindet sich der Median bzw. der Durchschnitt bei 13,6x bzw. 14,5x. Das 25%-Perzentil liegt bei 12,7x und ist aufgrund eines zur STADA vergleichbaren EBITDA-Margenprofils herangezogen worden.
737. Als am besten vergleichbare Transaktion aus Sicht der Geschäftsmodelle und des geografischen Fokus der Zielunternehmen konnte die Transaktion Mylan N.V./Meda AB identifiziert werden. Diese weist einen EBITDA-Multiplikator i.H.v. 13,0x auf.
738. Aufgrund fehlender Detailinformationen (u.a. nicht börsennotierte Unternehmen, keine weiterführenden öffentlichen Informationen zu Transaktionsdetails, etc.) ist eine Regressionsanalyse der Transaktions-Multiplikatoren auf Basis von Wachstumserwartungen der Zielunternehmen nicht möglich bzw. nicht aussagekräftig.
739. Im Folgenden wird für die Bewertung anhand der Transaktions-Multiplikatoren auf eine Bandbreite zwischen dem 25%-Perzentil aller Transaktionen und dem Wert der am besten vergleichbaren Transaktion abgestellt.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Transaktions-Multiplikatoren

740. Basierend auf den ausgewählten EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich für STADA die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsen-Multiplikatoren:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Transaktions-Multiplikatoren)					
in EUR Mio.	Multiplikator-Bandbreite			Wertbandbreite	
	Best			Min	Max
	Ausgewählte Multiplikatoren	25%-Perzentil	comparable Referenzwert		
EBITDA-Multiplikator LTM	12,7x	13,0x	625,5	7.950,0	8.138,7
Unternehmensgesamtwert (Ø)				7.950,0	8.138,7
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				1.381,4	1.381,4
- Akquisitionsfinanzierung				n.a.	n.a.
- Minderheiten				440,6	371,8
+/- Sonderwerte				128,5	78,7
Wert des Eigenkapitals (vor Abschlag)				6.256,5	6.464,2
- Liquiditätsabschlag (10%)				625,7	646,4
Wert des Eigenkapitals (inkl. Abschlag)				5.630,9	5.817,8
Anzahl Aktien (Mio.)				62,3	62,3
Wert je Aktie in EUR				90,44	93,45

741. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals von STADA auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten EBITDA-Multiplikatoren mit der ausgewählten Multiplikator-Bandbreite zwischen EUR 5.630,9 Mio. und EUR 5.817,8 Mio. Dies entspricht bei rd. 62,3 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert je Aktie zwischen EUR 90,44 und EUR 93,45.

742. Eine Anwendung von Kontrollprämien entfällt bei der Berechnungsmethodik mit Hilfe von Transaktions-Multiplikatoren, da in den gezahlten Kaufpreisen für Mehrheitstransaktionen bereits eine Kontrollprämie enthalten ist. Da auf LTM-Finanzkennzahlen abgestellt wird, ist eine erneute Anwendung einer Kontrollprämie nicht vorzunehmen, um eine doppelte Berücksichtigung zu vermeiden.

743. Des Weiteren sind in dem LTM-Referenzwert (2019) von STADA noch keine Effekte aus den Add-on Akquisitionen, welche erst im Jahr 2020 abgeschlossen wurden, enthalten. Aus diesem Grund ist in der Ableitung des Werts des Eigenkapitals mit Hilfe von Transaktionsmultiplikatoren der Abzug der Akquisitionsfinanzierung nicht anzuwenden.

744. Es wird an dieser Stelle auf die bereits erläuterten Einschränkungen der Transaktions-Multiplikatoren hingewiesen. Auf Basis der durchgeführten Analysen von vergleichbaren Transaktionen liegen dennoch keine Anzeichen vor, die auf eine Unangemessenheit der Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen hindeuten würden.

6.4 Vergleichsorientierte Bewertung anhand von Referenzpreisen

745. Gemäß IDW S 1 kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken und gemäß DVFA-Empfehlungen als grundsätzlich eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine

Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie zum Beispiel der verabschiedeten Unternehmensplanung, basiert.

Dreimonatsdurchschnittskurs

746. Gemäß der Rechtsprechung des BVerfG in der DAT/ALTANA-Entscheidung¹⁶³ stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze der Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar. Der BGH hat diese Rechtsprechung in zwei Entscheidungen bestätigt und präzisiert.¹⁶⁴ Nach der Stollwerck-Entscheidung wird dieser Referenzkurs berechnet aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des Squeeze Outs) ermittelt (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“). Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜG-AngebV,¹⁶⁵ nach der die nach Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bei Übernahme- und Pflichtangeboten mindestens anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als volumengewichteter Dreimonatsdurchschnitt der inländischen Börsenkurse im regulierten Markt ermittelt.
747. In Folge des am 11. Oktober 2018 unterbreiteten Delisting-Erwerbsangebot der Nidda Healthcare werden die STADA-Aktien mit Ablauf des 27. November 2018 nicht mehr an der Frankfurter Wertpapierbörse und seit Dezember 2019 an keiner deutschen Wertpapierbörse im regulierten Markt gehandelt. Zum Bewertungsstichtag erfolgt ohne Veranlassung durch oder Zustimmung der STADA Arzneimittel AG ausschließlich noch Handel im Freiverkehr an der Börse Hamburg.
748. Am 8. Juni 2020 wurde das Squeeze Out Verlangen der Nidda Healthcare von der STADA veröffentlicht. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des Dreimonatsdurchschnittskurses der STADA-Aktie umfasst somit den Zeitraum vom 8. März 2020 bis zum 7. Juni 2020. Aufgrund des fehlenden Handels im regulierten Markt hat die BaFin der Nidda Healthcare am 29. Juni 2020 mitgeteilt, dass entsprechend der Vorgehensweise der BaFin kein Dreimonatsdurchschnittskurs im relevanten Zeitraum ermittelt werden konnte.
749. Dennoch kann der Börsenkurs bzw. der Dreimonatsdurchschnittskurs auf Basis des Handels im Freiverkehr eine Indikation des Verkehrswerts der Aktien darstellen oder zur Plausibilisierung der ermittelten Unternehmenswerte herangezogen werden, sofern zum Bewertungsstichtag im Freiverkehr eine ausreichende Liquidität der STADA-Aktie vorliegt.

¹⁶³ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94.

¹⁶⁴ vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 - „DAT/Altana“ sowie Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „STOLLWERCK“

¹⁶⁵ § 5 Abs. 1, 3 WpÜG-AngebV.

750. Der von uns berechnete Dreimonatsdurchschnittskurs¹⁶⁶ für den dreimonatigen Referenzzeitraum beträgt EUR 86,34 je STADA-Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung von STADA von EUR 5.375,4 Mio.
751. Zur Überprüfung der Liquidität der STADA-Aktie bieten sich mehrere Kriterien an. Im Rahmen der Liquiditätsanalyse werden u.a. die Entwicklung des täglichen Handelsvolumens (absolut und im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand) und die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können. Im Vergleich zu Analysen aus ökonomischer Perspektive, z.B. im Rahmen der Überprüfung von Beta-Faktoren, sind die Anforderungen an die Liquiditätskriterien einer Aktie in der Rechtsprechung niedriger. Daher wurden im Rahmen der durchgeführten Liquiditätsanalyse, auch über die in der deutschen Rechtsprechung entwickelten Kriterien hinausgehend, die Liquidität der STADA-Aktie aus ökonomischer Sicht untersucht.
752. Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV ist zur Ermittlung der Untergrenze der Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten der Dreimonatsdurchschnittskurs der BaFin nicht maßgeblich, wenn
- in den drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots in weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und
 - mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.

¹⁶⁶ Von der BaFin kann ein historischer Mindestpreis (Dreimonatsdurchschnittskurs) für die STADA-Aktien nicht ermittelt werden, da in ihre Berechnung nur solche Geschäfte eingehen könnten, die in den fraglichen Aktien an allen Börsen in Deutschland im Regulierten Markt getätigt wurden. Die STADA-Aktien werden aber nicht mehr im regulierten Markt gehandelt; damit ist eine Ermittlung des historischen Mindestpreises nicht möglich.

753. Im Referenzzeitraum ist im Freiverkehr der Hamburger Börse an allen möglichen Handelstagen mit den STADA-Aktien gehandelt worden. Im Durchschnitt wurden an den einzelnen Handelstagen rd. 904 Aktien gehandelt und über den Referenzzeitraum rd. 77.000 Aktien. Nach Erwerb der weiteren Anteile durch Nidda entspricht dies einem Anteil von 5,8% in Bezug auf den Free Float von ca. 2,11% der Aktien (= ca. 1,31 Mio. Aktien) Vor den Anteilsenserwerben der Nidda im Referenzzeitraum betrug der Anteil ca. 2% auf den Free Float von ca. 6% der Aktien (=ca. 3,8 Mio. Aktien).



754. Des Weiteren sind mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse nicht um mehr als fünf Prozent voneinander abgewichen. Im März 2020 gab es an einzelnen Handelstagen Kursbewegungen von mehr als fünf Prozent (zwischen -5,5% und +5,7%). Vor dem Hintergrund, dass in diesem Zeitraum die Auswirkungen der Corona-Krise zu tlw. starken Schwankungen an den Kapitalmärkten führten, sind diese Abweichungen als eher gering einzuordnen.

