IFBC

Fairness Opinion Vifor Pharma

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch die CSL Behring AG für die ausstehenden Aktien der Vifor Pharma AG

Zürich, 17. Januar 2022

IFBC

Fairness Opinion Vifor Pharma

Inhalt

1	Einleitung	Seite 3
2	Unternehmensbeschrieb	Seite 8
3	Bewertung	Seite 23
4	Beurteilung	Seite 41
5	Anhang	Seite 45

© IFBC 2022

IFBC

Fairness Opinion Vifor Pharma

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage Seite 4
1.2 Unser Auftrag Seite 5
1.3 Vorgehen Seite 6
1.4 Quellen Seite 7

© IFBC 2022

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Vifor Pharma ist ein führendes, an der SIX Swiss Exchange kotiertes Pharmaunternehmen in den Bereichen Eisenmangel, Nephrologie und kardiorenale Therapien

Vifor Pharma AG («Vifor Pharma» oder «das Unternehmen») ist ein Pharmaunternehmen, das pharmazeutische Produkte entwickelt, herstellt und vermarktet mit einem Fokus auf die Behandlung von Eisenmangel. Das diversifizierte Produktportfolio und die Pipeline von Vifor Pharma erstrecken sich zudem auf die Bereiche Nephrologie und kardiorenale Therapien. Der strategische Schwerpunkt des Unternehmens liegt auf der Identifizierung und der Bedienung unterversorgter Therapiebereiche.

Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in St. Gallen, Schweiz. Mit einem Netzwerk von Tochtergesellschaften und Partnern auf der ganzen Welt ist Vifor Pharma in mehr als 100 Ländern vertreten. Im GJ2020 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von CHF 1'802 Mio. und einen EBITDA von CHF 576 Mio. Das Flaggschiffprodukt von Vifor Pharma ist Ferinject / Injectafer[1]; ein Produkt für intravenöse Behandlungen gegen Eisenmangel, das in 84 Ländern zugelassen ist.

Die Aktien von Vifor Pharma sind unter diesem Namen seit dem 7. April 2017 an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert, als die Galenica Gruppe einen Börsengang ihrer Geschäftseinheit Galenica Santé durchführte und die Galenica Gruppe zu Vifor Pharma wurde. Per 13. Dezember 2021 wies Vifor Pharma eine Marktkapitalisierung von CHF 9.1 Mrd. auf. Das Aktienkapital von Vifor Pharma besteht aus 65 Mio. Namensaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.01 («Aktien»).[2]

Am 14. Dezember 2021 veröffentlichte CSL die Vorankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots für alle sich im Publikum befindenden Namensaktien von Vifor Pharma mit einem

Am 14. Dezember 2021 schlossen Vifor Pharma und CSL Limited («CSL») eine Transaktionsvereinbarung ab, wonach sich CSL bereit erklärte, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot («das Angebot») für alle sich im Publikum befindlichen Namensaktien von Vifor Pharma zu unterbreiten oder durch eine Tochtergesellschaft unterbreiten zu lassen. Das Angebot wurde am 14. Dezember 2021 nach Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung und vor Eröffnung des Handels an der SIX von CSL vorangekündigt. Der Angebotspreis beträgt USD 179.25 in bar pro Vifor Pharma-Aktie («Angebotspreis»). Darüber hinaus soll die Auszahlung einer ordentlichen Dividende von CHF 2.00 brutto (entsprechend der bisherigen Praxis) pro Aktie für Inhaber von Vifor Pharma-Aktien, die voraussichtlich an der Generalversammlung von Vifor Pharma vom 26. April 2022 beschlossen werden soll, keinen Verwässerungseffekt

1 Das Produkt wird je nach Land unter verschiedenen Marken verkauft (siehe Abschnitt 2.2).

2 Quelle: Refinitiv Eikon.

Angebotspreis von USD 179.25 in bar pro Aktie von Vifor Pharma

zur Folge haben und entsprechend den Angebotspreis nicht beeinflussen. Der Angebotspreis von USD 179.25 entspricht, basierend auf dem Wechselkurs vom 13. Dezember 2021 von USD/CHF 0.92285[3], CHF 165.42 (der «äquivalente Angebotspreis in CHF»). Unter Berücksichtigung der erwarteten Dividendenzahlung von CHF 2.00 resultiert für die Zwecke dieser Fairness Opinion ein äquivalenter Angebotspreis von CHF 167.42 (der «äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende)»). Der äquivalente Angebotspreis in CHF und der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) können sich in Abhängigkeit des tatsächlichen Wechselkurses beim Settlement des Übernahmeangebots, das zurzeit etwa für Mitte 2022 erwartet wird, ändern. Diese Fairness Opinion bezieht sich jedoch ausschliesslich auf den Angebotspreis sowie den äquivalenten Angebotspreis in CHF und den äquivalenten Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) basierend auf dem USD/CHF-Wechselkurs per 13. Dezember 2021.

1.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst eine unabhängige Bewertungsanalyse von Vifor Pharma

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 24. November 2021 vom Verwaltungsrat («VR») von Vifor Pharma mit der Erstellung einer unabhängigen Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt.

Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des VR von Vifor Pharma bei der Beurteilung des Angebots erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Bewertung des Angebots durch den VR von Vifor Pharma genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC ist eine unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängige Corporate-Finance-Beraterin und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der vom Management von Vifor Pharma zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter gehen wir davon aus, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit der besten aktuell verfügbaren

[3] Letzter Stichtag vor der Vorankündigung des Angebots; Quelle: Refinitiv Eikon.

Einschätzung seitens des Managements von Vifor Pharma entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat insbesondere weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Bewertungszeitpunkt ist der 13. Dezember 2021

Die Ergebnisse unserer unabhängigen Bewertungsanalysen wurden dem VR von Vifor Pharma am Abend des 13. Dezember 2021 vor der Vorankündigung des Angebots von CSL am 14. Dezember 2021 zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Businessplan, der vom VR am 28. November 2021 genehmigt wurde, sowie dem Halbjahresabschluss von Vifor Pharma per 30. Juni 2021. Das Management von Vifor Pharma bestätigt zudem, dass zwischen dem 30. Juni 2021 und der Veröffentlichung dieses Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten sind, die in der aktuellen Prognose für das GJ2021 und im relevanten Businessplan nicht berücksichtigt sind. So sind insbesondere die Veräusserung der nicht zum Kerngeschäft gehörenden Fertigarzneimittelproduktion an CordenPharma sowie die Beilegung des Patentrechtsstreits in Bezug auf Injectafer in den USA, bekanntgegeben im Dezember 2021, in der Datenbasis für die Bewertung enthalten.[4]

1.3 Vorgehen

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots der CSL Behring AG («die Anbieterin» oder «CSL Behring») an die Aktionäre von Vifor Pharma basiert auf Bewertungsüberlegungen von IFBC. Diese stützen sich auf die folgenden Analysen, die in diesem Bericht ausführlich beschrieben werden:

- Analyse der Geschäftstätigkeit des Unternehmens, seiner Produkte, seiner Produktpipeline und Strategie sowie des aktuellen Marktumfelds
- Beurteilung des vom VR von Vifor Pharma genehmigten Businessplans
- Bewertung des Unternehmens und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf den folgenden Bewertungsansätzen:
  - Sum-of-the-parts Discounted-Cashflow-Methode
  - Trading-Multiples-Ansatz
  - Transaction-Multiples-Ansatz
- Aktienkursanalyse sowie Analyse der aktuellen Kursziele der Analysten

[4] Siehe Medienmitteilungen von Vifor Pharma vom 16. Dezember 2021 bzw. 20. Dezember 2021.

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von CSL Behring an die Aktionäre von Vifor Pharma erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

1.4 Quellen

Unsere Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Quellen:

- Testierte Geschäftsberichte von Vifor Pharma (konsolidiert)
- Untestierter Halbjahresabschluss GJ2021 per 30. Juni 2021
- Der vom VR von Vifor Pharma am 28. November 2021 genehmigte Businessplan
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen
- Besprechungen mit dem Management von Vifor Pharma

2 Unternehmensbeschrieb

2.1 Überblick zu Vifor Pharma Seite 9
2.2 Geschäftsmodell von Vifor Pharma Seite 10
2.3 Historische Kennzahlen von Vifor Pharma Seite 18
2.4 Marktanalyse Seite 21

© IFBC 2022

2 Unternehmensbeschrieb

2.1 Überblick zu Vifor Pharma

Vifor Pharma ist ein führendes Pharma-unternehmen in den Bereichen Eisenmangel, Nephrologie und kardio-renale Therapien

Vifor Pharma ist ein Schweizer Pharmaunternehmen mit Sitz in St. Gallen, das sich auf die Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von pharmazeutischen Produkten konzentriert. Das Unternehmen ist insbesondere bestrebt, unterversorgte Therapiegebiete in den Bereichen Eisenmangel, Nephrologie und kardiorenale Erkrankungen zu identifizieren und zu bedienen. Vifor Pharma verfügt über eine entsprechende Organisation zur Bewirtschaftung der Produkte, der Vergrösserung der Pipeline (Akquisitionen und Einlizenzierungen) sowie für Forschung und Entwicklung (Frühphase). Das Unternehmen beschäftigte im GJ2020 durchschnittlich 2'429 Mitarbeitende.

Die starke Position von Vifor Pharma in der Nephrologie beruht auf dem Joint-Venture-Unternehmen Vifor Fresenius Medical Care Renal Pharma Ltd. («VFMCRP»). Vifor Pharma hält 55% an VFMCRP, die anderen 45% gehören Fresenius Medical Care. VFMCRP ist ein weltweit führender Anbieter von Produkten für Kunden mit chronischem Nierenversagen (Dialysepatienten).

Seit dem 7. April 2017 ist Vifor Pharma an der SIX kotiert, als die Galenica Gruppe einen Börsengang (*Initial Public Offering*, «IPO») der Geschäftseinheit Galenica Santé vornahm und die Galenica Gruppe zu Vifor Pharma wurde. Per 13. Dezember 2021 hielten strategische Investoren und Finanzinvestoren mit einer Beteiligung von jeweils mindestens 3.0% zusammen 44.0% der Aktien des Unternehmens.[5] Davon hielten Rosmarie und Martin Ebner (durch Patinex AG und BZ Bank Aktiengesellschaft) 20.4%, BNP Paribas SA 8.8%, Manuela und Remo Stoffel (durch Priora Suisse AG und Priora Investment Ltd.) 7.1%, BlackRock Institutional Trust Company 4.7% und UBS Asset Management 3.0%.

Der Hauptsitz von Vifor Pharma befindet sich in St. Gallen, Schweiz

Das Produktportfolio erstreckt sich über drei Bereiche: Eisenmangel, Nephrologie und kardio-renale Therapien

Per 13. Dezember 2021 wurden 44.0% von Vifor Pharma von Investoren mit einer Beteiligung von mehr als 3.0% gehalten

Per 13. Dezember 2021 betrug die Markt-kapitalisierung CHF 9.1 Mrd.

5 Quelle: Refinitiv Eikon.

2.2 Geschäftsmodell von Vifor Pharma

2.2.1 Strategie

Strategie

Vifor Pharma hat sich als ein weltweit führendes Unternehmen in der Behandlung von Eisenmangel etabliert. Die Strategie von Vifor Pharma basiert auf der Bedienung unterversorgter Märkte. Das Unternehmen verfügt über umfassende Expertise im Gebiet der Eisenmangeltherapien sowie über eine starke wissenschaftliche, regulatorische und kommerzielle Kompetenz, um neue Märkte zu identifizieren und zu entwickeln. Die Strategie von Vifor Pharma reicht von der Forschung und Entwicklung im Frühstadium bis hin zu marktreifen Produkten, sowohl in der eigenen Entwicklung als auch bei lizenzierten Wirkstoffen. Die Eckpfeiler des Wachstums von Vifor Pharma sind jedoch Partnerschaften und Einlizenzierungen von Produktkandidaten in fortgeschrittenen Entwicklungsphasen.

Obwohl Vifor Pharma eigene Forschung und Entwicklung betreibt, stützt sich das Unternehmen hauptsächlich auf die Forschungs- und Entwicklungsanstrengungen (in Frühphasen) seiner Lizenzgeber. Mit der Unterstützung der Partnerschaften kann Vifor Pharma spezifische geografische Märkte direkt ansprechen und ist näher bei den Patienten. Innerhalb ihrer Kernkompetenz – Medikamente gegen Eisenmangel – ist Vifor Pharma bis zu einem gewissen Grad von ihren marktführenden Produkten abhängig. Das Unternehmen baut seine Pipeline vor allem durch die Expansion in zwei weitere Bereiche aus: Nephrologie (mit Schwerpunkt Dialyse) und kardiorenale Therapien.

Die Dialyseprodukte von Vifor Pharma werden primär über das Joint Venture VFMCRP vertrieben

Das Portfolio des Joint Ventures («JV») mit Fresenius Medical Care, VFMCRP, erreicht weltweit rund 350'000 Dialysepatienten, einschliesslich einer starken Präsenz in den USA.[6] VFMCRP ist ein geschätzter Partner für Dialysezentren, was das Unternehmen bei der Entwicklung neuer Medikamente für diese Patientengruppe unterstützt. Dieses Segment zeichnet sich jedoch dadurch aus, dass nur ein relativ kleiner Prozentsatz der Dialysepatienten in den USA von kommerziellen Krankenversicherungsplänen abgedeckt ist. Das American Centers for Medicare & Medicaid Services («CMS») hat daher temporäre Zusatzzahlungen für Medikamente eingeführt, die es neuen Medikamenten ermöglichen, in das sogenannte «Bundle»-System aufgenommen zu werden. Sobald ein Medikament in diesem System erfasst ist, wird nur noch eine einzige, umfassende Zahlung für alle Leistungen im Rahmen der Behandlung eines Patienten geleistet, was zu geringeren Gewinnspannen für die Hersteller der Medikamente führt. Über Medicare können Patienten, die bestimmte Kriterien erfüllen, finanzielle Unterstützung für ihre Behandlung erhalten.

6 Quelle: Vifor Pharma Geschäftsbericht 2020.

Als drittes Geschäftsfeld neben Eisenmangel und Dialyse konzentriert sich Vifor Pharma auf Transplantationen sowie auf autoimmune kardiorenale Erkrankungen und seltene Krankheiten.

2.2.2 Überblick zum Produktportfolio

Überblick

Das Produktportfolio von Vifor Pharma besteht derzeit aus vierzehn verschiedenen Pharmazeutika, die bereits am Markt eingeführt sind oder sich in der Entwicklungsphase befinden. Das Portfolio erstreckt sich auf drei primäre Therapiebereiche: Eisenmangel, Dialyse und Nephrologie & seltene Krankheiten.

In der folgenden Tabelle sind die Produkte nach ihrem Hauptbehandlungsgebiet kategorisiert. Es ist zu beachten, dass ausgewählte Produkte zur Behandlung von Patienten in mehreren medizinischen Bereichen eingesetzt werden.