755. Nach den beiden Kriterien gem. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV bestehen somit keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der STADA-Aktie im Referenzzeitraum. Die Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichendem Volumen gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden, und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf, so dass auf dieser Basis von keiner Marktengung oder Kursmanipulation auszugehen ist.¹⁶⁷

756. Darüber hinaus finden sich in der Rechtsprechung weitere Liquiditätskriterien, die jedoch von den Gerichten nicht einheitlich definiert und angewendet werden.

¹⁶⁷ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV.

757. In der gängigen Rechtsprechung¹⁶⁸ wurden weitere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität entwickelt. Werden diese weiteren Liquiditätskriterien erfüllt, wird ein Börsenkurs im Regelfall nicht verworfen und die Aktie gilt als ausreichend liquide, sofern:

- der Streubesitz größer ist als 5,0%,¹⁶⁹
- an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel besteht und/oder
- mehr als 0,01% des gesamten Aktienbestands pro Tag gehandelt werden.

758. Falls der Streubesitz und das Handelsvolumen gering sind sowie der Kurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, kann aufgrund eingeschränkter „Marktgängigkeit“ vom Börsenkurs nicht auf den Verkehrswert der Aktie geschlossen werden.¹⁷⁰

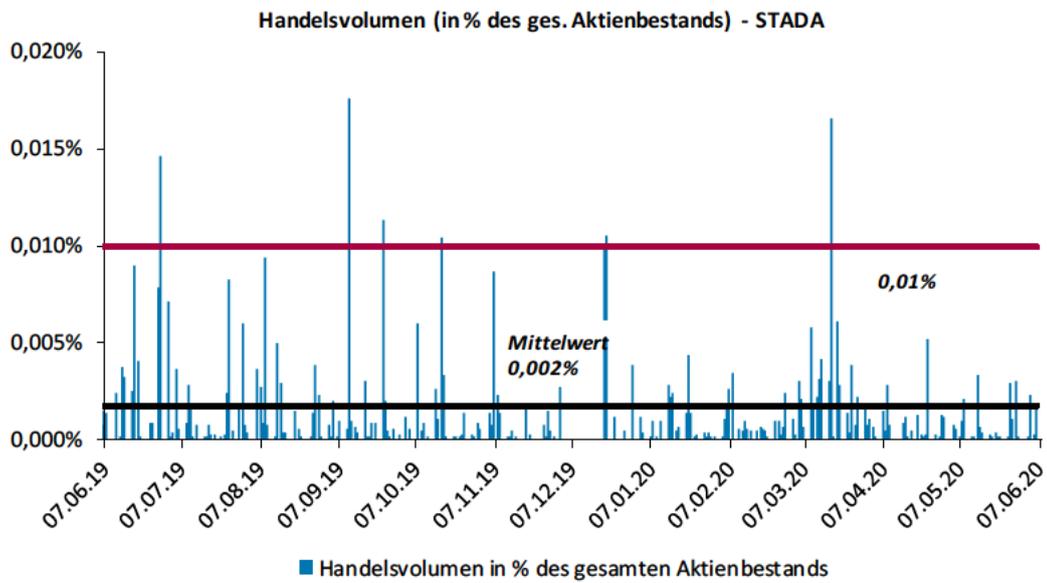
759. Am Ende des Referenzzeitraum lag der Streubesitz der Aktien bereits bei unter 5,0%, somit kann ab den Anteilserwerben der Nidda Healthcare anhand des Kriterium Free Floats nicht von einer ausreichenden Liquidität ausgegangen werden.

¹⁶⁸ 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 06/05; OLG 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.

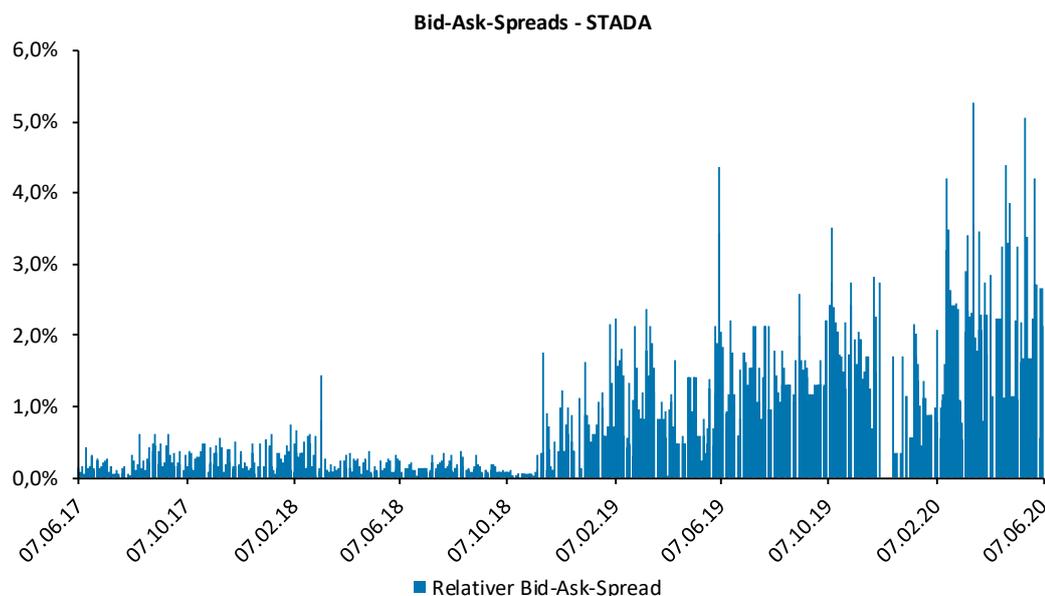
¹⁶⁹ In der Rechtsprechung gibt es auch Urteile, dass dieses Kriterium insbesondere bei Squeeze Outs nicht uneingeschränkt anwendbar sei. Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 - 31 O 138/15, OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011 -20 W 11/08 Rn. 94; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, Rn. 235; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17, Rn. 38.

¹⁷⁰ Vgl. Beschluss des BVerfG. vom 27. April 1999 (DAT/ALTANA).

760. Die Analyse des relativen Handelsvolumens der STADA-Aktien zeigt, dass insbesondere in der nahen Vergangenheit relativ geringe Liquidität der Aktien im Freiverkehr an der Börse Hamburg vorhanden war. Das durchschnittliche relative Handelsvolumen lag im letzten Jahr und im Referenzzeitraum auf einem niedrigen Niveau bei 0,002% in Bezug auf den gesamten Aktienbestand, somit kann auf Basis diese Kriteriums ebenfalls nicht bereits auf eine ausreichende Liquidität der Aktien geschlossen werden.



761. Weiterhin sind die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) im Zeitablauf stark angestiegen. Bis zum Delisting von der XETRA Handelsplattform im November 2018 lag der Bid-Ask-Spread bei unter einem Prozent. Im Anschluss daran hat sich der Bid-Ask-Spread stark erhöht und ist bis auf über fünf Prozent angestiegen. Auch wenn im Referenzzeitraum der Bid-Ask-Spread bei durchschnittlich 2,3% lag, sind die zwischenzeitlich starken Anstiege sowie der Anstieg nach Abschluss des BGAV bzw. des Delistings ein Hinweis auf eine sehr eingeschränkte Liquidität der STADA Aktie.¹⁷¹



762. Auf Grundlage der durchgeführten Analysen der Liquidität der STADA Aktie ist insgesamt von einer sehr geringen Liquidität der STADA Aktie auszugehen, wenngleich regelmäßiger Handel der Aktie stattfand. Aufgrund der sehr geringen Liquidität der Aktie und der Tatsache, dass ein relevanter Dreimonatsdurchschnittskurs durch die BaFin nicht zur Verfügung gestellt werden kann, ist davon auszugehen, dass der Börsenkurs keine relevante Untergrenze für die Ermittlung der Barabfindung darstellt, sondern ausschließlich zur Plausibilisierung der ermittelten Unternehmenswerte verwendet werden kann. Da zwischen dem Stichtag des Dreimonatsdurchschnittskurses und der beschlussfassenden Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG am 24. September 2020 kein großer Zeitraum liegt, ist auch eine Hochrechnung gemäß der Stollwerck- und DAT/ALTANA-Rechtsprechung nicht notwendig.

Vorerwerbspreise

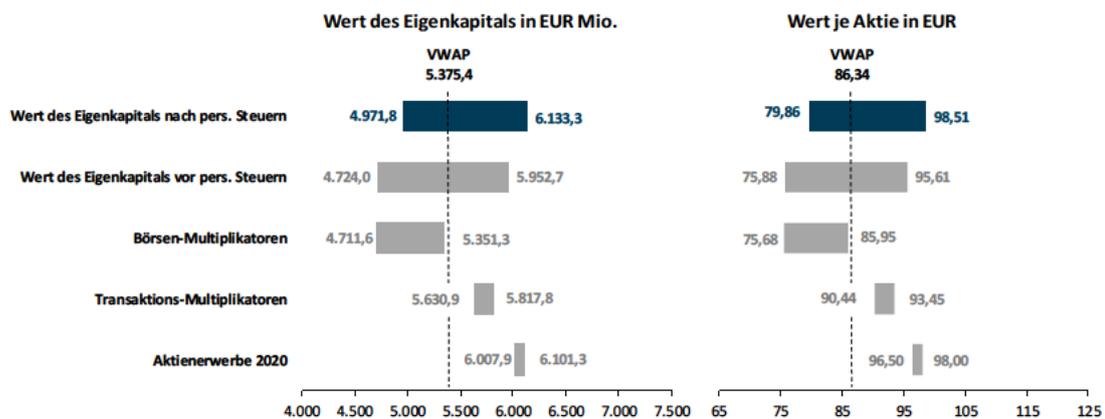
763. Neben dem Börsenkurs können zur Plausibilisierung der angebotenen Barabfindung die Vorerwerbspreise der Nidda Healthcare herangezogen werden. Die Nidda Healthcare hat im Zeitraum von März 2020 bis Mai 2020 mit verschiedenen Aktionären Aktienkaufverträge über den Erwerb von insgesamt 3,96% des Grundkapitals der STADA Arzneimittel AG zu Preisen von

¹⁷¹ Vgl. LG Hamburg, Beschluss vom 17.02.2020, 403 HKO 114/18, Größenordnung des Bid-Ask-Spread bei fast 5%.

EUR 96,50 bis EUR 98,00 je Aktie abgeschlossen. Der aus den Erwerben resultierende, volumengewichtete Kaufpreis betrug EUR 97,38 je STADA-Aktie. Aufgrund des Volumens der Vorerwerbe im vergleichsweise engen zeitlichen Zusammenhang zur Durchführung des Squeeze Out liefern die Vorerwerbe eine starke Indikation für den Verkehrswert der STADA-Aktien und die Höhe der Barabfindung.

6.5 Fazit zum Wert des Eigenkapitals von STADA

764. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parameter ermittelten Werte des Eigenkapitals der STADA Arzneimittel AG stellen sich zum 24. September 2020 wie folgt dar:



765. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung als maßgeblich erachtet. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals liegt zum 24. September 2020 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 6,50% bzw. 5,75% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 0,87% nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite EUR 4.971,8 Mio. bzw. EUR 79,86 je Aktie bis EUR 6.133,3 Mio. bzw. EUR 98,51 je Aktie.

766. Der anhand der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern beträgt zum 24. September 2020 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 8,00% bzw. 7,0% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% vor persönlichen Steuern beträgt EUR 4.724,0 Mio. bzw. EUR 75,88 je Aktie bis EUR 5.952,7 Mio. bzw. EUR 95,61 je Aktie.

767. Die Werte des Eigenkapitals der STADA Arzneimittel AG wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktions-Multiplikator-Methoden ermittelt. Die anhand der Börsen-Multiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt EUR 4.711,6 Mio. bzw. EUR 75,68 je Aktie bis EUR 5.351,3 Mio. bzw. EUR 85,95. Zudem beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals anhand der Transaktionsmultiplikatoren EUR 5.630,9 Mio. bzw. EUR 90,44 je Aktie bis EUR 5.817,8 Mio. bzw. EUR 93,45. Aufgrund der so ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals sind die ermittelten Werte nach der DCF- bzw. Ertragswertmethode als plausibel anzusehen.

768. Zum Bewertungsstichtag liegen die mit einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und 5,75% nach persönlichen Steuern als Mittelwert der FAUB Bandbreite ermittelten Werte des Eigenkapitals oberhalb der Börsenmultiplikatoren und des Börsenkurses. Dagegen sind die Transaktionsmultiplikatoren mangels Berücksichtigung der COVID-19 Effekte von eingeschränkter Aussagekraft.
769. Eine Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurses als Untergrenze ist für die Bemessung der Abfindung aufgrund des fehlenden Handels der Aktien im regulierten Markt und der eingeschränkten Liquidität im Freiverkehr nicht erforderlich. Zudem liegt der Dreimonatsdurchschnittskurs i.H.v. EUR 86,34 je Aktie innerhalb der ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals, so dass eine Barabfindung über dem Dreimonatsdurchschnittskurs jedenfalls angemessen ist.

7. BARWERT DES AUSGLEICHS

770. Aufgrund des bestehenden BGAV zwischen der STADA Arzneimittel AG und der Nidda Healthcare erhalten die Minderheitsaktionäre eine jährliche Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 3,53 netto bzw. EUR 3,82 brutto (vor anfallender Körperschaftssteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) für die Dauer des Vertrags.¹⁷² Nach derzeitigem Stand der Rechtsprechung und Literaturmeinung ist nicht abschließend geklärt, ob ein bestehender BGAV bzw. der Barwert der Ausgleichszahlung bei nachgelagerten Strukturmaßnahmen im Rahmen der Bemessung einer angemessenen Barabfindung gemäß 327a ff. AktG zu berücksichtigen ist.
771. Die Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung erfolgt mithilfe risikoäquivalenter Kapitalkosten, die das spezifische Risikoprofil der Ausgleichszahlung als Bestandteil des BGAV abbilden. Während der Laufzeit des BGAV bestehen für die Minderheitsaktionäre zwei wesentliche Risiken, die bei der Ermittlung des Barwerts des Ausgleichs zu berücksichtigen sind. Einerseits stellt die Ausgleichszahlung eine feste Zahlungsreihe dar, die den Zinszahlungen für Festzinsanleihen ähnelt. Zudem ist die beherrschende Gesellschaft während der Laufzeit des BGAV nach § 302 AktG zur Übernahme der handelsrechtlich entstehenden Verluste verpflichtet, sofern diese nicht durch andere Gewinnrücklagen, die während der Dauer des BGAV eingestellt wurden, ausgeglichen werden können. Sowohl für die Leistung der Ausgleichszahlung als auch für die Verlustübernahme tragen die Minderheitsaktionäre ein Ausfallrisiko im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners (d.h. der herrschenden Gesellschaft). Zudem haben die Aktionäre gemäß § 5 Abs. 6 des BGAV bei Kündigung des Vertrags das Recht ihre Anteile gegen Zahlung des Abfindungsbetrags des BGAV in Höhe von EUR 74,40 zu erwerben (sog. Sicherungsklausel). Damit sind die Minderheitsaktionäre während der Laufzeit des BGAV vor Vermögensverlusten geschützt.

¹⁷² Die Höhe der Ausgleichszahlung wurde bestätigt durch das LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Juni 2019, Az. 3-05 O 38/18.

772. Entsprechend werden zur Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung die Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft verwendet. Zur Ableitung der Fremdkapitalkosten wurden die Anleihen auf Ebene der Nidda Healthcare betrachtet. Die drei zugrundeliegenden Anleihen sind unter den folgenden ISINs registriert: XS2171737872, XS1690644825 und XS1914257586 (Nidda Bonds). Die erste Anleihe hat eine Restlaufzeit von rund 4 Jahren bis zur Endfälligkeit am 30. September 2014 und verfügt über ein B Rating. Die beiden weiteren Anleihen haben eine Restlaufzeit von rund 5 Jahren bis zur Endfälligkeit am 30. September 2025 und weisen ein CCC+ Rating aus. Die Bestimmung der Fremdkapitalkosten beruht auf den Renditen bis zur Endfälligkeit (Yield-to-Maturity). Des Weiteren wurden die Renditen äquivalenter Unternehmensanleihen in Euro, die ein B Rating aufweisen, berücksichtigt.

Barwert der Ausgleichszahlung

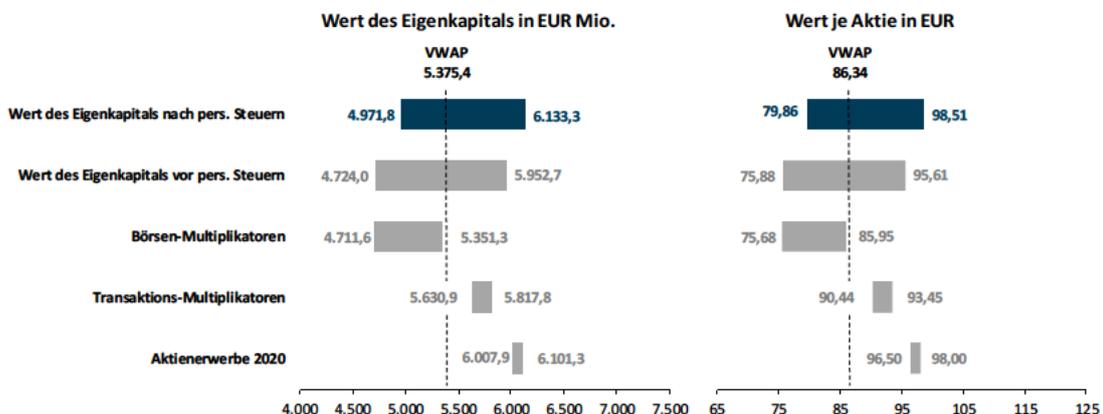
Ausgleichszahlung (netto)	3,53 EUR	
Ableitung der Kapitalkosten des Ausgleichs	Kapitalkosten	Barwert
Nidda Holding (4,5 Jahre Lfz., 3,5%)	3,82%	92,48
Nidda Bondco - Gewichtete Rendite	5,52%	63,95
Nidda Bondco - Ø 3 Monate - Gewichtete Rendite	6,02%	58,65
Nidda Bondco Senior Notes (5 Jahre Lfz., 5,0%)	5,34%	66,15
Nidda Bondco Senior Notes (5 Jahre Lfz., 7,25%)	5,77%	61,17
Rendite äquivalenter Anleihen (25 Jahre Lfz.)	6,72%	52,55
Ø 3 Monate - Rendite äquivalenter Anleihen (25 Jahre Lfz.)	7,02%	50,29

773. Die Renditen der Nidda Bonds und von risikoäquivalenten Anleihen liegen in einer Bandbreite von 3,82% bis 7,02%. Auf Grundlage dieser Renditen liegt der Barwert der Ausgleichszahlung in einer Bandbreite von EUR 50,29 bis EUR 92,48.