Produktportfolio von Vifor Pharma

	Eisenmangel	**Dialyse**	**Nephrologie & seltene Krankheiten**
Produkte	■ Ferinject / Injectafer ■ Venofer ■ Maltofer	■ Velphoro ■ ESA: Mircera ■ ESA: Retacrit	■ Veltassa
Pipeline		■ Difelikefalin / Korsuva ■ ESA: Vadadustat	■ Rayaldee ■ Avacopan ■ ANG-3777 ■ Sparsetan ■ Vamifeport

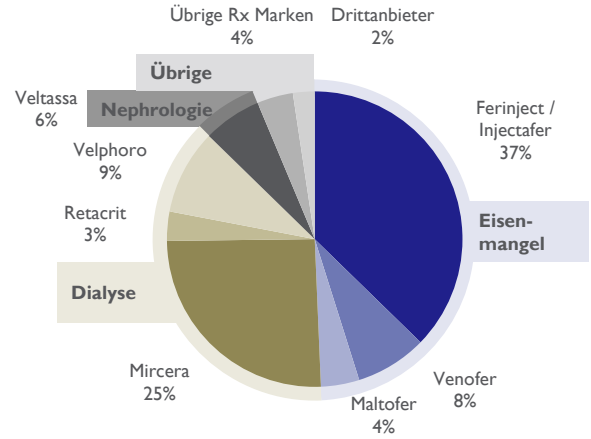
Quelle: Vifor Pharma Investorenpräsentation vom November 2021.

Umsatzverteilung

Im H1 GJ2021 stammten 49% des Nettoumsatzes aus dem Bereich Eisenmangel. Auf die Dialyse entfielen rund 38%, während 6% im Segment Nephrologie & seltene Krankheiten erzielt wurden. Auf sonstige Produkte entfielen 6%.

Mit einem Anstieg um 5 Prozentpunkte kam es im H1 GJ2021 zu einer Umsatzverschiebung hin zu Eisenmangelprodukten (44% im GJ2020), während die Segmente Dialyse und Nephrologie & seltene Krankheiten im Vergleich zum GJ2020 um 3 Prozentpunkte bzw. 1 Prozentpunkt relativ abnahmen.

Aufteilung des Nettoumsatzes im H1 GJ2021 nach Produkten und medizinischen Bereichen



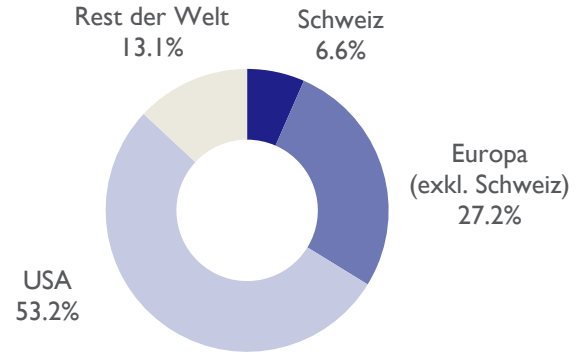
Quelle: Vifor Pharma Halbjahresbericht 2021.

Geografische Aufteilung

Vifor Pharma ist weltweit in vier verschiedenen geografischen Regionen tätig:

- Die Schweiz mit einem Anteil von 6.6% am operativen Umsatz.
- Europa (ohne die Schweiz) trägt mit einem Anteil von 27.2% zum operativen Umsatz bei.
- In den USA wird mit 53.2% der grösste Teil des operativen Umsatzes erwirtschaftet.
- Im Rest der Welt wird 13.1% des operativen Umsatzes erzielt.

Geografische Aufteilung des operativen Umsatzes im H1 GJ2021



Quelle: Vifor Pharma Halbjahresbericht 2021.

2.2.3 Produkte

Das Portfolio der bedeutendsten auf dem Markt eingeführten Produkte von Vifor Pharma wird nachfolgend anhand der drei wesentlichen medizinischen Bereiche beschrieben:[7]

Eisenmangel

Ferinject / Injectafer

Ferinject / Injectafer[8] ist das Flaggschiffprodukt von Vifor Pharma. Es ist ein führendes intravenöses Eisenpräparat mit einem signifikanten Marktanteil. Das Produkt war Ende Juni 2021 in 84 Ländern zugelassen. Ferinject / Injectafer richtet sich an Patienten mit Eisenmangel und Eisenmangelanämie. Zu den wichtigsten Therapiebereichen gehören chronische Herzinsuffizienz, Patientenblutmanagement, Nephrologie, Gastroenterologie, Onkologie und Gesundheit von Frauen. Bei diesem Produkt handelt es sich um ein komplexes Nanomedikament, das aus Nanopartikeln besteht. Nanomedikamente sind grösser und haben eine komplexere Struktur als Biopharmazeutika. Ferinject / Injectafer ist deshalb als Non-Biological-Complex-Drug («NBCD») zu klassifizieren. NBCDs weisen eine Reihe komplexer physikalisch-chemischer Eigenschaften auf, die vom Herstellungsprozess abhängen. Dies ist einer der Hauptgründe, warum sie nach dem Auslauf der Exklusivität schwieriger zu kopieren sind.

Venofer

Venofer ist ein Eisensaccharose-Produkt zur intravenösen Behandlung von Eisenmangel. Es wird verabreicht, wenn orale Eisenpräparate unwirksam sind oder nicht eingenommen werden können. Das Produkt ist die bevorzugte Eisensaccharose-Behandlung in der Eisentherapie für anämische Dialysepatienten. Venofer ist ein niedriger dosiertes Produkt im Vergleich zu Ferinject / Injectafer und gilt ebenfalls als NBCD. Daher wird es als ein schwieriger zu kopierendes komplexes Produkt eingestuft.

Maltofer

Maltofer ist das zweite wichtige Eisenmangelpräparat im Portfolio von Vifor Pharma. Im Gegensatz zu Ferinject / Injectafer, das intravenös verabreicht wird, ist Maltofer ein oraler Eisen-Polymaltose-Komplex (Iron polymaltose complex, «IPC»). Aufgrund der guten Verträglichkeit wird es häufig zur Behandlung von Eisenmangel bei Säuglingen, Kindern, Jugendlichen und Schwangeren eingesetzt. Das Produkt ist in 76 Ländern zugelassen und seit über 50 Jahren auf dem Markt.

---

7 Quellen: Vifor Pharma Geschäftsbericht 2020, Vifor Pharma Halbjahresbericht 2021, Vifor Pharma Investorenpräsentationen und Vifor Pharma Management.

8 In den USA und Belgien wird das Produkt als Injectafer vermarktet, während es im Rest der Welt unter dem Markennamen Ferinject vertrieben wird.

Dialyse

Velphoro

Velphoro wird in erster Linie bei Patienten mit chronischen Nierenerkrankungen (Chronic kidney diseases, «CKD») an der Dialyse zur Kontrolle des Phosphatspiegels im Blut eingesetzt. Es hat eine führende Position im Segment der kalziumfreien Phosphatbinder in den USA, dem weltweit grössten Markt für Phosphatbinder. Velphoro wird hauptsächlich von VFMCRP vertrieben.

ESA brands

Das Portfolio der Erythropoese-stimulierenden Substanzen (Erythropoiesis-stimulating agent, «ESA») von Vifor Pharma besteht primär aus den beiden Produkten Mircera und Retacrit. Rund zwei Drittel des ESA-Nettoumsatzes von Vifor Pharma werden durch VFMCRP erwirtschaftet.

Mircera ist ein langwirksames ESA, das bei symptomatischer Anämie im Zusammenhang mit CKD eingesetzt wird. Mircera ist seit 2015 von der F. Hoffmann-La Roche AG lizenziert. Das Produkt ist als Biopharmazeutikum eingestuft und wird derzeit an über 3'800 Dialysekliniken in den USA abgegeben.

Das zweite Medikament ist **Retacrit**, das erste und einzige in den USA zugelassene Biosimilar-ESA. Im Gegensatz zu Mircera handelt es sich bei Retacrit um ein kurzwirksames ESA. Diese ESA-Behandlungen stellen sicher, dass Patienten in der Hämodialyse einen angemessenen Hämoglobinspiegel aufrechterhalten. Vifor Pharma lizenzierte 2015 die Rechte von Pfizer Inc. für die Vermarktung von Retacrit in bestimmten Vertriebskanälen.

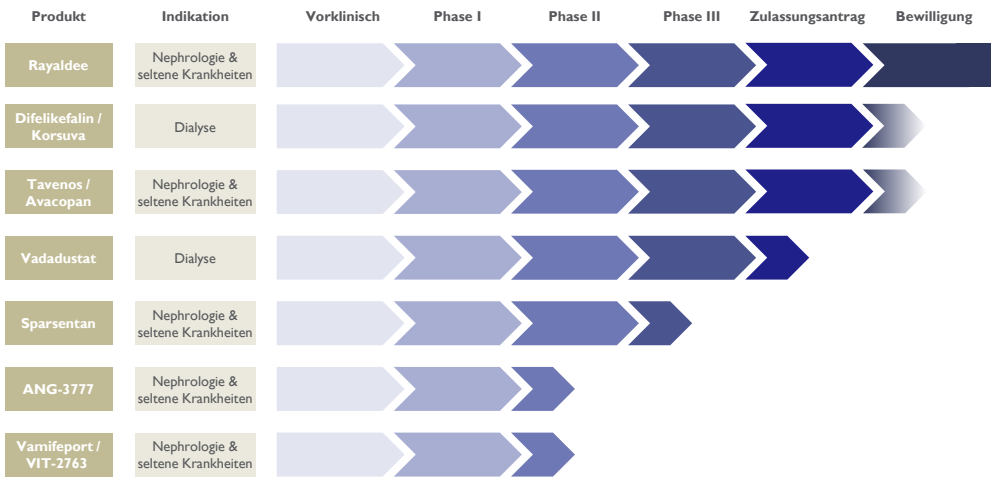
Nephrologie & seltene Krankheiten

Veltassa

Veltassa ist ein Kaliumbinder auf Polymerbasis zur Behandlung von Hyperkaliämie bei Patienten mit CKD und chronischer Herzinsuffizienz. Hyperkaliämie ist ein ernsthafter medizinischer Zustand, der lebensbedrohliche Folgen haben kann. Die Erkrankung tritt verstärkt bei Patienten auf, die mit Hemmstoffen des Renin-Angiotensin-Aldosteron-Systems (Renin-angiotensin-aldosterone system inhibitors, «RAASi») behandelt werden, welche die wichtigste Behandlungsform für Patienten mit CKD und Herzinsuffizienz darstellen. Folglich ermöglicht Veltassa die Fortsetzung der RAASi-Behandlung für die betroffenen Patienten. Veltassa gehört zur Familie der NBCD.

2.2.4 Pipeline

Die Forschungs- und Entwicklungspipeline von Vifor Pharma umfasst mehrere Produkte.[9] Die nachstehende Abbildung vermittelt einen Überblick zu den wichtigsten Produkten in der Entwicklungspipeline von Vifor Pharma und deren jeweiligen Phasen der klinischen Studien.



Quelle: Vifor Pharma Investorenpräsentation November 2021.

Rayaldee
Rayaldee ist eine Behandlung für Patienten mit CKD und Vitamin-D-Mangel. Der sekundäre Hyperparathyreoidismus («SHPT») ist eine chronisch fortschreitende Krankheit, die mit sich verschlimmernder CKD immer schwerwiegender wird. Dagegen wird Rayaldee, eine Formulierung von Calcifediol, dem Prohormon der aktiven Form von Vitamin D3, verabreicht. Die Behandlung ist insofern einzigartig, als sie den für CKD-Patienten erforderlichen Vitamin-D-Spiegel anhebt, ohne den Serumkalzium- und Phosphatspiegel im Blut zu beeinflussen. Diese Verbindung verspricht eine Behandlung von SHPT ohne das Risiko, den Patienten einer Hyperkalzämie und Hypophosphatämie auszusetzen. VFMCRP erwarb von OPKO Health Inc. die Rechte für diese Indikation in Europa und ausgewählten Märkten

[9] Quellen: Vifor Pharma Geschäftsbericht 2020, Vifor Pharma Halbjahresbericht 2021, Vifor Pharma Investorenpräsentationen und Vifor Pharma Management.

ausserhalb der USA. Es erhielt die Marktzulassung für alle beantragten europäischen Länder. Die Markteinführung von Rayaldee wird im Jahr 2022 erwartet.

KORSUVA™ (difelikefalin) Injection

Difelikefalin / Korsuva
Difelikefalin / Korsuva wurde von der United States Food and Drug Administration («FDA») in den USA zugelassen. Die Markteinführung wird für das erste Halbjahr 2022 erwartet, und im 2. Quartal 2022 wird mit der Zulassung in der EU gerechnet. Es handelt sich um einen peripher beschränkten Kappa-Opioid-Rezeptor-Agonisten (ein niedermolekulares Arzneimittel), der zur Behandlung von Pruritus bei chronischer Nierenerkrankung entwickelt wurde, unter dem bis zu 30% der Dialysepatienten leiden. Difelikefalin / Korsuva wirkt auf das periphere Nervensystem und überwindet nicht die Hirn-Blut-Schranke. Entsprechend resultiert keine systemische Wirkung und Opiatabhängigkeit sowie Toxizität werden vermieden. Derzeit gibt es in Europa und den USA keine andere zugelassene Behandlung mit besserer Verträglichkeit und Wirksamkeit. Die Therapie wurde von Cara Therapeutics Inc. entwickelt und ist durch VFMCRP lizenziert.

TAVNEOS™ (avacopan)

Tavenos / Avacopan
Tavenos / Avacopan ist ein Medikament, das den C5aR1 (Komplement-C5a-Rezeptor1) hemmt. Dieser ist ein wichtiger Bestandteil des Entzündungskreislaufs, der die Schädigung der Blutgefässe bei Autoimmunkrankheiten fördert. Tavenos / Avacopan ist ein niedermolekulares Arzneimittel, das sich an den C5aR1 bindet und so dessen Bindung an den entsprechenden Rezeptor verhindert. Dadurch wird die Zahl der Immunzellen reduziert, die bei Autoimmunkrankheiten zu Entzündungen führen würden. Tavenos / Avacopan ist von ChemoCentryx, Inc. lizenziert. Das Medikament wurde in Japan zugelassen, und die EU-Zulassung wird für das 1. Quartal 2022 erwartet.

Vadadustat

Vadadustat
Vadadustat ist ein von Akebia Therapeutics Inc. entwickelter oraler Hypoxie-induzierbarer Faktor-Prolyl-Hydroxylase-Inhibitor. Vadadustat stimuliert die Erythropoietin-Produktion, wodurch die Bildung roter Blutkörperchen gefördert wird. Höhere Erythropoietinspiegel können die Behandlung der Anämie bei Patienten verbessern, die auf eine Behandlung mit ESA nicht ansprechen. Im Gegensatz zu den beiden anderen ESA-Medikamenten im Portfolio von Vifor Pharma wird Vadadustat oral verabreicht. Es handelt sich um ein niedermolekulares Produkt. Der Zulassungsantrag für Vadadustat zur Behandlung von Anämie aufgrund von CKD wird derzeit von der FDA geprüft. Die Zulassung wird im März 2022 erwartet.