774. Auf Basis der Analyse der Fremdkapitalkosten, die für die Ermittlung des Barwerts des Ausgleichs relevant sind, ergibt sich ein durchschnittlicher Barwert des Ausgleichs i.H.v. EUR 63,60 welcher deutlich unter den ermittelten Wertbandbreiten je Aktie für eine angemessene Abfindung liegt. Der Barwert des Ausgleichs ist somit nicht für die nicht für Abfindungsermittlung relevant.

8. ZUSAMMENFASSUNG ZUR ANGEMESSENEN ABFINDUNG

775. Die Geschäftsführung der Nidda Healthcare GmbH beabsichtigt, gemäß §327 AktG, die verbliebenen Aktionäre der STADA Arzneimittel AG gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung auszuschließen. Die Zustimmung der Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG soll in der außerordentlichen Hauptversammlung am 24. September 2020 erfolgen. Durch den Abschluss des Squeeze Outs verpflichtet sich die Nidda Healthcare GmbH, die ausstehenden STADA-Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG zu erwerben. Die angemessene Abfindung wird von der Geschäftsführung der Nidda Healthcare GmbH festgelegt.
776. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der STADA Arzneimittel AG hat ValueTrust auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach hat ValueTrust eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, Stand: 2. April 2008) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus hat ValueTrust die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012), berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen hat ValueTrust die Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen abgegeben.
777. Entsprechend der einschlägigen Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen hat ValueTrust eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis hat ValueTrust Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 vor und nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt und Bandbreiten abgeleitet. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren sowie der Börsenkurs der STADA Arzneimittel AG und Vorerwerbspreise angewandt.
778. Zum Bewertungsstichtag 24. September 2020 stellen sich die Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals bzw. des Werts je STADA-Aktie wie folgt dar:



VALUETRUST

779. Die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Basis des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1, welche zur Bestimmung der Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird, beträgt EUR 4.971,8 Mio. bis EUR 6.133,3 Mio. Unter Berücksichtigung von 62,3 Mio. ausstehenden STADA-Aktien ergibt sich demnach eine Bandbreite für die angemessene Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG von EUR 79,86 bis EUR 98,51 je STADA-Aktie.
780. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
781. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 10. August 2020 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der STADA Arzneimittel AG am 24. September 2020 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Bandbreiten für die angemessene Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.
782. 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, 10. August 2020

Florian Starck
Steuerberater
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors SE

ppa. Dennis Muxfeld
Director
ValueTrust Financial Advisors SE

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieses Gutachtens wurden uns von der Gesellschaft im Wesentlichen die nachfolgenden Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2020 bis 2022 der STADA Arzneimittel AG, bestehend aus Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz, verabschiedet vom Vorstand der STADA Arzneimittel AG am 9. Juli 2020 und vom Aufsichtsrat in der Aufsichtsratssitzung am 13. Juli 2020 genehmigt
- Planungsunterlagen der Geschäftsjahre 2020 bis 2022 der wesentlichen Tochtergesellschaften der STADA Arzneimittel AG („Budgetpräsentationen“) sowie zusätzliche Planungsunterlagen des Vorstands
- Budgetpräsentation für die Aufsichtsratssitzung am 13. Juli 2020
- Protokolle über Sitzungen des Aufsichtsrates der STADA Arzneimittel AG der Geschäftsjahre 2016 bis 2020 bis einschließlich 11. März 2020
- Kaufvertragsunterlagen bzw. interne Unterlagen zur Kaufentscheidung des Vorstands der STADA Arzneimittel AG und Nidda Healthcare zur Ableitung der Sonderwerte zur Berücksichtigung der Add-on Akquisitionen, die nicht in der Planungsrechnung enthalten sind
- Prüfungsberichte und Geschäftsberichte über die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2016 bis 2019 von STADA sowie Quartalsberichte
- Aktuelles Organigramm von STADA per 30. Juni 2020
- Entwurf des Berichts: „Bericht der Nidda Healthcare GmbH als Hauptaktionärin der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft auf die Nidda Healthcare GmbH“ vom 5. August 2020 („Übertragungsbericht“).

2. Ansprechpartner

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns im Wesentlichen folgende Personen (in alphabetischer Reihenfolge) als Ansprechpartner seitens STADA zur Verfügung:

- Daniel Buschmann, Director Tax Management Services
- Boris Döbler, Vice President Global FP&A
- Torsten Eisenbach, Vice President Corporate Accounting
- Marcus Engelbrecht, Director Management Reporting & Corporate Planning
- Christian Göllert, Senior Vice President Corporate Accounting & Tax
- Wolfgang Ollig, Finanzvorstand
- Frank Seiler, Vice President Corporate Treasury
- Dr. Anna Wilcken, Director Legal Affairs Corporate Governance

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns im Wesentlichen folgende Personen (in alphabetischer Reihenfolge) als Ansprechpartner seitens der Nidda Healthcare zur Verfügung:

- Thomas Allen
- Tim Baltin

3. Gewinn- und Verlustrechnung

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung			Konvergenz			TV
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,8	3.197,1	3.247,5	3.280,0	3.312,8
<i>Wachstum in %</i>	-	8,2%	0,7%	11,9%	13,8%	2,7%	2,7%	2,2%	1,6%	1,0%	1,0%
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8	-1.410,2	-1.413,7	-1.420,8	-1.447,2	-1.465,8	-1.480,4	-1.495,3
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7	1.557,8	1.633,0	1.709,1	1.750,0	1.781,7	1.799,6	1.817,5
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%	52,5%	53,6%	54,6%	54,7%	54,9%	54,9%	54,9%
Vertriebs- und allg. Verwaltungskosten	-670,3	-710,6	-722,3	-796,4	-934,0	-969,7	-1.001,6	-1.008,7	-1.009,8	-1.019,9	-1.030,1
davon Vertriebskosten	-488,3	-514,5	-538,6	-581,6	-706,7	-742,4	-770,7	-786,9	-798,9	-806,9	-814,9
davon allg. Verwaltungskosten	-182,0	-196,2	-183,7	-214,8	-227,3	-227,3	-230,9	-221,8	-211,0	-213,1	-215,2
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-85,5	-92,3	-96,7	-98,7	-100,1	-101,1	-102,1
Sonstige Erträge	11,8	29,6	44,0	34,1	8,6	6,9	6,9	7,0	7,2	7,2	7,3
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6	-99,9	-35,0	-32,2	-32,7	-33,0	-33,3	-33,6
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0	447,0	542,9	585,5	617,0	646,0	652,5	659,0
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%	15,1%	17,8%	18,7%	19,3%	19,9%	19,9%	19,9%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	102,9	109,2	107,0	136,4	208,0	214,1	217,2	216,6	214,6	216,7	218,9
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6	833,6	860,6	869,2	877,9
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%	26,1%	26,5%	26,5%	26,5%
Finanzergebnis	-50,9	-46,9	-38,9	-45,1	-77,2	-82,1	-71,6	-71,3	-52,0	-16,9	-17,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	244,2	277,8	357,6	444,0	369,7	460,7	513,9	545,7	594,0	635,6	641,9
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	11,4%	12,0%	15,3%	17,0%	12,5%	15,1%	16,4%	17,1%	18,3%	19,4%	19,4%
Ertragsteuern	-58,4	-73,5	-68,7	-31,8	-77,0	-97,7	-107,4	-114,1	-124,2	-132,9	-134,2
<i>Effektive Steuerrate (in %)</i>	23,9%	26,5%	19,2%	7,2%	20,8%	21,2%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	185,8	204,3	288,8	412,2	292,8	363,0	406,5	431,6	469,8	502,7	507,8
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	8,7%	8,8%	12,4%	15,8%	9,9%	11,9%	13,0%	13,5%	14,5%	15,3%	15,3%

4. Bilanz

Bilanz

in EUR Mio. jeweils zum 31. Dezember	Bereinigte Historie				Planung			Konvergenz		TV	
	2016	2017	2018*	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.582,4	1.474,3	1.714,3	1.786,0	2.415,5	2.393,5	2.342,7	2.348,1	2.371,5	2.395,3	2.419,2
Sachanlagen	322,7	332,7	403,4	453,4	490,6	510,9	530,7	548,6	554,0	559,6	565,2
Finanzanlagen	16,1	43,5	26,8	9,5	10,8	10,8	10,8	11,0	11,1	11,2	11,3
Anlagevermögen	1.921,2	1.850,6	2.144,5	2.248,8	2.916,9	2.915,2	2.884,2	2.907,6	2.936,6	2.966,0	2.995,7
Vorräte	484,9	499,0	515,3	638,2	716,8	711,5	712,2	727,5	739,0	746,4	753,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	489,1	520,4	516,0	615,1	730,8	740,3	757,6	773,9	786,1	794,0	801,9
Liquide Mittel	352,6	243,2	343,8	206,0	150,0	154,0	158,2	161,6	164,1	165,8	167,4
Sonstiges Umlaufvermögen	171,9	63,7	73,2	117,7	76,3	76,7	78,4	80,1	81,3	82,1	83,0
Aktive latente Steuern	20,8	27,6	26,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Umlaufvermögen	1.519,3	1.353,9	1.474,6	1.577,1	1.673,9	1.682,4	1.706,4	1.743,1	1.770,5	1.788,2	1.806,1
Summe Aktiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.825,9	4.590,8	4.597,6	4.590,6	4.650,6	4.707,2	4.754,3	4.801,8
Eigenkapital	1.047,1	1.006,4	1.178,0	1.249,0	1.541,8	1.789,9	2.056,7	2.303,0	2.772,8	2.800,5	2.828,5
Rückstellungen	136,7	140,0	106,5	18,3	20,8	21,3	21,9	22,4	22,7	23,0	23,2
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.510,1	1.296,6	1.519,8	1.381,4	2.205,0	1.983,0	1.716,6	1.512,8	1.086,3	1.097,2	1.108,2
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	746,6	761,5	814,8	1.177,3	823,3	803,5	795,4	812,5	825,3	833,6	841,9
Summe Passiva	3.440,4	3.204,5	3.619,1	3.825,9	4.590,8	4.597,6	4.590,6	4.650,6	4.707,2	4.754,3	4.801,8

* Das Jahr 2018 wurde auf Basis der Angaben im Geschäftsbericht 2019 entsprechend des neuen Standards IFRS 16 dargestellt.

5. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ergebnis vor Ertragsteuern	369,7	460,7	513,9	545,7	594,0	635,6	641,9
- Ertragsteuern	-77,0	-97,7	-107,4	-114,1	-124,2	-132,9	-134,2
+ / (-) Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-	-
+ / (-) Erträge aus Ergebnisübernahme	-	-	-	-	-	-	-
+ Abschreibungen	208,0	214,1	217,2	216,6	214,6	216,7	218,9
- / (+) Veränderung der Vorräte	-78,6	5,3	-0,7	-15,3	-11,5	-7,4	-7,5
- / (+) Veränd. der Ford. und sonst. Vermögenswe	-115,7	-9,4	-17,4	-16,3	-12,2	-7,9	-7,9
- / (+) Veränderung der Wertpapiere	-	-	-	-	-	-	-
- / (+) Veränderung des Sonstigen Umlaufvermögr	41,4	-0,4	-1,7	-1,7	-1,3	-0,8	-0,8
+ / (-) Veränderung der Rückstellungen	2,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2
+ / (-) Veränd. der unverzinslichen Verbindlichkeit	-354,0	-19,8	-8,1	17,1	12,8	8,3	8,3
+ / (-) Veränderung der passiven latenten Steuern	-	-	-	-	-	-	-
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-3,6	553,3	596,4	632,4	672,7	711,9	719,0
(+) / - (Investitionen) / Desinvest. in das Anlageve	-874,8	-212,4	-186,1	-239,8	-243,6	-246,0	-248,5
(+) / - (Investitionen) / Desinvest. in Finanzanlage	-1,3	-	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-876,1	-212,4	-186,2	-239,9	-243,7	-246,1	-248,6
+ / (-) Veränderung der verzinslichen Verbindlichk	823,7	-222,0	-266,4	-203,8	-426,4	10,9	11,0
- Ausschüttung des Cashflows to Equity	-	-114,9	-139,6	-185,3	-	-475,0	-479,7
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	823,7	-337,0	-406,0	-389,1	-426,4	-464,1	-468,8

6. Anpassungen der Gewinn- und Verlustrechnung

Zusammenfassend haben wir die folgenden bewertungstechnischen Anpassungen an der von STADA bereitgestellten, verabschiedeten Planung der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen, um zur Planung zu gelangen, welche wir im Rahmen der Bewertung genutzt haben.

Bewertungstechnische Anpassungen:

- Aufgrund der Abstraktion vom BGAV entsteht im Geschäftsjahr 2020 ein Finanzierungsbedarf. Dieser wurde im Rahmen der Bilanzplanung berücksichtigt. Der daraus entstehende Zinsaufwand ist jedoch nicht in der GuV der Planungsrechnung enthalten und wurde deshalb ergänzt.
- Zudem wurde der geplante Minderheitenanteil nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt, da die Minderheiten separat als Sonderwert berücksichtigt wurden.

7. Anpassungen der Bilanz

Zusammenfassend haben wir die folgenden bewertungstechnischen Anpassungen an der von STADA bereitgestellten, verabschiedeten Bilanzplanung vorgenommen, um zur Planung zu gelangen, welche wir im Rahmen der Bewertung genutzt haben:

Bewertungstechnische Anpassungen:

- Für Bewertungszwecke wurde die in Kapitel 2.3.5.2. erläuterte „Aufsatzbilanz“ verwendet.
- Analog zur Gewinn- und Verlustrechnung wurde der im Eigenkapital enthaltene Anteil anderer Gesellschafter (Minderheitenanteil) nicht fortentwickelt. Stattdessen erfolgte eine separate Bewertung dieser Minderheiten als Sonderwert.

8. Peer Group-Auswahl

Im Rahmen der Peer Group- Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 68 Unternehmen, die wir anhand von geografischen Umsatzverteilungen und den spezifischen Geschäftsmodellen auf eine Liste von 19 Unternehmen eingegrenzt haben (Shortlist):

Peer Group-Auswahl ("Shortlist")

Vergleichsunternehmen	Land	Peer Group
Richter Gedeon Rt.	Ungarn	ja
Krka, d. d.	Slowenien	ja
Mylan, N.V.	Niederlande	ja
Perrigo Company plc	Irland	ja
Vifor Pharma AG	Schweiz	ja
Laboratorios Farmaceuticos Roví, S.A.	Spanien	ja
Dr. Reddy's Laboratories Limited	Indien	ja
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A.	Italien	ja
Mallinckrodt plc	Irland	ja
Hikma Pharmaceuticals PLC	Großbritannien	ja
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Südafrika	ja
Teva Pharmaceutical Industries Limited	Israel	nein
Sun Pharmaceutical Industries Limited	Indien	nein
Aurobindo Pharma Limited	Indien	nein
Amneal Pharmaceuticals, Inc.	USA	nein
Zeria Pharmaceutical Co., Ltd.	Japan	nein
ADVANZ PHARMA Corp. Limited	Jersey	nein
Strides Pharma Science Limited	Indien	nein
Dermapharm Holding SE	Deutschland	nein

Nach detaillierter Analyse dieser Unternehmen und unter Berücksichtigung von geografischen, geschäftsmodell-spezifischen und finanziellen Selektionskriterien wurde die Shortlist auf eine Peer Group von 11 Vergleichsunternehmen eingegrenzt.¹

¹ Vgl. Kapitel 2.4.2

9. Definition wesentlicher Kennzahlen

Investitionsquote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Kreditorenlaufzeit (DPO) _t =	$\frac{\text{Verbindlichkeiten aus LuL}_t^2 \cdot 360}{\text{Bereinigte Herstellungskosten}_t}$
Debitorenlaufzeit (DSO) _t =	$\frac{\text{Forderungen aus LuL}_t^3 \cdot 360}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Vorratsdauer (DIH) _t =	$\frac{\text{Vorräte}_t^4 \cdot 360}{\text{Bereinigte Herstellungskosten}_t}$
Rendite a.d. einges. Kapital (ROCE) _t =	$\frac{\text{EBIT}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Kapitalumschlag _t =	$\frac{\text{Umsatzerlöse}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Verschuldungsgrad (Bw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$
Verschuldungsgrad (Mw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{(Markt-)Wert des Eigenkapitals}_t}$
Eigenkapitalrendite _t (ROE) =	$\frac{\text{Jahresüberschuss}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_{t-1}}$

² Verbindlichkeiten aus LuL. beinhalten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen inklusive gegenüber nicht konsolidierten Konzerngesellschaften, erhaltene Anzahlungen und Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen.

³ Forderungen aus LuL. beinhalten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen inklusive gegen verbundene Unternehmen.

⁴ Vorräte beinhalten Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, unfertige Erzeugnisse und Leistungen, fertige Erzeugnisse, geleistete Anzahlungen.

Anlage 2

Schreiben der Nidda Healthcare vom 7. August 2020 an den Vorstand der Gesellschaft mit dem Verlangen, die Hauptversammlung gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der STADA Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen

**Verlangen zur Beschlussfassung über
einen Squeeze-Out**

Nidda Healthcare GmbH
c/o STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Stadastraße 2-18
61118 Bad Vilbel

An den
Vorstand der
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Stadastraße 2-18
61118 Bad Vilbel

Sehr geehrte Herren,

die Nidda Healthcare GmbH, eine nach deutschem Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528 ("**Nidda Healthcare**"), hält derzeit ausweislich der als **Anlage 1** beigefügten Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services S.C.A. unmittelbar insgesamt 60.886.922 Stück bzw. gem. § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 AktG ca. 97,8 % der auf den Namen lautenden Stückaktien des nominal EUR 162.090.344,00 betragenden und in 62.342.440 Stückaktien eingeteilten Grundkapitals der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 71290 (nachfolgend "**STADA**").

Demand for a resolution on a squeeze-out

Nidda Healthcare GmbH
c/o STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Stadastraße 2-18
61118 Bad Vilbel

To the
Management Board of
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Stadastraße 2-18
61118 Bad Vilbel

Dear Sirs,

As evidenced by the securities account confirmation by BNP Paribas Securities Services S.C.A. attached as **Annex 1** hereto, Nidda Healthcare GmbH, a limited liability company under German law (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*) with registered office in Bad Vilbel, registered with the commercial register (*Handelsregister*) of the local court (*Amtsgericht*) of Frankfurt am Main under HRB 109528 ("**Nidda Healthcare**"), currently directly holds a total of 60,886,922 shares or pursuant to Sec. 327a para. 2 German Stock Corporation Act (*Aktiengesetz – "AktG"*) in connection with Sec. 16 para 2 AktG 97.8 % of the registered share capital of EUR 162,090,344.00, divided into 62,342,440 non-par value shares, of STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, a stock corporation under German law (*Aktiengesellschaft*) with registered office in Bad Vilbel, registered with the commercial register (*Handelsregister*) of the local court (*Amtsgericht*) of Frankfurt am Main under HRB 71290 (hereinafter "**STADA**").