Sparsentan

Sparsentan
Sparsentan ist ein niedermolekularer Wirkstoffkandidat, der sich derzeit in der Phase III zur Behandlung der fokal segmentalen Glomerulosklerose und der IgA-Nephropathie – zwei seltenen Nierenerkrankungen – befindet. Der Antrag auf Marktzulassung auf der Grundlage der Zwischenergebnisse der Phase III-Studien wird für Mitte 2022 erwartet. Sparsentan ist für die Märkte in Europa, Australien und Neuseeland von Travere Therapeutics, Inc. lizenziert.

ANG-3777

ANG-3777
ANG-3777 ist ein niedermolekulares Arzneimittel, das zur Behandlung von herzchirurgisch bedingten akuten Nierenversagen und von Nierentransplantationspatienten mit dem Risiko einer verzögerten Transplantatfunktion entwickelt wird. Eine verzögerte Transplantatfunktion ist eine Komplikation bei Nierentransplantationen, die eine Dialyse nach der Transplantation erforderlich macht. Die Moleküle imitieren die Aktivität des Hepatozyten-wachstumsfaktors, einer natürlichen Organheilungsfunktion. Vifor Pharma hat mit Angion Biomedica Corp. eine weltweite Lizenzvereinbarung, mit Ausnahme der Region «Greater China», für die Kommerzialisierung des Produkts unterzeichnet. Die jüngsten Ergebnisse der Phase II- und Phase III-Studien waren jedoch für beide Anwendungen enttäuschend.

Vamifeport / VIT-2763

Vamifeport / VIT-2763
Vamifeport / VIT-2763 befindet sich in der Phase II zur Behandlung von Beta-Thalassämie und Sichelzellkrankheit, zwei seltene, nicht bösartige hämatologische Erkrankungen der roten Blutkörperchen. Die Behandlung wurde von Vifor Pharma entwickelt.

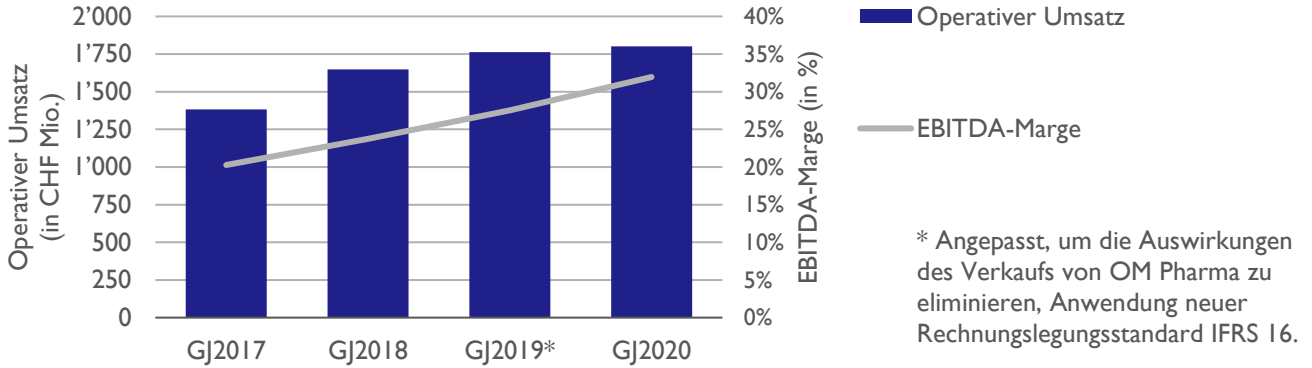
2.3 Historische Kennzahlen von Vifor Pharma

Historische Schlüsselereignisse

Die Geschichte von Vifor Pharma war unter anderem durch die folgenden Schlüsselereignisse geprägt:

- Im Jahr 2010 gründeten Fresenius Medical Care und Galenica das Joint Venture VFMCRP, um kontinuierlich Lizenzen zu erwerben, mit Partnern zusammenzuarbeiten und das Portfolio zu erweitern.
- Im Jahr 2017 erfolgte der IPO von Galenica Santé an der SIX, woraufhin aus der Galenica Gruppe Vifor Pharma wurde.
- Nach der Trennung von Vifor Pharma von Galenica Santé konnte Vifor Pharma die globale Reichweite durch mehrere Lizenzierungs- und gemeinsame Vermarktungsvereinbarungen erhöhen. Dadurch stieg die Profitabilität im Laufe der Jahre an.
- Im Jahr 2020 verkaufte Vifor Pharma die Geschäftseinheit OM Pharma. Der Nettogewinn nach Steuern aus dem Verkauf belief sich auf CHF 190.6 Mio.

Entwicklung des operativen Umsatzes und der EBITDA-Marge



Quelle: Vifor Pharma Geschäftsberichte GJ2017 – GJ2020.

Der Jahresabschluss GJ2019 wurde korrigiert, um die Auswirkungen des Verkaufs von OM Pharma im GJ2020 zu eliminieren (frühere Jahre wurden nicht rückwirkend korrigiert). Darüber hinaus wurde im GJ2019 zum ersten Mal IFRS 16 angewandt. Die Anwendung von IFRS 16 erhöhte den EBITDA, da die finanziellen Auswirkungen von Miet- und Leasingkontrakten grundsätzlich unterhalb des EBITDA ausgewiesen werden. Aus diesen Gründen ist die Vergleichbarkeit zwischen den letzten beiden Geschäftsjahren und GJ2017/GJ2018 eingeschränkt.

Stetige Steigerung des operativen Umsatzes und der EBITDA-Marge

Trotz des Verkaufs von OM Pharma[10] stieg der operative Umsatz zwischen GJ2017 und GJ2020 von CHF 1.4 Mrd. auf CHF 1.8 Mrd. an, was auf das Wachstum der bestehenden Produkte und die Einführung neuer Produkte zurückzuführen ist. Im GJ2020 verlangsamte sich das Wachstum des operativen Umsatzes jedoch, was vor allem auf den Ausbruch der COVID-19-Pandemie und die Abschwächung des USD gegenüber dem CHF zurückzuführen ist.

Die EBITDA-Marge stieg ebenfalls von 20.3 % auf 32.0 %, was insbesondere auf die Anwendung von IFRS 16 und die Realisierung von Skaleneffekten zurückzuführen ist.

Historische KPIs von Vifor Pharma

Historische KPIs von Vifor Pharma (in CHF Mio.)

	GJ2017 Ist	GJ2018 Ist	GJ2019* Korrigiert	GJ2020 Ist
Operativer Umsatz	**1'383.3**	**1'649.2**	**1'762.0**	**1'802.0**
Wachstumsrate	n/a	19.2%	n/a**	2.3%
EBITDA (inkl. IFRS 16 ab GJ2019)	**280.4**	**391.5**	**485.0**	**575.8**
EBITDA-Marge	20.3%	23.7%	27.5%	32.0%
Operative CAPEX	**-138.2**	**-276.0**	**-128.7**	**-395.0**
In % des operativen Umsatzes	-10.0%	-16.7%	-7.3%	-21.9%
Cash flow aus operativer Geschäftstätigkeit ***	**92.3**	**193.8**	**472.7**	**402.6**
Operativer Cash-Conversion-Faktor (in % des EBITDA)	32.9%	49.5%	97.5%	69.9%
Net Debt (inkl. IFRS 16 ab GJ2019)	**-130.7**	**208.3**	**99.3**	**-98.4**
Eigenkapital (Buchwert, inkl. Minderheiten)	**3'332.5**	**3'364.6**	**3'735.3**	**4'017.6**

* Angepasst, um die Auswirkungen des Verkaufs von OM Pharma zu eliminieren, Anwendung neuer Rechnungslegungsstandard IFRS 16.

** Wachstumsrate aufgrund der Korrektur nach dem Verkauf von OM Pharma nicht aussagekräftig.

*** Exkl. nicht fortgeführte Geschäftsbereiche.

Quelle: Vifor Pharma Geschäftsberichte GJ2017 – GJ2020.

Die operativen Investitionsausgaben («CAPEX») lagen in den letzten Jahren zwischen CHF 128.7 Mio. und CHF 395.0 Mio. Die grosse Bandbreite ist insbesondere auf Zahlungen im Zusammenhang mit immateriellen Vermögenswerten zurückzuführen, die von den in den jeweiligen Jahren erworbenen Patenten und Lizenzen für neue Produkte abhängen.

[10] Der operative Umsatz von OM Pharma belief sich im GJ2020 auf CHF 122.6 Mio. und im GJ2019 auf CHF 153.7 Mio.

Der Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit (exkl. nicht fortgeführte Geschäftsbereiche) stieg von CHF 92.3 Mio. im GJ2017 auf CHF 402.6 Mio. im GJ2020. In den letzten beiden Jahren schwankte der Cash-Conversion-Faktor (Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit in % des EBITDA) zwischen 97.5% (GJ2019) und 69.9% (GJ2020) mit einem Durchschnitt von 83.7%. Der grosse Unterschied erklärt sich hauptsächlich durch höhere Investitionen in das Nettoumlaufvermögen im GJ2020 im Vergleich zum GJ2019.

Die Finanzverbindlichkeiten von Vifor Pharma per 31.Dezember 2020 setzen sich hauptsächlich aus einer im September 2018 emittierten Anleihe in der Höhe von CHF 465.0 Mio. mit einer Laufzeit von vier Jahren und einem Bankdarlehen von CHF 75.0 Mio., das im Juli 2024 fällig wird, zusammen. Die Leasingverbindlichkeiten aufgrund der Einführung von IFRS 16 beliefen sich per 31. Dezember 2020 auf CHF 69.9 Mio. Dank der Akkumulation flüssiger Mittel in den vergangenen Jahren konnte das Unternehmen die Nettoverschuldung reduzieren. Per 31. Dezember 2020 resultierte eine Netto-Cash-Position von CHF 98.4 Mio.

Einfluss von COVID-19

Die Verkäufe des Blockbuster-Produkts Ferinject / Injectafer litten unter den COVID-19-Restriktionen. Lokale Lockdowns im 2. Quartal 2020 führten dazu, dass intravenös verabreichte Produkte durch weniger wirksame Substitute ersetzt wurden, die oral verabreicht werden können, da Infusionszentren vorübergehend geschlossen wurden. Da die Produkte zudem häufig in Kombination mit Operationen eingesetzt werden, verstärkte das Ausbleiben nicht zwingender Operationen den Rückgang zusätzlich.

Der Umsatz von Ferinject / Injectafer erholte sich im 3. Quartal 2020 rasch und kehrte auf den erwarteten Wachstumspfad zurück. Mit den zunehmenden Restriktionen im 4. Quartal 2020 war jedoch ein weiterer Rückgang des Umsatzwachstums zu verzeichnen. Im 2. Quartal 2021 erholten sich die Umsätze wieder deutlich. In einigen Gebieten werden nicht zwingende Operationen immer noch (oder erneut) nicht durchgeführt. Da Operationen eher verschoben als abgesagt werden, ergibt sich aus Lockerungen der COVID-19-Restriktionsregimen ein gewisses Umsatzaufholpotenzial.

Auch die allgemeinen Verkaufsaktivitäten und damit die Wachstumsfähigkeit von Vifor Pharma wurden stark beeinträchtigt, da die Akquisition neuer Patienten und Kliniken aufgrund der Pandemie eingeschränkt war.
Bei den Produkten im Dialysebereich wurde kein COVID-bedingter Rückgang festgestellt. Diese lebensrettenden Therapien haben ihr Wachstum fortgesetzt, da die Patienten regelmässig behandelt werden müssen.[11]

[11] Quelle: Vifor Pharma Geschäftsbericht 2020 und Halbjahresbericht 2021.

2.4 Marktanalyse

Eisenmangel

Eisen ist ein zentraler Mineralstoff für die Hämoglobinproduktion im Blut. Bleibt der Spiegel unter einem bestimmten Schwellenwert, kann der Körper keine ausreichenden Mengen an Hämoglobin produzieren, was zu Müdigkeit und Erschöpfung führt. Ein Mangel oder eine Anämie tritt häufig in Verbindung mit chronischer Herzinsuffizienz, chronischen Nierenerkrankungen und entzündlichen Darmerkrankungen auf. Auch bei Frauen im fortpflanzungsfähigen Alter und während der Schwangerschaft ist dies häufiger anzutreffen.[12]

Eisenmangel ist eine der weltweit am weitesten verbreiteten Krankheiten. Etwa einer von drei Menschen weltweit leidet an Anämie und mehr als die Hälfte der Fälle lässt sich auf Eisenmangel zurückführen.[13] Eisenmangel bleibt häufig unerkannt und damit unbehandelt. Sollten die Diagnosen von Eisenmangel in Zukunft zunehmen, ergäbe sich daraus ein zusätzliches Marktpotenzial. Vifor Pharma setzt sich dafür ein, das Bewusstsein für die Problematik zu erhöhen und dieses Potenzial zu nutzen. Gemäss einer kürzlich durchgeführten Marktstudie wird der Markt für Eisenmangelanämie in den USA, der EU5 (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Grossbritannien) und Japan bis 2030 voraussichtlich mit einer CAGR von 3.7% wachsen. Die höchsten Wachstumsraten werden für die USA erwartet, das Land mit dem grössten Markt. Im Jahr 2020 wurden in den USA 9.3 Mio. Fälle von Eisenmangelanämie beobachtet.[14]

Nephrologie & Dialyse

CKD ist eine unter Erwachsenen weit verbreitete Krankheit, an der etwa 13.4 % leiden.[15] Die Prävalenz von CKD nimmt mit dem Alter zu. Wichtige Risikofaktoren für CKD sind Diabetes und Bluthochdruck. In fortgeschrittenen Stadien von CKD ist die Krankheit oft nicht mehr heilbar. Die Patienten benötigen dann eine Behandlung (Dialyse), um die Blutreinigung zu übernehmen, welche die Nieren nicht mehr leisten können. Wenn ein Patient an CKD im Endstadium leidet, ist eine Nierentransplantation in der Regel die einzige Möglichkeit, der Dialyse zu entgehen.[16]

Die Zahl der dialysebedürftigen Patienten ist rasch ansteigend. Derzeit sind weltweit 3.7 Mio. Patienten in Dialysebehandlung. Es wird erwartet, dass deren Zahl bis 2030 auf über 6 Mio. ansteigen dürfte. Medikamente in

12 Quelle: Vifor Pharma Geschäftsbericht 2020 und Halbjahresbericht 2021.

13 Quellen: Kassebaum N. et al, A systematic sanalysis of global anemia burden from 1990 to 2010, Blood (2014) 123 (5): 615–624. & Paricha S. et al, Control of iron deficiency anemia in low- and middle-income countries, Blood (2013) 121 (14): 2607–2617.

14 Quelle: DelveInsight, September 2021, Iron Deficiency Anemia – Market Insight, Epidemiology and Market Forecast – 2030.

15 Quelle: Hill NR, Fatoba ST, Oke JL, Hirst JA, O'Callaghan CA, Lasserson DS, et al. (2016) Global Prevalence of Chronic Kidney Disease – A Systematic Review and Meta-Analysis. PLOS ONE 11(7).