Die Nidda Healthcare ist damit Hauptaktionärin der STADA im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG.

Mit Schreiben vom 5. Juni 2020 haben wir das Verlangen an den Vorstand der STADA gerichtet, über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der STADA auf die Nidda Healthcare gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung beschließen zu lassen.

In Bestätigung und Konkretisierung dieses Verlangens vom 5. Juni 2020 richten wir hiermit das Verlangen an den Vorstand der STADA, kurzfristig eine außerordentliche Hauptversammlung der STADA einzuberufen und den Tagesordnungspunkt

"Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft (Minderheitsaktionäre) auf die Nidda Healthcare (Hauptaktionärin) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG"

auf die Tagesordnung dieser außerordentlichen Hauptversammlung zu setzen. Die Nidda Healthcare hat gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die angemessene Barabfindung auf EUR 98,51 je auf den Namen lautende Stückaktie der STADA festgesetzt.

Der Entwurf des von der Hauptversammlung zu fassenden Übertragungsbeschlusses ist diesem Schreiben als **Anlage 2** beigelegt.

Therefore, Nidda Healthcare is the principal shareholder (*Hauptaktionärin*) of STADA pursuant to Sec. 327a para. 1 AktG.

With letter dated 5 June 2020, we have demanded the management board of STADA convene an extraordinary general meeting to pass a shareholders' resolution on the transfer of the shares of the outside shareholders of STADA to Nidda Healthcare against an appropriate cash compensation pursuant to Secs. 327a *et seqq.* AktG.

To confirm and specify our demand of 5 June 2020, we hereby demand the management board of STADA convene an extraordinary general meeting at short notice and include the following agenda item

"Resolution on the transfer of shares of outside shareholders of STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft (minority shareholders) to Nidda Healthcare (principal shareholder) in exchange for granting of appropriate cash compensation pursuant to Secs. 327a *et seqq.* AktG"

to the agenda of this extraordinary general meeting. Pursuant to Sec. 327b para 1 sentence 1 AktG, Nidda Healthcare has determined the appropriate cash compensation to be EUR 98.51 per STADA registered non-par value share.

The draft transfer resolution to be resolved on by the general meeting is attached to this letter as **Annex 2**.

Eine Erklärung der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main, in der die Deutsche Bank AG gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare als Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären der STADA nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der STADA unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 98,51 für jede übergegangene Aktie zu zahlen, ist diesem Schreiben in Kopie als **Anlage 3** beigelegt. Die Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare zur Zahlung von Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB. Das Original der Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank AG wird von der Deutsche Bank AG im Auftrag der Nidda Healthcare direkt an den Vorstand der STADA übersendet.

Einen von der Nidda Healthcare erstatteten schriftlichen Bericht an die Hauptversammlung der STADA, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden, lassen wir Ihnen zur Vorbereitung der Hauptversammlung rechtzeitig gesondert zukommen.

Ein elektronischer Handelsregisterauszug der Nidda Healthcare vom heutigen Tag ist diesem Schreiben als **Anlage 4** beigelegt.

Dieses Verlangen unterliegt deutschem Recht. Die deutsche Version dieses Verlangens ist verbindlich.

Mit freundlichen Grüßen,

A copy of the declaration by Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main, warranting, pursuant to Sec. 327b para 3 AktG, that it will fulfil the obligation of Nidda Healthcare as principal shareholder to pay the determined cash compensation of EUR 98.51 per transferred share to the minority shareholders of STADA without undue delay after registration of the transfer resolution with the commercial register (*Handelsregister*) of STADA is attached to this letter as **Annex 3**. The warranty covers Nidda Healthcare's obligation to pay interest pursuant to Sec. 327b para 2 AktG in an amount of five percentage points p.a. above the respective base interest rate according to Sec. 247 German Civil Code (*BGB*). The original of the declaration by Deutsche Bank AG will be sent directly to the management board of STADA by Deutsche Bank AG on behalf of Nidda Healthcare.

A written report prepared by Nidda Healthcare to the general meeting of STADA, presenting the pre-requisites for the transfer of the shares of the minority shareholders and explaining and justifying the appropriateness of the cash compensation, will be sent to you separately in good time in preparation for the general meeting.

An excerpt from the electronic commercial register of Nidda Healthcare dated today is attached to this letter as **Annex 4**.

This demand shall be subject to German law. The German version of this demand shall prevail.

Sincerely,

Bad Vilbel
Ort/Place

7 August 2020
Datum/Date



Nidda Healthcare GmbH
Andreas Grundhöfer
- Geschäftsführer / Managing Director -

Anlage 1 / Annex 1

**Kopie der Depotbestätigung der / Copy of the Securities Account Confirmation by
BNP Paribas Securities Services S.C.A.**



BNP PARIBAS
SECURITIES SERVICES

Confirmation of holding for account no. 6550680000 of Nidda Healthcare GmbH as of 07 August 2020, 09.30 am CEST:

Account No.	Quantity	Qty Unit	WKN	ISIN	Security Name	Safekeeping Account Holder	Position Date
6550680000	60,886,922.00	UNIT	725180	DE0007251803	STADA ARZNEIMITT. NA O.N.	Nidda Healthcare GmbH	07.08.20

BNP Paribas Securities Services S.C.A.
Zweigniederlassung Frankfurt
Corporate Trust Operations


Formanek


Marienfeldt

Anlage 2 / Annex 2
Übertragungsbeschluss / Transfer Resolution

"Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel (Minderheitsaktionäre) werden gemäß den §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Hauptaktionärin, der Nidda Healthcare GmbH mit Sitz in Bad Vilbel, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528, zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 98,51 je auf den Namen lautende Stückaktie der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin übertragen."

Anlage 3 / Annex 3

**Kopie der Gewährleistungserklärung der / Copy of the Warranty Declaration by
Deutsche Bank AG**



Corporate Bank
Trade Finance
Taunusanlage 12
D-60325 Frankfurt am Main

Marco Kluge
Telefon: +49 69 910 22728
Telefax: +496991022365
SWIFT: DEUTDEFF
E-Mail: marco.kluge@db.com

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Stadastraße 2-18
61118 Bad Vilbel

05. August 2020

Zur Übermittlung an den Vorstand der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

Gewährleistungserklärung nach § 327b Abs. 3 AktG zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft gemäß § 327a ff. AktG Nr.: 100BG12001042

Die Nidda Healthcare GmbH mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528 ("**Nidda Healthcare**") hat uns mitgeteilt, dass sie derzeit 60.886.922 der insgesamt 62.342.440 ausgegebenen auf den Namen lautenden Stückaktien an der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 71290 ("**Gesellschaft**") und somit einen Anteil in Höhe von ca. 97,8 % des nominalen Grundkapitals der Gesellschaft i.S.v. § 327a Abs. 2 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG hält; 84.273 der ausgegebenen Aktien hält die Gesellschaft selbst. Die Nidda Healthcare ist folglich Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 S. 1 AktG. Gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 AktG hat die Nidda Healthcare das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen und die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Nidda Healthcare hat als Barabfindung einen Betrag in Höhe von EUR 98,51 je Aktie festgelegt.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen.

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir, die Deutsche Bank Aktiengesellschaft, mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 30000, als ein Kreditinstitut im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG durch unsere Filiale Deutschlandgeschäft hiermit unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare als Hauptaktionärin gegenüber jedem

Deutsche Bank AG
Filiale Deutschlandgeschäft

-Seite 1 von 2 Seiten-

P. Karliczek



Gewährleistungserklärung nach § 327b Abs. 3 AktG zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft gemäß § 327a ff. AktG Nr.: 100BGI2001042

- Seite 2 von 2 Seiten -

Minderheitsaktionär der Gesellschaft, diesem nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 98,51 für jede seiner auf den Hauptaktionär übergegangenen Aktie der Gesellschaft zu zahlen.

Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare zur Zahlung von Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB.

Jeder Minderheitsaktionär der Gesellschaft erwirbt aus dieser Gewährleistungserklärung in Gestalt eines echten Vertrages zugunsten Dritter im Sinne von § 328 BGB einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen uns. Wir können aus dieser Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Nidda Healthcare ausgeschlossen.

Soweit über die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die bis zur Aushändigung an den Hauptaktionär den Abfindungsanspruch verbriefen, erfolgt die Zahlung nur Zug um Zug gegen Aushändigung der jeweiligen Aktienurkunden bzw. Übertragung der Rechte an einer Globalurkunde.

Die Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt deutschem Recht.

Mit freundlichen Grüßen

Deutsche Bank AG
Filiale Deutschlandgeschäft

P. Karliczek

URNr. W 1289/2020

Beglaubigt wird hiermit die Echtheit der vorstehenden, heute vor mir vollzogenen Unterschriften von

Herrn Georg Pedro **Karliczek**, geboren am 10.12.1961,
ausgewiesen durch seinen deutschen Personalausweis,

und

Herrn Bernd Jürgen **Theiß**, geboren am 11.06.1960,
ausgewiesen durch seinen deutschen Personalausweis,

beide geschäftsansässig Promenadeplatz 15, D-80333 München.

Die Vorbezeichneten handeln nach ihrer Erklärung gemeinsam für die im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 30000 eingetragene

DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Filiale Deutschlandgeschäft, 60311 Frankfurt am Main,
mit dem Sitz in Frankfurt am Main.

München, den 05. August 2020



Prof. Dr. Karl Winkler
Notarvertreter

Vertretungsbescheinigung

Aufgrund Einsicht in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main vom heutigen Tage, bescheinige ich, Notarvertreter, dass dort unter HRB 30000 die

DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Filiale Deutschlandgeschäft, 60311 Frankfurt am Main,
mit dem Sitz in Frankfurt am Main

eingetragen ist und dass die Herren Georg Pedro Karliczek und Bernd Jürgen Theiß als deren Prokuristen – beschränkt auf die Hauptniederlassung und alle inländischen Zweigniederlassungen – gemeinsam zur Vertretung der DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT Filiale Deutschlandgeschäft, 60311 Frankfurt am Main, berechtigt sind bzw. am 05.08.2020 berechtigt waren.

München, den 06. August 2020



A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Karl Winkler'.

Prof. Dr. Karl Winkler
Notarvertreter

Anlage 4 / Annex 4
Handelsregisterauszug der / Commercial Register Excerpt of
Nidda Healthcare GmbH

Nummer der Eintragung	a) Firma b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen c) Gegenstand des Unternehmens	Grund- oder Stammkapital	a) Allgemeine Vertretungsregelung b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis	Prokura	a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag b) Sonstige Rechtsverhältnisse	a) Tag der Eintragung b) Bemerkungen
1	2	3	4	5	6	7
1	a) Nidda Healthcare GmbH b) <u>Frankfurt am Main</u> <u>Geschäftsanschrift:</u> <u>c/o Intertrust (Deutschland) GmbH,</u> <u>Grüneburgweg 58-62, 60322 Frankfurt am</u> <u>Main</u> c) Verwaltung eigenen Vermögens, sowie der Erwerb, die Veräußerung, das Halten und die Verwaltung von Beteiligungen an anderen Unternehmen mit Aktivität im Gesundheitsmarkt im In- und Ausland. Ausgenommen sind Bankgeschäfte oder erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen nach dem Kreditwesengesetz.	25.000,00 EUR	a) Ist nur ein Geschäftsführer bestellt, so vertritt er die Gesellschaft allein. Sind mehrere Geschäftsführer bestellt, so wird die Gesellschaft durch zwei Geschäftsführer oder durch einen Geschäftsführer gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten. b) Geschäftsführer: Grundhöfer, Andreas, Frankfurt am Main, *18.03.1965 einzelvertretungsberechtigt; mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.		a) Gesellschaft mit beschränkter Haftung Gesellschaftsvertrag vom 25.08.2017	a) 07.09.2017 Pussehl b) Fall 1
2	b) Bad Vilbel Geschäftsanschrift: c/o STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel		b) <u>Bestellt als</u> <u>Geschäftsführer:</u> <u>Keatley, Mark Burgess, Frankfurt am Main,</u> <u>*03.11.1957</u> <u>einzelvertretungsberechtigt; mit der Befugnis, im</u> <u>Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen</u> <u>Namen oder als Vertreter eines Dritten</u> <u>Rechtsgeschäfte abzuschließen.</u> .		a) Die Gesellschafterversammlung vom 14.06.2018 hat eine Änderung des Gesellschaftsvertrages in § 2 (Sitz) und mit ihr die Sitzverlegung nach Bad Vilbel beschlossen.	a) 18.07.2018 Bäuml b) Fall 3
3					b) Mit der Nidda Healthcare Holding GmbH mit dem Sitz in Bad Vilbel (Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB 109897) als herrschendem Unternehmen ist am 22.10.2018 ein Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag abgeschlossen. Ihm hat die Gesellschafterversammlung vom 22.10.2018 zugestimmt.	a) 15.11.2018 Schollmeyer b) Fall 4
4			b) <u>Nicht mehr</u>			a) 14.02.2020

Nummer der Eintragung	a) Firma b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen c) Gegenstand des Unternehmens	Grund- oder Stammkapital	a) Allgemeine Vertretungsregelung b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis	Prokura	a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag b) Sonstige Rechtsverhältnisse	a) Tag der Eintragung b) Bemerkungen
1	2	3	4	5	6	7
			<p><u>Geschäftsführer:</u> <u>Keatley, Mark Burgess, Frankfurt am Main,</u> <u>*03.11.1957</u> Bestellt als Geschäftsführer: Dr. Ollig, Wolfgang, Singapur / Singapur, *07.03.1968 einzelvertretungsberechtigt; mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.</p>			Bäuml b) Fall 5
5				Gesamtprokura gemeinsam mit einem Geschäftsführer oder einem anderen Prokuristen mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich im eigenen Namen oder als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen: Berger, Simone, Oberursel, *12.06.1978		a) 08.06.2020 Bäuml b) Fall 6

Anlage 3
Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank AG gemäß § 327b Abs. 3 AktG



STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
 Stadastraße 2-18
 61118 Bad Vilbel

Corporate Bank
 Trade Finance
 Taunusanlage 12
 D-60325 Frankfurt am Main

Marco Kluge
 Telefon: +49 69 910 22728
 Telefax: +496991022365
 SWIFT: DEUTDEFF
 E-Mail: marco.kluge@db.com

05. August 2020

Zur Übermittlung an den Vorstand der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

Gewährleistungserklärung nach § 327b Abs. 3 AktG zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft gemäß § 327a ff. AktG Nr.: 100BGI2001042

Die Nidda Healthcare GmbH mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528 ("**Nidda Healthcare**") hat uns mitgeteilt, dass sie derzeit 60.886.922 der insgesamt 62.342.440 ausgegebenen auf den Namen lautenden Stückaktien an der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 71290 ("**Gesellschaft**") und somit einen Anteil in Höhe von ca. 97,8 % des nominalen Grundkapitals der Gesellschaft i.S.v. § 327a Abs. 2 i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG hält; 84.273 der ausgegebenen Aktien hält die Gesellschaft selbst. Die Nidda Healthcare ist folglich Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 S. 1 AktG. Gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 AktG hat die Nidda Healthcare das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen und die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Nidda Healthcare als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Nidda Healthcare hat als Barabfindung einen Betrag in Höhe von EUR 98,51 je Aktie festgelegt.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir, die Deutsche Bank Aktiengesellschaft, mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 30000, als ein Kreditinstitut im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG durch unsere Filiale Deutschlandgeschäft hiermit unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare als Hauptaktionärin gegenüber jedem

Deutsche Bank AG
 Filiale Deutschlandgeschäft

-Seite 1 von 2 Seiten-


 P. Karliczek



Gewährleistungserklärung nach § 327b Abs. 3 AktG zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft gemäß § 327a ff. AktG Nr.: 100BGI2001042

- Seite 2 von 2 Seiten -

Minderheitsaktionär der Gesellschaft, diesem nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 98,51 für jede seiner auf den Hauptaktionär übergegangenen Aktie der Gesellschaft zu zahlen.

Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Nidda Healthcare zur Zahlung von Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB.

Jeder Minderheitsaktionär der Gesellschaft erwirbt aus dieser Gewährleistungserklärung in Gestalt eines echten Vertrages zugunsten Dritter im Sinne von § 328 BGB einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen uns. Wir können aus dieser Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Nidda Healthcare ausgeschlossen.

Soweit über die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die bis zur Aushändigung an den Hauptaktionär den Abfindungsanspruch verbriefen, erfolgt die Zahlung nur Zug um Zug gegen Aushändigung der jeweiligen Aktienurkunden bzw. Übertragung der Rechte an einer Globalurkunde.

Die Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt deutschem Recht.

Mit freundlichen Grüßen

Deutsche Bank AG
Filiale Deutschlandgeschäft

P. Karliczek

URNr. W 1289/2020

Beglaubigt wird hiermit die Echtheit der vorstehenden, heute vor mir vollzogenen Unterschriften von

Herrn Georg Pedro **Karliczek**, geboren am 10.12.1961,
ausgewiesen durch seinen deutschen Personalausweis,

und

Herrn Bernd Jürgen **Theiß**, geboren am 11.06.1960,
ausgewiesen durch seinen deutschen Personalausweis,

beide geschäftsansässig Promenadeplatz 15, D-80333 München.

Die Vorbezeichneten handeln nach ihrer Erklärung gemeinsam für die im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 30000 eingetragene

DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Filiale Deutschlandgeschäft, 60311 Frankfurt am Main,
mit dem Sitz in Frankfurt am Main.

München, den 05. August 2020



Prof. Dr. Karl Winkler
Notarvertreter

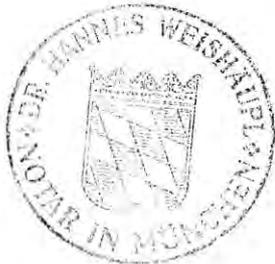
Vertretungsbescheinigung

Aufgrund Einsicht in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main vom heutigen Tage, bescheinige ich, Notarvertreter, dass dort unter HRB 30000 die

DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT
Filiale Deutschlandgeschäft, 60311 Frankfurt am Main,
mit dem Sitz in Frankfurt am Main

eingetragen ist und dass die Herren Georg Pedro Karliczek und Bernd Jürgen Theiß als deren Prokuristen – beschränkt auf die Hauptniederlassung und alle inländischen Zweigniederlassungen – gemeinsam zur Vertretung der DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT Filiale Deutschlandgeschäft, 60311 Frankfurt am Main, berechtigt sind bzw. am 05.08.2020 berechtigt waren.