16 Quelle: Romagnani, Paola, et al. Chronic kidney disease. Nature reviews Disease primers 3.1 (2017): 1-24.

diesem Bereich fallen häufig in das Bundle-System, da ein erheblicher Teil der Patienten durch Krankenversicherungen abgedeckt ist. Dies wirkt sich auf die Höhe und den Zeitraum der Margen aus, die Pharmaunternehmen mit ihren Medikamenten erzielen können.[17] Bei Patienten, die an CKD leiden, gibt es weitere mit der Krankheit verbundene Nebenwirkungen. So leiden beispielsweise 40% bis 82% der Patienten mit CKD im Stadium 3 oder 4 auch an SHPT. Ausserdem leiden 50% der CKD-Patienten an Hyperphosphatämie.[18]

Andere Therapiebereiche

Der kardiorenale Behandlungsbereich ist ein Zusammenspiel von Herz- und Nierenerkrankungen, bei dem sich die Therapien der beiden Organe gegenseitig beeinflussen. Vifor Pharma konzentriert sich in diesem Bereich auf die Behandlung der Hyperkaliämie (erhöhter Kaliumspiegel im Blut), die bei Patienten mit CKD und chronischer Herzinsuffizienz verbreitet ist.

Es wird erwartet, dass der Markt für Hyperkaliämie-Behandlungen in den nächsten Jahren rasch wachsen wird. Weltweit wird bis 2027 eine CAGR von über 20% prognostiziert (ein Anstieg von USD 434 Mio. auf USD 1'686 Mio. bis 2027). Vifor Pharma und AstraZeneca sind zwei der führenden Pharmaunternehmen im Hyperkaliämie-Bereich.[19]

17 Quelle: ZKB Unternehmensstudie vom 6. Oktober 2021.

18 Quelle: Levin, A., Bakris, G. L., Molitch, M., Smulders, M., Tian, J., Williams, L. A.& Andress, D. L. (2007). Prevalence of abnormal serum vitamin D, PTH, calcium, and phosphorus in patients with chronic kidney disease: Results of the study to evaluate early kidney disease. Kidney International, 71(1), 31–38.

19 Quelle: 360 Research Reports, August 2021, Global Hyperkalemia Treatment Market Research Report 2021.

3 Bewertung

3.1 Bewertungsansatz Seite 24
3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung Seite 25
3.3 Multiples-Bewertung Seite 35
3.4 Aktienkursanalyse Seite 38

© IFBC 2022

3 Bewertung

3.1 Bewertungsansatz

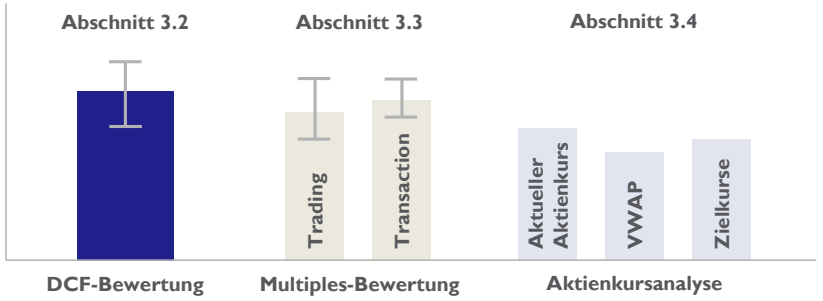
Bei der Bewertung von Vifor Pharma stützen wir uns, entsprechend der aktuellen Best Practice, in erster Linie auf die DCF-Methode ab. Zusätzlich wenden wir Trading und Transaction Multiples an und berücksichtigen die Erkenntnisse unsere Aktienkursanalyse.

Die Bewertung von Vifor Pharma zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von CSL Behring erfolgt auf einer Stand-alone-Basis unter der Anwendung unterschiedlicher Bewertungsansätze. In Übereinstimmung mit der Vorankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots am 14. Dezember 2021 wird der Wert pro Vifor Pharma-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag 13. Dezember 2021 berechnet.

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks ist die Discounted-Cashflow-Methode («DCF-Methode») von grösster Bedeutung. Entsprechend der Best Practice zur Bewertung von Pharmaunternehmen werden die einzelnen Produkte separat bewertet (Sum-of-the-Parts), um den produktspezifischen Lebenszyklen und Profitabilitäten entsprechend Rechnung zu tragen. Darüber hinaus werden zusätzlich Gemeinkosten berücksichtigt. Produktkandidaten in der Pipeline sind im Businessplan von Vifor Pharma risikoadjustiert abgebildet. Damit wird die Wahrscheinlichkeit künftiger positiver Cashflows für jedes Produkt in Abhängigkeit der jeweiligen Entwicklungsphase und der entsprechenden Erfolgswahrscheinlichkeit berücksichtigt.[20] Es werden nur Produkte bewertet, die sich aktuell in der Produktpipeline von Vifor Pharma befinden.

Der sich aus der DCF-Methode sowie der Trading- und Transaction-Multiples-Bewertung ergebende Wert pro Aktie wird mit dem aktuellen Aktienkurs von Vifor Pharma, dem volumengewichteten Durchschnittskurs (Volume weighted average price, «VWAP») von Vifor Pharma und den publizierten Zielkursen der Analysten verglichen.

Bewertungsansatz



[20] Dies steht im Einklang mit der Best Practice. Siehe unter anderem H. Sanchez et al., How to Approach Asset Valuation in Pharma & Biotech: Putting a price tag on emerging therapies, 2018.

3.2 Discounted-Cashflow-Bewertung

3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

Die Anwendung der DCF-Methode entspricht der anerkannten Corporate-Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice in der Unternehmensbewertung. Allgemein wird der Wert eines Unternehmens hergeleitet, indem die erwarteten künftigen Free Cashflows («FCF») mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (Weighted average cost of capital, «WACC») zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden.

Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz kann der Wert des Eigenkapitals per 13. Dezember 2021, der Tag vor der Vorankündigung, wie folgt bestimmt werden:

Bestimmung des Eigenkapitalwerts

1 Pro Produkt werden die erwarteten Free Cashflows bis GJ2030 auf der Basis des vom Management von Vifor Pharma vorgelegten Businessplans hergeleitet. Für das zweite Halbjahr GJ2021 basiert der erwartete Free Cashflow auf dem Halbjahresabschluss per 30. Juni 2021 und der letzten Prognose von Vifor Pharma für GJ2021. Im Zeitraum der Grobplanungsperiode von GJ2031 bis GJ2040 sind die produktspezifischen Lebenszyklen berücksichtigt. In Abstimmung mit dem Management von Vifor Pharma wurden die produktspezifischen Fade-out-Perioden sowie die erwarteten nachhaltigen Umsätze bis GJ2040 geschätzt. Der Wertanteil, der auf die Phase nach der Grobplanungsperiode entfällt, wird in einem Endwert («Terminal Value», «TV») zusammengefasst.

   Die Free Cashflows von Produkten in klinischen Testphasen werden anhand von entwicklungsstufenspezifischen Erfolgswahrscheinlichkeiten für die verschiedenen Produkte risikoadjustiert. Veränderungen des Nettoumlaufvermögens und effektiv erwartete Steuerzahlungen werden mittels eines operativen Cash-Conversion-Faktors berücksichtigt.[21] Die Free Cashflows beinhalten auch produktspezifische Investitionen, Meilenstein- und Lizenzzahlungen. In den resultierenden Free Cashflows werden die Minderheitsanteile (45% Minderheitsbeteiligung an VFMCRP) abgezogen, um die den Aktionären von Vifor Pharma zurechenbaren Free Cashflows zu ermitteln.

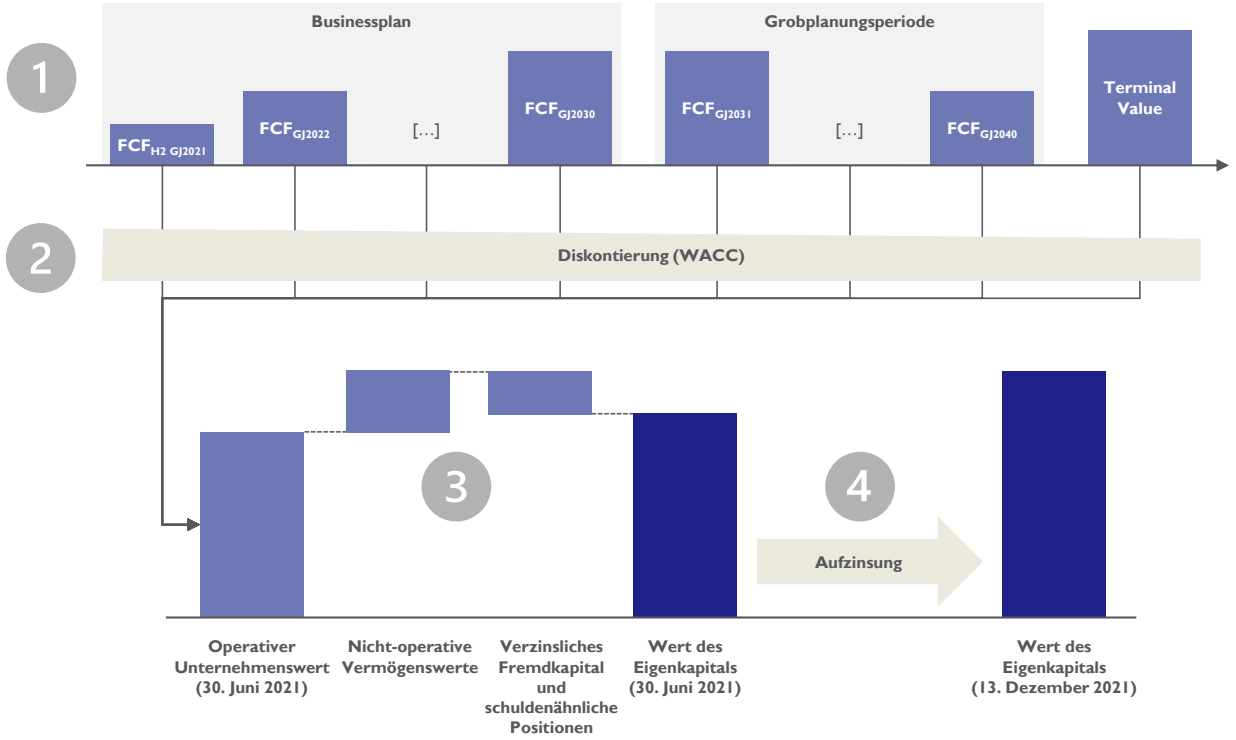
2 Die erwarteten Free Cashflows der Businessplan-Periode, der Grobplanungsperiode sowie der ermittelte Terminal Value werden anschliessend mit dem spezifischen WACC für Vifor Pharma per 30. Juni 2021 diskontiert. Aus den dadurch ermittelten Barwerten ergibt sich der operative Unternehmenswert.

[21] Aufgrund der Berücksichtigung der effektiven Steuerzahlungen ist bei der Berechnung der Fremdkapitalkosten im Rahmen der WACC-Ermittlung keine Steueradjustierung vorzunehmen.

3. Basierend auf dem Halbjahresabschluss von Vifor Pharma per 30. Juni 2021 werden im Anschluss zum operativen Unternehmenswert die operativ nicht benötigten Vermögenswerte hinzuaddiert sowie das verzinsliche Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen subtrahiert. Daraus ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals per 30. Juni 2021.
4. Der ermittelte Eigenkapitalwert wird auf den relevanten Bewertungszeitpunkt (13. Dezember 2021) aufgezinst.

Die nachfolgende Abbildung fast die konzeptionelle Herleitung des Werts des Eigenkapitals von Vifor Pharma per 13. Dezember 2021 zusammen:

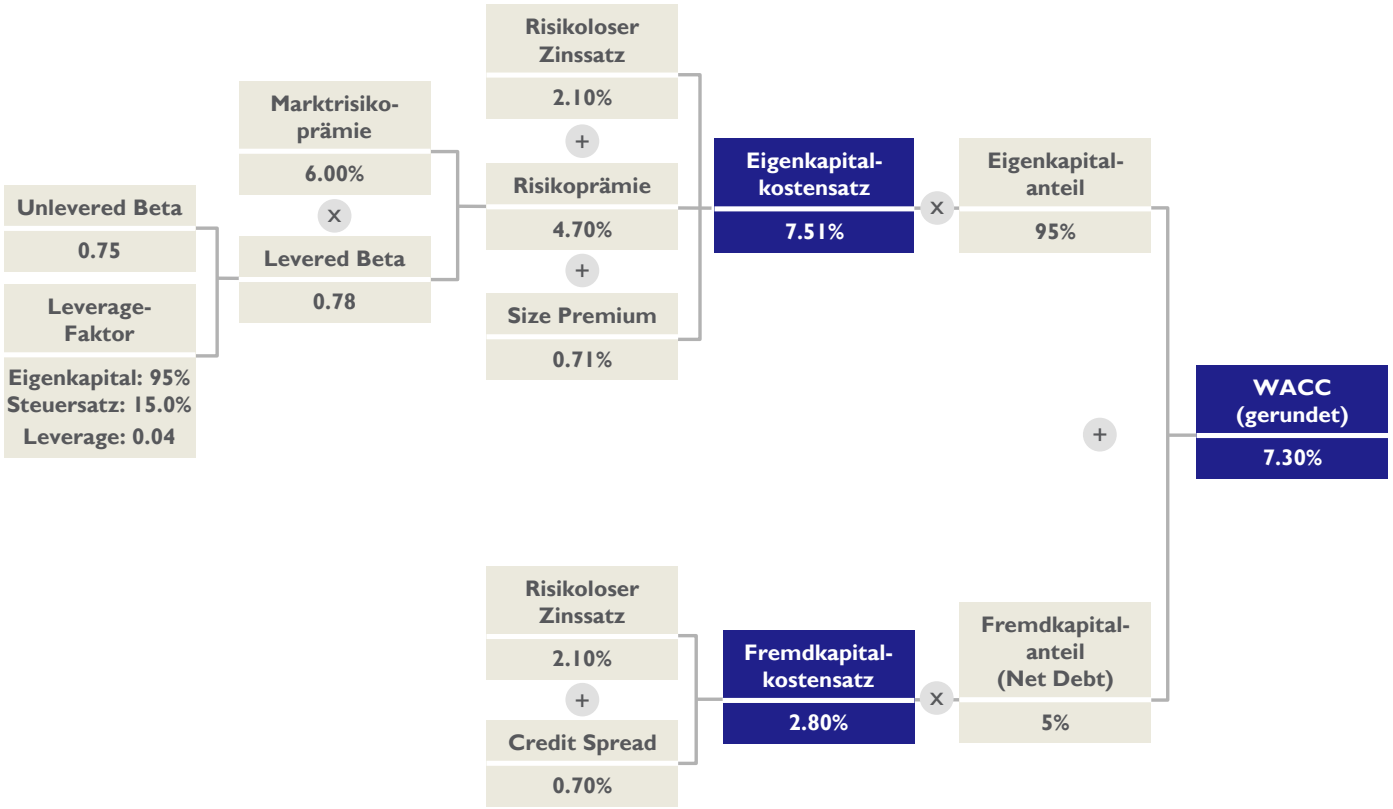
Bestimmung des Werts des Eigenkapitals von Vifor Pharma per 13. Dezember 2021



Der resultierende Eigenkapitalwert wird schliesslich durch die Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 13. Dezember 2021 zu ermitteln.

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des WACC zusammengefasst:[22]

Bestimmung des WACC von Vifor Pharma



22 Für weitere Angaben siehe Anhang (Abschnitt 5.1).

3.2.2 Businessplan

Die Free Cashflow Schätzungen basieren auf dem vom Verwaltungsrat von Vifor Pharma genehmigten Businessplan und der unabhängigen Prüfung und Plausibilisierung durch IFBC

Die prognostizierten Free Cashflows für GJ2021 bis GJ2030 basieren auf dem Businessplan und dem aktuellen Halbjahresabschluss per 30. Juni 2021 von Vifor Pharma. Zur Durchführung unserer Bewertung erhielten wir einen Businessplan, der vom VR von Vifor Pharma am 28. November 2021 genehmigt wurde. Der Businessplan umfasst auch die Veräusserung der nicht zum Kerngeschäft gehörenden Produktion von Fertigarzneimitteln an CordenPharma sowie die Beilegung des Patentstreits in Bezug auf Injectafer in den USA, angekündigt im Dezember 2021.[23] Die wichtigsten Werttreiber und Annahmen sind in der Tabelle rechts auf aggregierter Basis (inklusive Minderheitsanteile) dargestellt. Für die DCF-Bewertung werden diese Faktoren jedoch produkt- und unternehmensspezifisch geschätzt, um die produktspezifischen Free-Cashflow-Profile zu berücksichtigen und letztlich die den Aktionären von Vifor Pharma zurechenbaren Free Cashflows zu bestimmen.

Übersicht zu den wesentlichen Annahmen im Businessplan

Mittelwert	GJ2021 - GJ2030	GJ2031 - GJ2040	Terminal Value
Umsatzwachstum (CAGR)	8.3%	-13.0%	0.0%
EBITDA-Marge	46.7%	49.1%	47.3%
Operative CAPEX in % des Umsatzes	6.1%	2.5%	2.5%
Operativer Cash-Conversion-Faktor	83.2%	85.6%	85.7%

Quelle: Businessplan Vifor Pharma, Analyse von IFBC.

Der Businessplan basiert auf einer produktspezifischen Bottom-up-Planung. Die Umsätze wurden auf der Grundlage von Marktanalysen unter Berücksichtigung der produktspezifischen Lebenszyklen und Marktpreise (z. B. erwarteter Patientenpool, Wettbewerbsumfeld, Verkaufspreise und Zeitpunkt des Verlusts der Exklusivität) ermittelt. Die Produkte in der Pipeline wurden basierend auf der geschätzten Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Markteinführung risikoadjustiert. Der Free Cashflow umfasst auch Lizenzgebühren, Meilensteinzahlungen und Vorauszahlungen für die Gewährung von Lizenzrechten an Produkten.

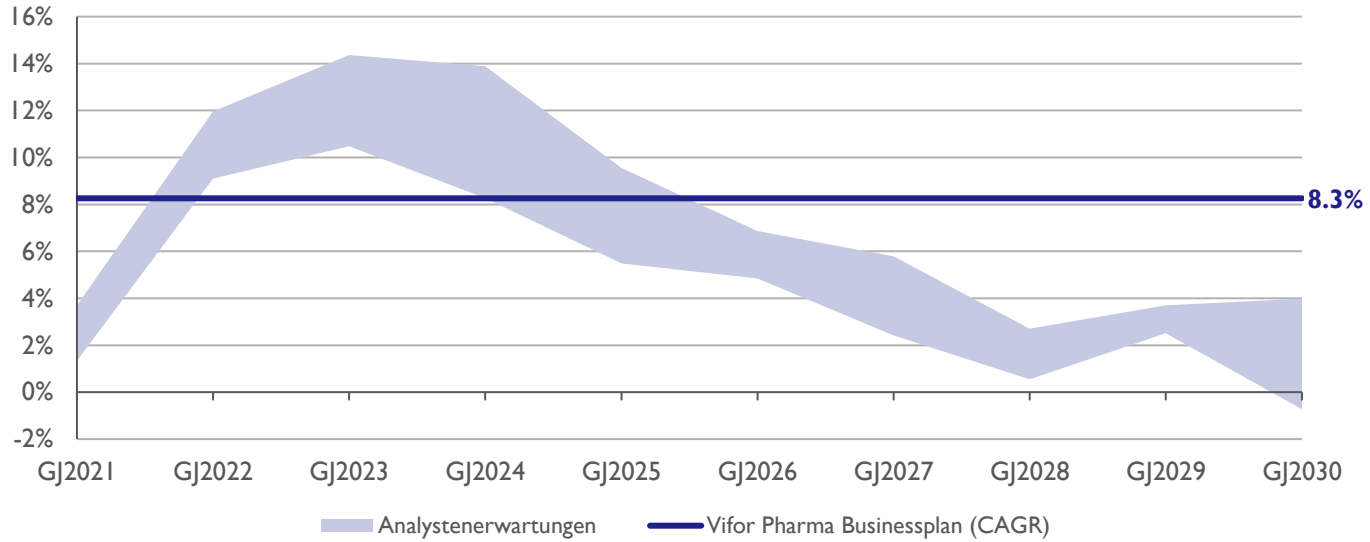
Zusätzlich zum Businessplan wird eine Grobplanungsperiode (GJ2031 bis GJ2040) und ein Terminal Value berücksichtigt. Für die Grobplanungsperiode wurden die produktspezifischen Umsätze, EBITDA-Margen und CAPEX modelliert und mit dem Management von Vifor Pharma diskutiert. Insbesondere wurden für die Jahre nach dem Verlust der Exklusivität eine Fade-out-Phase sowie ein nachhaltiges Umsatzniveau geschätzt. Im Falle eines Markteintritts von Generika wurde das Umsatzpotenzial auf Null reduziert.

[23] Siehe Medienmitteilungen von Vifor Pharma vom 16. Dezember 2021 bzw. 20. Dezember 2021.

Wir haben den erhaltenen Businessplan von Vifor Pharma von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen des Businessplans mit den Analystenprognosen für Vifor Pharma sowie den identifizierten Vergleichsunternehmen und Marktstudien verglichen. Die wichtigsten Annahmen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben:

Annahmen zur Umsatzentwicklung

Vergleich der prognostizierten Umsatzwachstumsraten von Vifor Pharma



Quellen: Analystenberichte, Refinitiv Eikon, Businessplan Vifor Pharma.

Im GJ2020 und im H1 2021 stagnierte der Umsatz von Vifor Pharma aufgrund der COVID-19-Pandemie.[24] Für die Businessplan-Periode GJ2021 – GJ2030 erwartet das Management eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate («CAGR») von 8.3%. Diese liegt über den Prognosen der Analysten (CAGR: 5.9%).[25] Wie der Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil, blauer Bereich) zeigt, erwarten die Analysten vor allem in den nächsten Jahren aufgrund steigender Absatzzahlen von Ferinject / Injectafer höhere Wachstumsraten. Die höheren mittelfristigen Wachstumserwartungen der Analysten decken sich grundsätzlich mit dem Businessplan von Vifor Pharma. Das

[24] Vgl. Abschnitt 2.3.

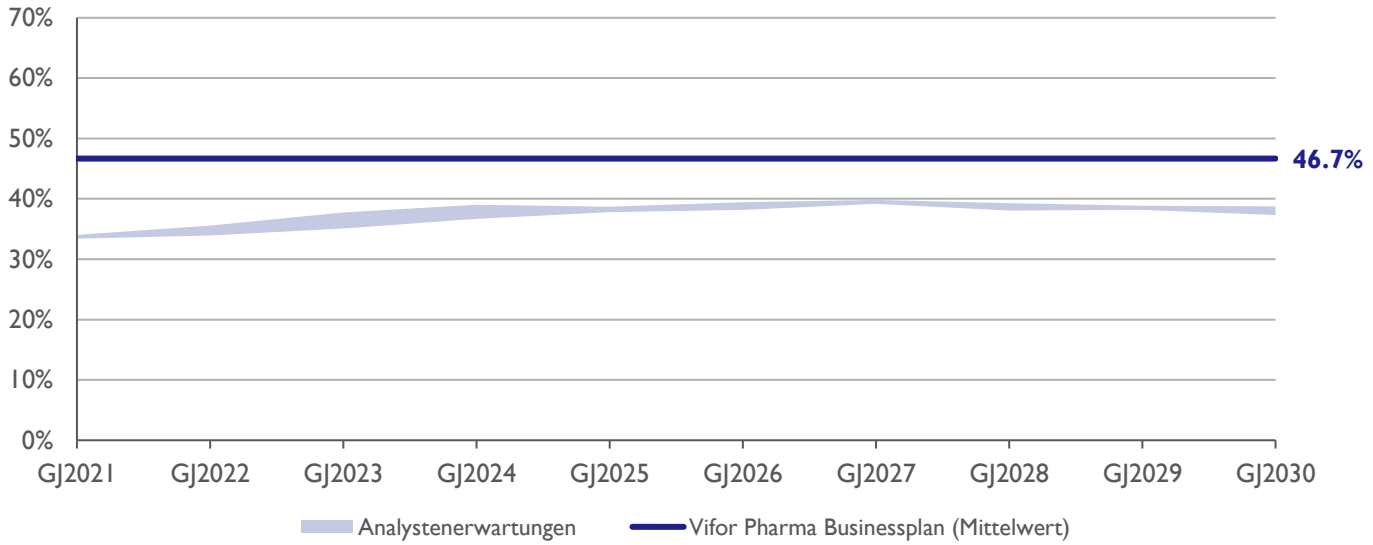
[25] Nur fünf Analysten weisen Umsatzprognosen bis zum GJ2030 aus.

Unternehmen schätzt aber im Vergleich zu den Erwartungen der Analysten insbesondere das mittelfristige Wachstumspotenzial von Ferinject / Injectafer höher ein.[26]

Für den Zeitraum der Grobplanungsperiode GJ2031 – GJ2040 wird vom Management eine negative CAGR von -13.0% angenommen. Diese Annahme basiert hauptsächlich auf den produktspezifischen Lebenszyklen mit einer Auslaufphase auf ein nachhaltiges langfristiges Umsatzniveau nach Verlust der Exklusivität. Da erwartet wird, dass alle Produkte ihr nachhaltiges Umsatzniveau bis zum GJ2040 erreichen, kann ein Terminal Value berechnet werden, der den Wert der Free Cashflows ab dem GJ2041 berücksichtigt. Das Management hält es nicht für realistisch, dass die Produktpreise nachhaltig mit dem Inflationsniveau erhöht werden können. Aus diesem Grund wird bei der Berechnung des Terminal Value eine nominale Wachstumsrate von 0.0% unterstellt.

Annahmen zur EBITDA-Marge

Vergleich der prognostizierten EBITDA-Marge von Vifor Pharma



Quellen: Analystenberichte, Refinitiv Eikon, Businessplan Vifor Pharma.

[26] Unter anderem aufgrund unterschiedlicher Annahmen bezüglich des Zeitpunktes der erwarteten Markteintritte von Konkurrenten, zusätzlicher Anwendungsgebiete von Ferinject / Injectafer und zusätzlicher geografischer Märkte.

In den vergangenen Jahren konnte Vifor Pharma die EBITDA-Marge kontinuierlich von 20.3% im GJ2017 auf 32.0% im GJ2020 steigern.[27] Für die kommenden Jahre rechnet das Management von Vifor Pharma mit einer weiteren Steigerung der EBITDA-Marge. Die prognostizierte EBITDA-Marge für die Businessplan-Periode liegt im Durchschnitt bei 46.7%. Diese Verbesserung ist optimistischer als die Prognosen der Analysten (10-Jahres-Durchschnitt des Medians der Analystenschätzungen bei 37.4%). Einer der Hauptgründe für diese Differenz ist das vom Management von Vifor Pharma im Vergleich zu den Analysten höher erwartete Umsatzvolumen in Kombination mit den Skaleneffekten des Geschäftsmodells von Vifor Pharma, wodurch bei steigenden Umsätzen automatisch höhere EBITDA-Margen resultieren dürften.

Ausgehend von der ansteigenden Margenentwicklung im Businessplan prognostiziert das Management die durchschnittliche EBITDA-Marge für die Grobplanungsperiode auf 49.1%. Für den Terminal Value schätzt das Management eine EBITDA-Marge von 47.3% als nachhaltig ein.

Operativer Cash-Conversion-Faktor

Der operative Cash-Conversion-Faktor drückt den Cashflow aus operativer Geschäftstätigkeit in Prozent des EBITDA aus. Dieser Faktor berücksichtigt die geplanten effektiven Steuerbelastungen sowie die Veränderungen des Nettoumlaufvermögens («NUV»). In der Businessplan-Periode werden die operativen Cash-Conversion-Faktoren auf jährlicher Basis ermittelt. Deren Durchschnitt beträgt 83.2%. Für die Grobplanungsperiode und den Terminal Value werden die Cash-Conversion-Faktoren des GJ 2030 als nachhaltig angenommen. Dies führt zu durchschnittlichen operativen Cash-Conversion-Faktoren von 85.6% bzw. 85.7%.

Für die Jahre GJ2021 bis GJ2030 werden die geplanten effektiven Steuerbelastungen von Vifor Pharma auf der Basis eines durchschnittlichen Konzernsteuersatzes von 15.0% berücksichtigt. Die Steuerabteilung von Vifor Pharma schätzt diesen Satz auch aus einer nachhaltigen Perspektive als angemessen ein. Die aktuellen latenten Steuerguthaben (netto) von Vifor Pharma sind im Businessplan nicht explizit berücksichtigt. Deshalb werden diese Aktiva bei der Ermittlung des Eigenkapitalwerts als operativ nicht benötigte Vermögenswerte behandelt.[28]

Betriebsnotwendige flüssige Mittel

Neben den effektiven Steueraufwendungen und den Investitionen in das Nettoumlaufvermögen wird auch der betriebsnotwendige Bedarf an flüssigen Mitteln berücksichtigt. Das Management schätzt eine operativ notwendige Liquidität von 5% des Nettoumsatzes als angemessen ein.

[27] Vgl. Abschnitt 2.3
[28] Vgl. Abschnitt 3.2.3.