München, den 06. August 2020



A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Karl Winkler'.

Prof. Dr. Karl Winkler
Notarvertreter

Anlage 4
Depotbestätigung der BNP Paribas Securities Services S.C.A. vom 7. August 2020



BNP PARIBAS
SECURITIES SERVICES

Confirmation of holding for account no. 6550680000 of Nidda Healthcare GmbH as of 07 August 2020, 09.30 am CEST:

Account No.	Quantity	Qty Unit	WKN	ISIN	Security Name	Safekeeping Account Holder	Position Date
6550680000	60,886,922.00	UNIT	725180	DE0007251803	STADA ARZNEIMITT. NA O.N.	Nidda Healthcare GmbH	07.08.20

BNP Paribas Securities Services S.C.A.
Zweigniederlassung Frankfurt
Corporate Trust Operations


Formanek


Marienfeldt

Anlage 5
Aufstellung des Anteilsbesitzes von STADA zum 31. Dezember 2019

Nachfolgend sind die als Tochterunternehmen, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierte Unternehmen in den Konzernabschluss der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft zum 31. Dezember 2019 einbezogenen Beteiligungen sowie alle nicht konsolidierten und sonstigen Beteiligungen gemäß § 313 Abs. 2 HGB aufgeführt.

Direkte Beteiligungen der STADA Arzneimittel AG

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
AO Nizhpharm, Nizhny Novgorod, Russland	100%
BEPHA Beteiligungsgesellschaft für Pharmawerte mbH, Bad Vilbel, Deutschland	100%
BIOCEUTICALS Arzneimittel AG, Bad Vilbel, Deutschland	51,34%
Ciclum Farma, Unipessoal, LDA, Paco de Arcos, Portugal	100%
EG Labo – Laboratoires Eurogenerics SAS, Boulogne-Billancourt, Frankreich	100%
EG S.p.A., Mailand, Italien	100%
Laboratorio STADA, S.L., Barcelona, Spanien	100%
Laboratorio Vannier S.A., Buenos Aires, Argentinien	100%
Mobilat Produktions GmbH, Pfaffenhofen, Deutschland	100%
Natures Aid Deutschland GmbH, Bad Vilbel, Deutschland (vormals: Socialites Retail Germany GmbH)	100%
OOO Hemofarm, Obninsk, Russland	100%
SCIOTEC Diagnostics Technologies GmbH, Tulln, Österreich	100%
Spirig HealthCare AG, Egerkingen, Schweiz	100%
STADA Arzneimittel Gesellschaft m.b.H., Wien, Österreich	100%
STADA d.o.o., Ljubljana, Slowenien	100%
STADA d.o.o., Zagreb, Kroatien	100%

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
STADA Egypt Ltd., Kairo, Ägypten ¹	100%
STADA LUX S.à R.L., Luxemburg, Luxemburg	100%
STADA PHARMA Bulgaria EOOD, Sofia, Bulgarien	100%
STADA PHARMA CZ s.r.o., Prag, Tschechische Republik	100%
STADA Pharma Services India Private Ltd., Mumbai, Indien	100%
STADA PHARMA Slovakia s.r.o., Bratislava, Slowakei	100%
STADA Pharmaceuticals (Asia) Ltd., Hongkong, China	100%
STADA Pharmaceuticals Australia Pty. Ltd., Sydney, Australien	100%
STADA Poland Sp. z o.o., Piaseczno, Polen	100%
STADA Service Holding B.V., Etten-Leur, Niederlande	100%
STADA (Shanghai) Company Management Consulting Co. Ltd., Shanghai, China	100%
STADA (Thailand) Company, Ltd., Bangkok, Thailand	100%
STADA UK Holdings Ltd., Reading, Großbritannien	100%
XBrane Biopharma AB, Solna, Schweden	8,15%

Indirekte Beteiligungen der STADA Arzneimittel AG

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
AELIA SAS, Saint-Brieuc, Frankreich	20%
ALIUD PHARMA GmbH, Laichingen, Deutschland	100%
Biopharma-Invest LLC, Bila Tserkva, Ukraine	100%

¹ Befindet sich im Liquidationsprozess.

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
Britannia Pharmaceuticals Ltd., Reading, Großbritannien	100%
Brituswip Ltd., Reading, Großbritannien	50%
Centrafarm B.V., Etten-Leur, Niederlande	100%
Centrafarm Nederland B.V., Etten-Leur, Niederlande	100%
Centrafarm Services B.V., Etten-Leur, Niederlande	100%
Clonmel Healthcare Ltd., Clonmel, Irland	100%
CNRD 2009 Ireland Ltd., Dublin, Irland	50%
Crosspharma Ltd., Belfast, Großbritannien	100%
Dak Nong Pharmaceutical JSC, Dak Nong, Vietnam	43%
Fresh Vape Electronic Cigarettes Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Genus Pharmaceuticals Holdings Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Genus Pharmaceuticals Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Healthypharm B.V., Etten-Leur, Niederlande	100%
Hemofarm A.D., Vrsac, Serbien	100%
Hemofarm Banja Luka d.o.o., Banja Luka, Bosnien-Herzegowina	91,50%
Hemofarm Komerc d.o.o., Skopje, Mazedonien ²	99,18%
Hemofarm S.à R.L., Constantine, Algerien	40%
Hemomont d.o.o., Podgorica, Montenegro	71,02%
Hemopharm GmbH, Bad Vilbel, Deutschland	100%

² Befindet sich im Liquidationsprozess.

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
Internis Pharmaceuticals Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Jinan Pharmaceuticals Co., Jinan, China	35,50%
LAS Trading Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
LCM Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Lowry Solutions Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Natures Aid Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Nextgen360 Ltd., Huddersfield, Großbritannien (vormals BSMW Ltd.)	100%
Nizhpharm-Kazakhstan TOO DO, Almaty, Kasachstan	100%
NorBiTec GmbH, Uetersen, Deutschland	66,66%
OOO Aqualor, Moskau, Russland	100%
OOO Dialogfarma, Moskau, Russland	50%
Pharmaceutical Plant Biopharma LLC, Bila Tserkva, Ukraine	100%
Pharm Ortho Pedic SAS, Trélazé, Frankreich	30%
PharmTechService LLC, Bila Tserkva, Ukraine	50%
Phu Yen Export Import Pharmaceutical JSC, Phu Yen, Vietnam	20%
Pymepharco Joint Stock Company, Tuy Hoa, Vietnam	72%
Quang Tri Pharmaceutical JSC, Quang Tri, Vietnam	49%
Quatropharma Holding B.V., Etten-Leur, Niederlande ³	100%
S.A. Eurogenerics N.V., Brüssel, Belgien	100%

³ Befindet sich im Liquidationsprozess.

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
Slam Trading Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Socialites E-Commerce Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Socialites Retail Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
STADA Aesthetics AG, Egerkingen, Schweiz	100%
STADA CEE GmbH, Bad Vilbel, Deutschland	100%
STADA Consumer Health Deutschland GmbH, Bad Vilbel, Deutschland (vormals: STADA Medical GmbH)	100%
STADA Corp., New Jersey, USA	100%
STADA Financial Investments Ltd., Clonmel, Irland ⁴	100%
STADA Genéricos, S.L., Barcelona, Spanien	100%
STADA GmbH, Bad Vilbel, Deutschland	100%
STADA HEMOFARM S.R.L., Temeswar, Rumänien	100%
STADA Hungary LLC, Budapest, Ungarn	100%
STADA IT Solutions d.o.o., Vrsac, Serbien	100%
STADA, LDA, Paco de Arcos, Portugal	100%
STADA M&D S.R.L., Bukarest, Rumänien	100%
STADA MENA DWC-LLC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate	100%
STADA Nordic ApS, Herlev, Dänemark	100%
STADAPHARM GmbH, Bad Vilbel, Deutschland	100%
STADA Pharmaceuticals (Beijing) Ltd., Beijing, China	83,351%

⁴ Befindet sich im Liquidationsprozess.

Name der Gesellschaft, Sitz	Anteil am Kapital
STADA Philippines Inc., Manila, Philippinen	100%
STADA-Ukraine DO., Kiew, Ukraine	100%
Sundrops Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Thornton & Ross Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%
Thornton & Ross Ireland Ltd., Clonmel, Irland	100%
UAB STADA-Nizhpharm-Baltija, Vilnius, Litauen	100%
Velegfarm A.D., Belgrad, Serbien	19,65%
Velexfarm d.o.o., Belgrad, Serbien	100%
Vetfarm A.D., Belgrad, Serbien	15%
Well Light Investment Company Limited, Ho-Chi-Minh-Stadt, Vietnam	100%
Zeroderma Ltd., Huddersfield, Großbritannien	100%

Bei den Gesellschaften ALIUD PHARMA GmbH, BEPHA Beteiligungsgesellschaft für Pharmawerte mbH, Hemopharm GmbH, Mobilat Produktions GmbH, Natures Aid Deutschland GmbH, STADA CEE GmbH, STADA GmbH, STADA Consumer Health Deutschland GmbH und STADAPHARM GmbH wurde von der Befreiungsvorschrift des § 264 Abs. 3 HGB Gebrauch gemacht.

Anlage 6
Übersicht der mit Nidda Healthcare verbundenen Unternehmen (Nidda Konzern)