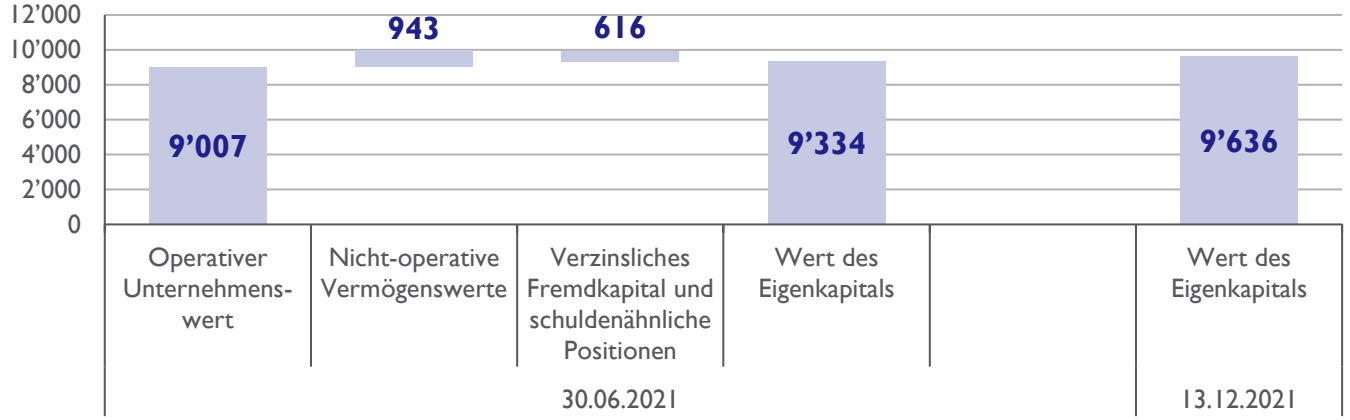
CAPEX-Annahmen	Im Zeitraum GJ2017 bis GJ2020 hatte Vifor Pharma operative CAPEX zwischen CHF 128.7 Mio. und CHF 395.0 Mio. (durchschnittlich CHF 234.5 Mio. p. a.), was 7.3% bis 21.9% des Umsatzes entspricht. In der Businessplan-Periode sind tiefere CAPEX von durchschnittlich 6.1% des Umsatzes geplant, wobei die Investitionen in den einzelnen Jahren je nach geplanten Produkteinführungen stark variieren. Langfristig wird vom Management ein nachhaltiges CAPEX-Niveau im Verhältnis zum Umsatz auf 2.5% geschätzt.
IFRS 16	Vifor Pharma berücksichtigt die Auswirkungen der Anwendung von IFRS 16 in ihrem Businessplan. Folglich werden die entsprechenden Investitionen in künftige Vermögenswerte aus Nutzungsrechten bei der Berechnung der Free Cashflows berücksichtigt.
Free Cashflows zuhanden der Aktionäre von Vifor Pharma	Alle Komponenten des Free Cashflow werden separat für VFMCRP und den Rest von Vifor Pharma geplant. Zur Berechnung des den Aktionären von Vifor Pharma zurechenbaren Free Cashflow wird der Free Cashflow von VFMCRP um den Minderheitsanteil von 45% reduziert. Mit diesem Ansatz wird der wertmindernde Einfluss der Minderheitsanteile direkt bei der Berechnung der Free Cashflows berücksichtigt.

3.2.3 Discounted-Cashflow-Analyse

Ermittlung des Eigenkapitalwerts

Die Diskontierung der erwarteten Free Cashflows für das zweite Halbjahr GJ2021 bis GJ2040 sowie des Terminal Value (alle nach Minderheiten) mit dem WACC von 7.30%[29] ergibt einen operativen Unternehmenswert per 30. Juni 2021 von CHF 9'007 Mio. Zum operativen Unternehmenswert werden operativ nicht benötigte Vermögenswerte (einschliesslich Überschussliquidität, Finanzanlagen, latente Steuerguthaben und Guthaben aus Vorsorgeplänen) in Höhe von CHF 943 Mio. hinzugerechnet. Veräusserungen von bestimmten Finanzanlagen sind bereits im Businessplan berücksichtigt. Verzinsliches Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen (einschliesslich verzinsliche Finanzverbindlichkeiten, Leasingverbindlichkeiten und Rückstellungen) von insgesamt CHF 616 Mio. werden per 30. Juni 2021 abgezogen. Der daraus resultierende Eigenkapitalwert von Vifor Pharma per 30. Juni 2021 in der Höhe von CHF 9'334 Mio. wird schliesslich mit dem Kapitalkostensatz auf den Bewertungsstichtag (13. Dezember 2021) aufgezinst. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 13. Dezember 2021 von CHF 9'636 Mio.

Bestimmung des Eigenkapitalwerts per 13. Dezember 2021 (in CHF Mio.)



Wert pro Aktie in CHF

Per 13. Dezember 2021 sind insgesamt 65'000'000 Aktien ausstehend.[30] Nach Angaben des Managements hielt Vifor Pharma am 13. Dezember 2021 118'099 eigene Aktien. Zusätzlich wird der Verwässerungseffekt von aktienbasierten Vergütungsplänen berücksichtigt. Dividiert man den Eigenkapitalwert per 13. Dezember 2021 durch die verwässerte Gesamtanzahl an Aktien von 65'033'948, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 148.2.

29 Siehe Anhang für detaillierte Informationen zur Berechnung des WACC.

30 Quelle: SIX Swiss Exchange.

Sensitivitätsanalysen

Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie per 13. Dezember 2021 (in CHF)

Nachhaltige Verschiebung des Umsatzes ab 2031	WACC 7.80%	7.55%	7.30%	7.05%	6.80%
10.00%	146.0	149.0	152.1	155.3	**158.7**
5.00%	144.3	147.1	150.1	153.3	156.6
0.00%	142.5	145.3	**148.2**	151.2	154.5
-5.00%	140.7	143.4	146.2	149.2	152.3
-10.00%	**138.9**	141.5	144.3	147.2	150.2

Nachhaltige Verschiebung der EBITDA-Marge ab 2031	WACC 7.80%	7.55%	7.30%	7.05%	6.80%
5.00%	147.7	150.7	153.9	157.2	**160.8**
2.50%	145.1	148.0	151.0	154.2	157.6
0.00%	142.5	145.3	**148.2**	151.2	154.5
-2.50%	139.8	142.5	145.3	148.2	151.3
-5.00%	**137.2**	139.8	142.4	145.2	148.2

Quelle: IFBC.

Die beiden vorangehenden Abbildungen zeigen Sensitivitätsanalysen in Bezug auf den Wert pro Aktie in CHF. Eine Veränderung des WACC um ± 50 Basispunkte und eine nachhaltige Verschiebung des Umsatzes ab 2031 (Grobplanungsperiode und Terminal Value) um ± 1'000 Basispunkte führt zu einer Wertbandbreite von CHF 138.9 bis CHF 158.7. Eine Veränderung des WACC um ± 50 Basispunkte und eine nachhaltige Verschiebung der EBITDA-Marge ab 2031 um ± 500 Basispunkte resultiert in einer Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 137.2 und CHF 160.8.

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice. In diesem speziellen Fall basiert die Bewertung auf einer Sum-of-the-parts-Berechnung unter Berücksichtigung des bestehenden Produktportfolios von Vifor Pharma.
- Die Annahmen zum Free Cashflow basieren auf dem vom VR am 28. November 2021 genehmigten Businessplan.
- Dieser Businessplan von Vifor Pharma unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere bezüglich der zukünftigen Entwicklung der bestehenden Produkte und der Erfolgswahrscheinlichkeit der Produkte in der Pipeline. Daher werden, falls zutreffend, entwicklungsstufenspezifische Wahrscheinlichkeiten berücksichtigt.
- Für die Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Vifor Pharma wurde ein WACC von 7.30% angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie von Vifor Pharma per 13. Dezember 2021 beträgt CHF 148.2.
- Die Sensitivitätsanalyse ergibt eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 137.2 bis CHF 160.8.

3.3 Multiples-Bewertung

Die Bewertung anhand von Trading und Transaction Multiples erfolgt zur Plausibilisierung des im Rahmen der DCF-Analyse ermittelten Werts pro Aktie.

Trading-Multiples-Ansatz

Für die Bewertung auf Basis von Trading Multiples wurde eine Peer Group mit vergleichbaren Unternehmen definiert.[31] Für jedes ausgewählte Unternehmen wird der EBITDA-Multiple berechnet, indem der gesamte Unternehmenswert per 30. Juni 2021 (Eigenkapitalwert plus Nettoverschuldung) ins Verhältnis zum jeweiligen EBITDA (06/2021 (Last twelve months, «LTM»), 12/2021 erwartet («E») and 12/2022 E) gesetzt wird. Der resultierende Median der Peer-Group-Unternehmen für das jeweilige Jahr wird im Anschluss auf den tatsächlichen und geschätzten EBITDA (exkl. Minderheiten) von Vifor Pharma angewandt, um den operativen Unternehmenswert von Vifor Pharma per 30. Juni 2021 zu berechnen. Unter Berücksichtigung der operativ nicht benötigten Vermögenswerte, der verzinslichen Finanzverbindlichkeiten sowie der weiteren schuldenähnlichen Positionen per 30. Juni 2021 wird schliesslich der Eigenkapitalwert bestimmt. Der Eigenkapitalwert per 30. Juni 2021 wird im Anschluss zum Bewertungsstichtag per 13. Dezember 2021 aufgezinst und durch die verwässerte Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie herzuleiten.

Transaction-Multiples-Ansatz

Im Rahmen der Analyse der Transaction Multiples wird der Unternehmenswert auf der Grundlage von beobachtbaren Transaktionen vergleichbarer Unternehmen bestimmt. Zur Gewährleistung einer angemessenen Vergleichbarkeit werden nur Transaktionen berücksichtigt, bei denen das Zielunternehmen bereits profitabel ist, über ein vielfältiges Produktportfolio verfügt und einen Eigenkapitalwert von mehr als USD 1.0 Mrd. aufweist. Die Unternehmenswerte der Zielunternehmen werden auf Basis des in einzelnen Transaktionen bezahlten Kaufpreises (100%) zuzüglich der Nettoverschuldung berechnet und mit dem ausgewiesenen EBITDA der letzten zwölf Monate vor der Transaktion verglichen.[32] Zur Bestimmung des Unternehmenswerts (exkl. Minderheiten) werden die resultierenden Transaction Multiples mit dem EBITDA (exkl. Minderheiten) von Vifor Pharma per 30. Juni 2021 (LTM) multipliziert. Der Wert pro Aktie wird auf identische Weise hergeleitet, wie im Zusammenhang mit den Trading Multiples vorangehend erläutert.

31 Vgl. Abschnitt 5.3 im Anhang für eine detaillierte Übersicht zu den ausgewählten Vergleichsunternehmen für die Trading-Multiples-Analyse.

32 Vgl. Abschnitt 5.4.

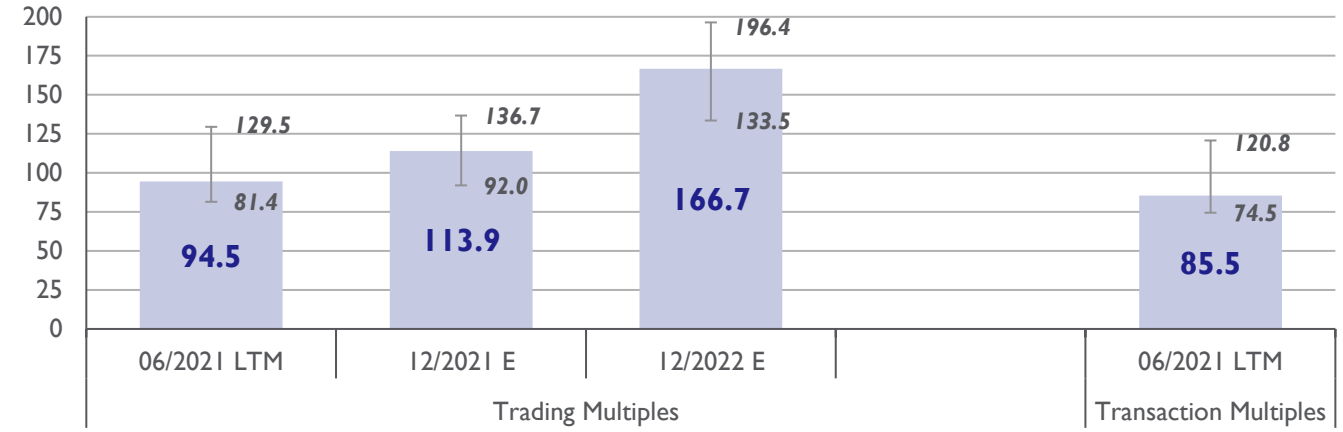
Obwohl nur Unternehmen ausgewählt wurden, die in der gleichen Branche tätig sind, können die spezifischen Geschäftsmodelle und die individuelle Situation der Peer-Group-Unternehmen erheblich voneinander abweichen. Die Unterschiede zwischen den Unternehmen sind unter anderem auf die folgenden Faktoren zurückzuführen:

- Anzahl der Produkte und damit Vielfalt des Produktportfolios
- Lebenszyklusstadium der einzelnen Produkte (d. h. Zeitpunkt des Verlusts der Exklusivität)
- Marktpotenzial der Produkte (d. h. Spitzenumsatz und Lizenzvereinbarungen)

Folglich können sich die einzelnen Werte der ermittelten Trading und Transaction Multiples stark unterscheiden. Dies schränkt die Aussagekraft von Bewertungen auf der Grundlage von Multiples entsprechend ein.

Bewertungsergebnisse auf der Basis von EBITDA-Multiples

Wert pro Aktie per 13. Dezember 2021 (in CHF)



Definierte Bandbreite entspricht dem Interquartilsabstand (25%-Quartil bis 75%-Quartil).

Quelle: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Bewertung basierend auf Trading Multiples

Für die Bewertung von Vifor Pharma mittels Trading Multiples werden die zugrundeliegenden IST-EBITDA und EBITDA-Prognosen (exkl. Minderheiten) mit dem jeweiligen Median-Multiple der Peer Group multipliziert. Da der Bedarf an betriebsnotwendigen liquiden Mittel für die Peer Group Unternehmen nicht bekannt ist, wird der Eigenkapitalwert von Vifor Pharma per 30. Juni 2021 auf der Basis der Nettoverschuldung (Net Debt) ermittelt.

Analog zur DCF-Bewertung von Vifor Pharma werden operativ nicht benötigten Vermögenswerte sowie das verzinsliche Fremdkapital und schuldenähnliche Positionen mitberücksichtigt. Nach Aufzinsung mit dem WACC resultiert unter Berücksichtigung der Median-Multiples eine Bandbreite für den Wert pro Aktie zwischen CHF 94.5 und CHF 166.7 per 13. Dezember 2021. Der durchschnittliche Wert pro Aktie der drei Medianwerte beträgt CHF 125.0.

Bewertung basierend auf Transaction Multiples

Im Rahmen der Bewertung mittels Transaction Multiples wurden vergleichbare Unternehmenstransaktionen zwischen Januar 2011 und Dezember 2021 analysiert. Der daraus resultierende Median der Transaction Multiples wird auf den EBITDA der letzten zwölf Monate per 30. Juni 2021 appliziert. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen der Peer Group Unternehmen liegt deutlich über der Marktkapitalisierung von Vifor Pharma, weshalb die impliziten Size Premiums aus den analysierten Transaktionen vergleichsweise tiefer sind. Bei der Bewertung auf Basis von Transaction Multiples berücksichtigen wir diesen relativen Unterschied in den impliziten Size Premiums entsprechend.[33] Unter Anwendung der identischen Berechnungsmethodik, wie bei der Bewertung mittels Trading Multiples, resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 85.5 mit einer Wertbandbreite von CHF 74.5 bis CHF 120.8.

Zusammenfassung

- Zur Plausibilisierung des DCF-Werts werden Bewertungen basierend auf Trading und Transaction Multiples vorgenommen.
- Die Aussagekraft der Multiples-Bewertungen ist eingeschränkt, da die Bewertungen von Pharmaunternehmen aufgrund ihrer Produktportfolios (z. B. Anzahl der Produkte, Marktpotenzial, Produktlebenszyklen) und ihrer Geschäftsmodelle erheblich variieren können.
- Die Bewertung mittels Median Trading Multiples ergibt einen Wert je Aktie von CHF 94.5 bis CHF 166.7 (Mittelwert CHF 125.0).
- Bei der Anwendung des Median Transaction Multiples resultiert ein Wert je Aktie von CHF 85.5 mit einer Wertbandbreite von CHF 74.5 bis CHF 120.8.

[33] Eine solches Size-Premium-Adjustment ist bei der Anwendung der Trading Multiples nicht notwendig, da die durchschnittliche Marktkapitalisierung der Vergleichsunternehmen mit derjenigen von Vifor Pharma vergleichbar ist.

3.4 Aktienkursanalyse

Aktienkursentwicklung

Insbesondere aufgrund des Ausbruchs der COVID-19-Pandemie und der damit entstandenen Unsicherheiten sank der Aktienkurs von Vifor Pharma bis am 18. März 2020 auf CHF 97.00[34], nahe dem Allzeittief von CHF 95.00. Nach einer Erholungsphase auf rund CHF 150.00 bewegte sich der Aktienkurs hauptsächlich zwischen CHF 100.00 und CHF 150.00. Der Aktienkurs wurde unter anderem durch die Ankündigung des Verkaufs von OM Pharma, die Unterzeichnung von Lizenzverträgen, klinische Studienergebnisse, FDA-Zulassungen, Veränderungen im Management sowie die Akquisitionen von Sanifit Therapeutics und Inositec beeinflusst. Der Aktienkurs schloss am 1. Dezember 2021 bei einem Kurs von CHF 103.80. Aufgrund von Übernahmegerüchten stieg der Aktienkurs am folgenden Tag auf rund CHF 125.00. Am Freitag, 10. Dezember 2021, schloss der Aktienkurs bei CHF 118.45. Am Montagmorgen, 13. Dezember 2021, bestätigte CSL öffentlich Verhandlungen zwischen CSL und Vifor Pharma über ein mögliches öffentliches Übernahmeangebot. An diesem Tag schloss der Aktienkurs bei CHF 140.30. Am Dienstagmorgen, 14. Dezember 2021, wurde die Vorankündigung des Angebots veröffentlicht.

Entwicklung des Aktienkurses von Vifor Pharma seit Januar 2019 (in CHF)

Quelle: Refinitiv Eikon.

Da der Aktienkurs vor der Vorankündigung des Angebots vorerst durch Gerüchte und anschliessend durch die öffentlich bestätigten Verhandlungen beeinflusst wurde, zeigen wir die impliziten Prämien des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) von CHF 167.42 im Vergleich zum Aktienkurs von Vifor Pharma und dem VWAP der letzten 60 Handelstage für die folgenden drei Daten:

1. **1. Dezember 2021:** Letzter Handelstag vor den Gerüchten über eine mögliche Transaktion.
2. **10. Dezember 2021:** Letzter Handelstag vor der Ankündigung von Verhandlungen zwischen den Parteien.
3. **13. Dezember 2021:** Letzter Handelstag vor der Vorankündigung des Angebots von CSL Behring.

[34] Intraday-Tiefstkurs am 18. März 2020.

Prämien des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) zum Aktienkurs und zum VWAP

Die Prämien des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) gegenüber den Aktienkursen betragen 61.3% (1. Dezember 2021), 41.3% (10. Dezember 2021) und 19.3% (13. Dezember 2021). Die jeweiligen Prämien zum VWAP (60 Tage) betragen 41.9% (1. Dezember 2021), 41.6% (10. Dezember 2021) und 38.3% (13. Dezember 2021). Mit Ausnahme des Aktienkurses vom 13. Dezember 2021, der stark von der Ankündigung von Verhandlungen zwischen den Parteien beeinflusst wurde, liegen die Prämien deutlich über dem historischen Median der Prämien, die bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden (21.9%).[35] Für die weitere Beurteilung werden der Aktienkurs und der VWAP vom 10. Dezember 2021 als Referenzwerte herangezogen.

Prämien des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) zum Aktienkurs und zum VWAP

Datum	Aktienkurs	Prämie	VWAP (60 Tage)	Prämie
1. Dezember 2021	103.80	*61.3%*	117.96	*41.9%*
10. Dezember 2021	118.45	*41.3%*	118.25	*41.6%*
13. Dezember 2021	140.30	*19.3%*	121.06	*38.3%*

Quellen: SIX Swiss Exchange, Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

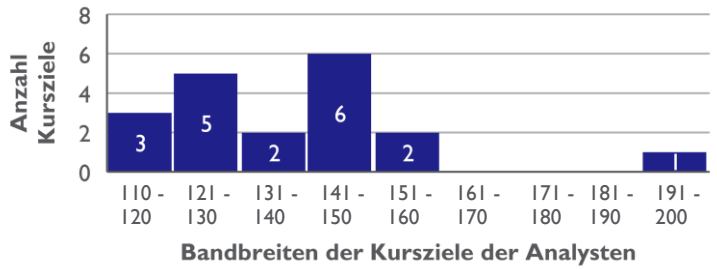
Liquiditätsanalyse

Gemäss dem geltenden Übernahmerecht werden Aktien von Unternehmen, die im Swiss Leader Index («SLI») geführt werden, als liquide eingestuft.[36] Da die Aktien von Vifor Pharma Teil des SLI sind, können die Aktien von Vifor Pharma als liquide betrachtet werden und der Aktienkurs ist folglich eine angemessene Referenz für die Beurteilung des Angebots von CSL Behring.

Kursziele der Analysten

Zwischen März 2021 und dem 10. Dezember 2021, haben 19 Analysten Berichte über Vifor Pharma mit einem entsprechenden Kursziel veröffentlicht. Die jeweils aktuellsten Kursziele liegen zwischen CHF 110 und CHF 195 pro Aktie, wobei die zweithöchste Schätzung bei CHF 155 je Aktie (Deutsche Bank) und die höchste Schätzung bei CHF 195 (Mirabaud) liegt. Der Median der Kursziele liegt bei CHF 140 pro Aktie.[37]

Kursziele der Analysten (in CHF)



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenberichte, Finanz und Wirtschaft.

[35] Vgl. Anhang (Abschnitt 5.5).
[36] Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26. Februar 2010.
[37] Vgl. Anhang (Abschnitt 5.6) für eine Übersicht zu den Kurszielen der Analysten.

Zusammen-fassung

- Die Aktien von Vifor Pharma sind im Sinne des geltenden Übernahmerechts als liquide zu beurteilen. Deshalb wird der Aktienkurs im Rahmen dieser Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von CSL Behring mitberücksichtigt.
- Am letzten Handelstag vor den ersten Gerüchten über ein mögliches öffentliches Übernahmeangebot (1. Dezember 2021) schloss der Aktienkurs bei CHF 103.80. Der durchschnittliche volumengewichtete Aktienkurs der letzten 60 Handelstage betrug zu diesem Zeitpunkt CHF 117.96. Die implizite Prämie des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) beträgt 61.3% im Vergleich zum Aktienkurs und 41.9 % im Vergleich zum VWAP.
- Am letzten Handelstag vor der öffentlichen Bestätigung der Verhandlungen zwischen CSL und Vifor Pharma (10. Dezember 2021) schloss der Aktienkurs bei CHF 118.45. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 118.25. Die implizite Prämie des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) beträgt 41.3% im Vergleich zum Aktienkurs und 41.6% im Vergleich zum VWAP.
- Am letzten Handelstag vor der Voranmeldung des Angebots von CSL Behring (13. Dezember 2021) schloss der Aktienkurs bei CHF 140.30. Der VWAP lag zu diesem Zeitpunkt bei CHF 121.06. Die implizite Prämie des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) beträgt 19.3% gegenüber dem Aktienkurs und 38.3% gegenüber dem VWAP.
- Ausser beim Aktienkurs vom 13. Dezember 2021 liegen die ermittelten Prämien des äquivalenten Angebots-preises in CHF (inkl. Dividende) gegenüber dem Aktienkurs und dem VWAP deutlich über dem historischen Median der Prämien, die bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlt wurden (21.9%).
- Die zwischen März 2021 und dem 10. Dezember 2021 veröffentlichten Kursziele der Analysten bewegen sich in einer Bandbreite von CHF 110.00 bis CHF 195.00 mit einem Median-Kursziel von CHF 140.00 pro Aktie. 18 der 19 Kursziele der Analysten liegen unter dem äquivalenten Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende).

4 Beurteilung

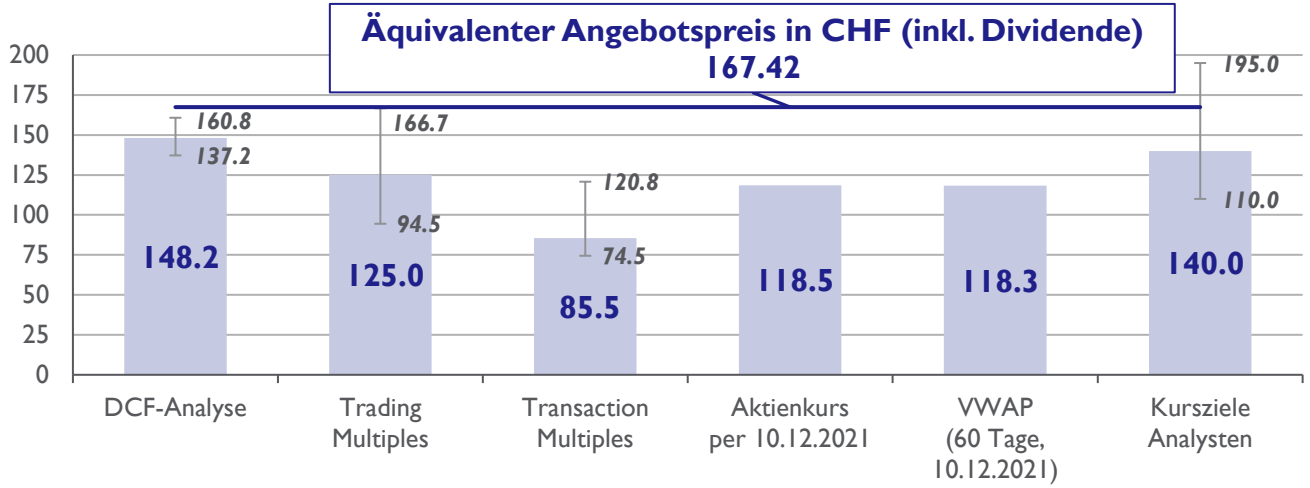
© IFBC 2022

4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch CSL Behring für die ausstehenden Aktien von Vifor Pharma:

Überblick zu den Bewertungsergebnissen

Übersicht zu den Bewertungsergebnissen für Vifor Pharma per 13. Dezember 2021 (Wert pro Aktie in CHF)[38]



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir eine Reihe von Bewertungsmethoden angewandt, um den Wert pro Aktie von Vifor Pharma zu bestimmen.
- Die Bewertung mittels DCF-Methode ergibt per 13. Dezember 2021 einen Wert pro Aktie von CHF 148.2 mit einer Schwankungsbreite zwischen CHF 137.2 und CHF 160.8. Das Bewertungsergebnis ist besonders sensitiv bezüglich der geschätzten Spitzenumsätze und der langfristigen Profitabilität der verschiedenen Produkte im Portfolio von Vifor Pharma, d. h. das geschätzte langfristige Umsatzniveau und die EBITDA-Marge. Dem Resultat

[38] In der Übersicht der Bewertungsergebnisse sind nur der Aktienkurs und der VWAP per 10. Dezember 2021 (letzter Handelstag vor der Ankündigung der Verhandlungen zwischen CSL und Vifor Pharma) aufgeführt. Für zusätzliche Aktienkursanalysen siehe Abschnitt 3.4.

der DCF-Analyse wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten von Vifor Pharma am besten Rechnung getragen werden kann.

- Bei einer Bewertung mittels Trading Multiples resultiert per 13. Dezember 2021 eine Wertbandbreite von CHF 94.5 bis CHF 166.7 pro Aktie (Medianwerte). Die Anwendung von Transaction Multiples führt per 13. Dezember 2021 zu einer Wertbandbreite von CHF 74.5 bis CHF 120.8 pro Aktie. Trotz der sorgfältigen Auswahl von Vergleichsunternehmen beurteilen wir die Aussagekraft der Bewertung anhand von Multiples als eingeschränkt in Anbetracht der Tatsache, dass die spezifische Situation und die erwartete Entwicklung des Produktportfolios von Vifor Pharma durch die Vergleichsunternehmen nicht vollumfänglich abgebildet werden.
- Da die Aktien von Vifor Pharma Teil des SLI sind, erfüllen die Aktien von Vifor Pharma die Liquiditäts-anforderungen gemäss dem geltenden schweizerischen Übernahmerecht. Deshalb können sowohl der Aktienkurs als auch der VWAP der letzten 60 Handelstage zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots durch CSL Behring mitberücksichtigt werden.
- Der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) von CHF 167.42 entsprich einer Prämie von 41.3% gegenüber dem Schlusskurs am Tag vor der offiziellen Bestätigung der Verhandlungen zwischen CSL und Vifor Pharma am 10. Dezember 2021 von CHF 118.45. Die Prämie des äquivalenten Angebotspreises in CHF (inkl. Dividende) beträgt 41.6% im Vergleich zum VWAP (60 Tage) von CHF 118.25 per 10. Dezember 2021. Diese Prämien sind substanziell über dem historischen Median der bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz bezahlten Prämien (21.9%).
- Die Kursziele der Analysten liegen in einem Bereich zwischen CHF 110.0 and CHF 195.0 je Aktie mit einem Median von CHF 140.0.

Abschliessende Beurteilung des Angebots

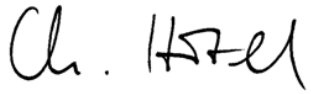
Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den äquivalenten Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) von CHF 167.42 pro Aktie basierend auf dem USD/CHF-Wechselkurs per 13. Dezember 2021 aus finanzieller Sicht als fair. Diese Konklusion basiert auf den folgenden Gründen:

1. Der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) übersteigt die Wertbandbreite der DCF-Bewertung des vom VR von Vifor Pharma genehmigten Businessplans.
2. Der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) ist höher als die resultierenden Werte die sich aus der Anwendung von Trading Multiples und Transaction Multiples vergleichbarer Unternehmen bzw. Transaktionen ergeben.
3. Der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) liegt über dem aktuellen Aktienkurs und dem VWAP von Vifor Pharma. Die Aktien der Gesellschaft sind nach dem geltenden schweizerischen Übernahmerecht liquide und der Aktienkurs wird deshalb als gültige Referenz zur finanziellen Beurteilung des Angebots eingestuft.
4. Der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende) liegt über dem Median der von Analysten veröffentlichten Kursziele. Zudem liegen die Kursziele von 18 der 19 Analysten, die Vifor Pharma abdecken, unter dem äquivalenten Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende).

Zudem liegt auch der äquivalente Angebotspreis von CHF 165.42 unter Berücksichtigung des USD/CHF-Wechselkurses per 13. Dezember 2021 deutlich über den in Kapitel 3 dargestellten Bewertungsergebnissen. Wir kommen daher zum Schluss, dass nicht nur der äquivalente Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende), sondern auch der äquivalente Angebotspreis in CHF aus finanzieller Sicht fair ist.

Zürich, 17. Januar 2022

Dr. Thomas Vettiger
Managing Partner



Christian Hirzel
Partner

5 Anhang

5.1	Kapitalkostensatz	Seite 46
5.2	Beta-Analyse per 30. November 2021	Seite 48
5.3	Trading Multiples per 30. Juni 2021	Seite 49
5.4	Transaction Multiples	Seite 50
5.5	Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011	Seite 51
5.6	Kursziele der Analysten	Seite 52
5.7	Abkürzungsverzeichnis	Seite 53

© IFBC 2022

5 Anhang

5.1 Kapitalkostensatz

Parameter	Wert	Beschreibung
Inflation	2.10%	■ Gerundete Cashflow-gewichtete Inflationserwartungen für Vifor Pharma. ■ Quelle: Informationen von Vifor Pharma und IWF, World Economic Outlook, Oktober 2021.
Minimaler realer risikoloser Zinssatz	0.00%	■ Im aktuell tiefen Zinsumfeld wird ein nachhaltiger realer risikoloser Zinssatz von 0.00% angewandt.
Risikoloser Zinssatz	**2.10%**	
Marktrisikoprämie	6.00%	■ Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine nachhaltige implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt. ■ Quelle: IFBC.
Unlevered Beta	0.75	■ Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens. ■ Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta von Vifor Pharma auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert. ■ Das durchschnittliche unlevered Beta wird per 30. November 2021 (letztes Monatsende vor dem Bewertungsdatum) berechnet. Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2). ■ Quelle: Refinitiv Eikon.
Leverage-Faktor	0.04	■ Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes (Hamada-Ansatz).
Levered Beta	0.78	■ Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl das operative als auch das finanzielle Risiko eines Unternehmens.
Risikoprämie	**4.70%**	
Size Premium	0.71%	■ Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen. ■ Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet. ■ Basierend auf der aktuellen Marktkapitalisierung von Vifor Pharma von CHF 9.1 Mrd. wird ein Size Premium von 0.71% (3. Dezil) angewendet. ■ Quellen: Refinitiv Eikon und Duff & Phelps.
Eigenkapitalkostensatz	**7.51%**	

Parameter	Wert	Beschreibung
Risikoloser Zinssatz	2.10%	■ Es wird der identische risikolose Zinssatz angewendet wie bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten.
Credit Spread	0.70%	■ Credit Spread von Vifor Pharma basierend auf dem aktuellen Rating (BBB-) und aktuellen Marktdaten inkl. Emissionskosten. ■ Quellen: Credit Suisse, Swiss Credit Handbook, Juni 2021; Refinitiv Eikon.
Steuersatz	n/a	■ Bei der DCF-Bewertung wurde der effektiv geplante Steueraufwand berücksichtigt. Dementsprechend muss bei der Berechnung der Fremdkapitalkosten keine Steueradjustierung vorgenommen werden.
Fremdkapitalkostensatz	**2.80%**	
Fremdkapitalanteil (Net Debt)	**5.00%**	■ Definition einer Zielkapitalstruktur unter Berücksichtigung des geplanten Delevering im Jahr 2022.
Eigenkapitalanteil	**95.00%**	
WACC (nominal, gerundet)	**7.30%**	

5.2 Beta-Analyse per 30. November 2021

Unternehmen	Lokalwährung	Land	Steuersatz[1)]	Leverage[2)]	Levered adj. Beta[3)]	Unlevered adj. Beta
Almirall SA	EUR	Spain	25.00%	0.11	0.75	0.67
Evotec SE	EUR	Germany	30.00%	0.01	0.67	0.66
Genmab A/S	DKK	Denmark	22.00%	0.00	1.14	1.14
H Lundbeck A/S	DKK	Denmark	22.00%	0.09	0.92	0.85
Hikma Pharmaceuticals PLC	USD	United Kingdom	19.00%	0.05	0.63	0.60
Idorsia Ltd	CHF	Switzerland	14.93%	0.00	1.16	1.15
Ipsen SA	EUR	France	26.50%	0.06	0.85	0.80
MorphoSys AG	EUR	Germany	30.00%	0.00	0.78	0.78
Orion Oyj	EUR	Finland	20.00%	0.00	0.65	0.65
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica SpA	EUR	Italy	27.90%	0.07	0.63	0.59
Ucb SA	EUR	Belgium	25.00%	0.03	0.75	0.73
Vifor Pharma AG	CHF	Switzerland	15.00%	0.00	1.37	1.36
Median				**0.02**	**0.76**	**0.75**

1) Quellen: KPMG, Corporate Tax Rates Table, Vifor Management (für Vifor Pharma AG).

2) Leverage = 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung x (1-Steuersatz) / Eigenkapital).

3) Quelle: Refinitiv Eikon, adj. wöchentliches Beta (2 Jahre), November 2021.

5.3 Trading Multiples per 30. Juni 2021

Unternehmen	Lokal-währung	Rechnungs-legungs-standard	Marktkapitalisie-rung per 30.06.2021 in CHF Mio.	Unternehmens-wert per 30.06.2021[1] in CHF Mio.	EBITDA Multiples		
					06/21 LTM	12/21 E	12/22 E
Almirall SA	EUR	IFRS	2'900	3'188	12.7x	12.8x	15.0x
Evotec SE	EUR	IFRS	6'889	6'947	58.8x	59.0x	48.6x
Genmab A/S	DKK	IFRS	24'952	22'382	31.8x	50.1x	32.4x
H Lundbeck A/S	DKK	IFRS	5'842	6'446	10.5x	11.3x	9.8x
Hikma Pharmaceuticals PLC	USD	IFRS	7'257	7'811	12.2x	11.8x	10.5x
Idorsia Ltd	CHF	US GAAP	4'251	3'963	N/A	N/A	N/A
Ipsen SA	EUR	IFRS	8'033	8'402	7.6x	7.0x	7.2x
MorphoSys AG	EUR	IFRS	2'537	2'178	N/A	N/A	N/A
Orion Oyj	EUR	IFRS	5'587	5'531	15.9x	16.7x	16.2x
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica SpA	EUR	IFRS	11'064	12'025	19.7x	18.2x	16.6x
Ucb SA	EUR	IFRS	18'795	20'167	12.2x	11.7x	12.9x
Vifor Pharma AG[2]	CHF	IFRS	7'799	7'789	20.1x	16.8x	12.7x
75%-Quartil			8'791	9'308	20.0x	17.9x	16.5x
Median			**7'073**	**7'368**	**14.3x**	**14.7x**	**13.9x**
25%-Quartil			5'253	5'139	12.2x	11.7x	11.0x

1) Unter Berücksichtigung von Net Debt.

2) Exklusive Minderheiten.

Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports.

5.4 Transaction Multiples

Datum	Zielunternehmen	Käufer / Investor	Wert des Eigenkapitals (100%) in CHF Mio.	Unternehmens-wert (100%) in CHF Mio.	EBITDA Multiple
05.11.2013	Paladin Labs Inc	Endo Health Solutions Inc	1'427	2'418	15.7x
07.04.2014	Questcor Pharmaceuticals Inc	Mallinckrodt Plc	4'966	4'995	10.0x
17.11.2014	Allergan Inc	Actavis PLC	66'016	70'466	27.6x
04.08.2015	Baxalta Inc	Shire PLC	30'283	34'856	21.5x
03.05.2016	Biogen Inc-Hemophilia Business	Private shareholders	4'633	4'633	14.0x
22.01.2018	Bioverativ Inc	Sanofi SA	11'181	10'721	23.7x
28.03.2018	Shire PLC	Takeda Pharmaceutical Co Ltd	57'513	68'498	14.8x
25.06.2019	Allergan PLC	AbbVie Inc	60'589	83'390	12.0x
12.12.2020	Alexion Pharmaceuticals Inc	AstraZeneca PLC	34'963	35'937	12.8x
75%-Quartil			57'513	68'498	21.5x
Median			**30'283**	**34'856**	**14.8x**
25%-Quartil			4'966	4'995	12.8x

Quelle: Refinitiv Eikon.

5.5 Prämienanalyse öffentlicher Übernahmeangebote in der Schweiz seit 2011[39]

Jahr	Zielunternehmen	Käufer/Investor	Angebots-preis (in CHF)	VWAP 60 Tage (in CHF)	Prämie	Erfolgs-quote
2011	Newave Energy Holding SA	ABB Schweiz AG	56.0	41.2	35.9%	95.3%
2011	Escor Casinos & Entertainment AG	Highlight Communications AG	17.5	17.4	0.4%	39.2%
2011	Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen II AG	350.0	326.9	7.1%	72.2%
2011	Edipresse SA	Lamunière S.A., Epalinges, Suisse; bearer shares	450.0	324.7	38.6%	37.6%
2011	EGL AG	Axpo Holding AG	850.0	703.7	20.8%	98.0%
2013	Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmBH	115.0	75.3	52.8%	93.6%
2013	Fortimo Group AG	Forty Plus AG, Fortimo Group	136.0	114.3	19.0%	98.6%
2013	Tornos Holding AG	Walter Fust	4.7	4.5	3.8%	14.3%
2014	Swisslog Holding	KUKA Aktiengesellschaft	1.4	1.2	14.4%	92.2%
2014	Advanced Digital Broadcast Holding SA	4T S.A	15.5	12.9	20.2%	73.4%
2014	Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	17.1	13.9	23.5%	77.2%
2015	Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	7.5	4.4	70.5%	90.5%
2016	Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding IV Sarl (EQT)	370.0	275.9	34.1%	87.2%
2016	Syngenta AG	CNAC Saturn (NL) B.V. (ChemChina)	490.3[40]	374.0	31.1%	94.7%
2016	gategroup Holding AG	HNA Aviation Air Catering Holding Co.	53.0	38.7	37.0%	96.1%
2016	Charles Vögele AG	Sempione Retail AG (OVS)	6.4	6.4	0.0%	94.1%
2017	Actelion Ltd	Janssen Holding GmbH (Johnson & Johnson)	280.0	191.2	46.4%	92.5%
2018	Goldbach Medien	Tamedia	35.5	34.2	3.7%	96.9%
2018	Hügli Holding AG	Bell Food Group AG	915.0	800.0	14.4%	97.6%
2018	Bank Cler AG	Basler Kantonalbank	52.0	42.3	22.9%	93.3%
2019	CEVA	CMA CGM S.A	30.0	20.2	48.2%	95.7%
2019	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.	Edmond de Rothschild Holding SA	17'945.0[40]	15'169.1	18.3%	93.3%
2019	Alpiq Holding AG	Schweizer Kraftwerksbeteiligungs AG	70.0	72.5	-3.4%	13.1%
2020	Sunrise	Liberty Global plc	110.0	83.2	32.3%	96.6%
75%-Quartil					36.2%	95.8%
Median					**21.9%**	**93.3%**
25%-Quartil					12.5%	76.2%

Quelle: Übernahmekommission.

39 Die Übersicht enthält freiwillige Übernahmeangebote in bar. Übernahmeangebote für Investment- und Immobiliengesellschaften wurden exkludiert.

40 Inklusive Spezialdividende, welche vor der Transaktion ausbezahlt wurde.

5.6 Kursziele der Analysten

Analyst	Datum	Kursziel
Research Partners AG	03.12.2021	110.0
Berenberg	24.11.2021	116.0
Barclays	29.10.2021	118.0
Kepler Cheuvreux	13.12.2021	126.0
Vontobel	10.12.2021	127.0
UBS	10.12.2021	127.0
Goldman Sachs	05.08.2021	129.0
CFRA	06.12.2021	130.0
J.P.Morgan	20.08.2021	140.0
Julius Bär	06.09.2021	140.0
Credit Suisse	19.11.2021	141.0
Octavian	16.09.2021	145.0
Stifel	06.08.2021	145.0
Commerzbank	25.06.2021	146.0
Oddo	23.09.2021	146.0
Baader Europe / Helvea	05.08.2021	147.0
Undisclosed	09.12.2021	151.0
Deutsche Bank	23.11.2021	155.0
Mirabaud	08.03.2021	195.0

Max	**195.0**
Median	**140.0**
Min	**110.0**

Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports, Finanz und Wirtschaft.

5.7 Abkürzungsverzeichnis

Äquivalenter Angebotspreis in CHF	CHF 165.42 (Angebotspreis zum USD/CHF-Wechselkurs von 0.92285)
Äquivalenter Angebotspreis in CHF (inkl. Dividende)	CHF 167.42 (äquivalenter Angebotspreis in CHF inkl. erwartete Dividende von CHF 2.00)
Aktien	Namenaktien von Vifor Pharma mit einem Nennwert von je CHF 0.01
Angebotspreis	Angebot von USD 179.25 in bar von CSL Behring
CAGR	Compound average growth rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPEX	Capital expenditures (Investitionsausgaben)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CKD	Chronic kidney diseases (chronische Nierenerkrankungen)
CMS	Centers for Medicare & Medicaid Services
CSL	CSL Limited
CSL Behring, die Anbieterin	CSL Behring AG
das Angebot	Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot von CSL Behring für die Aktien von Vifor Pharma
DCF	Discounted Cashflow
DCF-Methode	Discounted-Cashflow-Methode
E	Erwartet
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
ESA	Erythropoiesis-stimulating agent (Erythropoese-stimulierende Substanzen)
EU	Europäische Union
FCF	Free Cashflow
FDA	United States Food and Drug Administration
GJ	Geschäftsjahr
H1	1. Halbjahr eines Geschäftsjahres
H2	2. Halbjahr eines Geschäftsjahres
IFBC	IFBC AG
IFRS	International Financial Reporting Standards

IPC	Iron polymaltose complex (Eisen-Polymaltose-Komplex)
IPO	Initial public offering (Börsengang)
IWF	Internationaler Währungsfonds
JV	Joint Venture
KPIs	Key performance indicators (Schlüsselkennzahlen)
LTM	Last twelve months
NBCD	Non-Biological-Complex-Drug
NUV	Nettoumlaufvermögen
p. a.	Per annum
RAASi	Renin-angiotensin-aldosterone system inhibitors (Hemmstoffe des Renin-Angiotensin-Aldosteron-Systems)
SHPT	Secondary hyperparathyroidism (sekundärer Hyperparathyreoidismus)
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
Terminal Value, TV	Endwert
UEK	Übernahmekommission
UEV	Übernahmeverordnung
USD	US-Dollar
VFMCRP	Vifor Fresenius Medical Care Renal Pharma Ltd.
Vifor Pharma, das Unternehmen	Vifor Pharma AG
VR	Verwaltungsrat
VWAP	Volume weighted average price (volumengewichteter Durchschnittspreis)
WACC	Weighted average cost of capital

IFBC AG · Riedtlistrasse 19 · 8006 Zürich · Tel. +41.43.255 14 55 · info@ifbc.ch · www.ifbc.ch

IFBC