

AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 04.01.2008

PAION AG

Biotechnologie

**neues Konzept und Kapital gefunden –
zweite Chance mit Lundbeck**

**Rating (12M):
Spekulatives Kaufen
(Watchlist)**

seit 04.01.2008

seit:

Letzte Ratingänderung: **04.01.2008**
Kursziel: **€ 5,19 (4,60)**
seit: **04.01.2008**
Kurs (03.01.2008, 17:36 Uhr ETR): **2,09**
Hoch/Tief 250 Tage: **€ 9,80/ € 1,51**
Nächstes Research: **Update**



Analyst: Thomas Schießle

– Finanzanalyst DVFA –

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-30

E-Mail: thomas.schiessle@midas-research.de

Basis-Informationen

Anzahl Aktien in Mio.: 16.755.552
Börsenwert in Mio. €: 35,02
Streubesitz: 85,53 %
Reuters Symbol: PA8G.DE
XETRA Symbol: PA8.ETR
WKN: A0B65S
ISIN: DE000A0B65S3
Hauptindex: Prime Standard
Tagesumsatz Ø 30 Tage: € 0,11164 Mio.
Tagesumsatz Ø 250 Tage: € 0,33136 Mio.
Info: www.paion.de

Zahlen je Aktie in €

	2005	2006	2007e
EPS	-0,31	-1,07	-0,85
KGV	n.s.	n.s.	n.s.
Cashflow	-0,22	-0,88	0,68
KCV	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,0	0,0	0,0
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	3,15	2,83	2,21
Cash	3,31	3,69	2,52 (2,57)

Geschäftsjahr per 31.12.

Die akute Unternehmenskrise scheint beendet – PAION bekommt eine zweite Chance. In den Verhandlungen gelang es, einen erfreulich großen Teil des Projektwertes der *Desmoteplase*-Wirkstoffentwicklung für PAION zu sichern. Davon werden auch andere Projekte profitieren und die bis Jahresmitte 2008 vorzunehmende strategische Neuausrichtung erhält finanziellen Spielraum. Für die mittelfristige betriebswirtschaftliche Prognose (2008 ff.) gilt es diese Entscheidung abzuwarten.

Ende Oktober 2007 schrieben wir an gleicher Stelle: „Das Desmoteplase-Projekt – PAIONs wichtigstes Asset – bestätigt seine prinzipielle Wirksamkeit, ist also werthaltig und hat eine realistische Zukunft. Mit einem modifizierten Studiendesign besteht die Chance, [...] eine Registrierung als akute Schlaganfalls-Medikation zu beantragen.“

AKTIENFLASH

Das Management von *H. Lundbeck A/S* kam nach eingehender Prüfung zum gleichen Schluss, übernimmt die Finanzierung und Führung des Projekts von PAION, stockt das Budget für die neu zu konzipierenden Phase-3-Tests auf und erweitert das Lizenzgebiet beträchtlich. PAION ihrerseits können zukünftig mit bis zu EUR 71 Mio. Vorab- und Meilensteinzahlungen, gefolgt von Royalties, rechnen. Was einer Verschlechterung gegenüber dem Status „vor DIAS-2“ entspricht, aber vor dem Hintergrund der wiederbelebten Perspektiven für Desmoteplase und darüber hinaus als durchaus fair zu betrachten ist.

Lundbeck hat nun die alleinige Projektführerschaft über das inzwischen hochrangige Projekt und wird über Prüf-, Zulassungs- und Vermarktungsfragen souverän entscheiden. Zukünftig wird also die Homepage www.lundbeck.com/investor/ zum „Pflichtmedium“ auch für PAION-Aktionäre und diejenigen, die es noch werden wollen.

Wir passen die Wertermittlung des Desmoteplase-Projektes vor Veröffentlichung des neuen Studien-Designs nur bezüglich der gesunkenen Royalty-Rate und des Diskontierungssatzes an. Gleichwohl erhöht sich der Projektwert (ohne Cash-Bestand von geschätzten EUR 2,52/Aktie per 31.12.07) von rund EUR 3,28/Aktie auf jetzt EUR 3,97/Aktie, weil die Projektfinanzierung gesichert und die Handlungsfreiheit für PAION wiederhergestellt ist. Das Investmentrisiko sinkt beträchtlich und das Vertrauen beginnt zurückzukehren.

Das Kursziel steigt um 13 %, bleibt jedoch aufgrund des noch schwachen Vertrauens mit EUR 5,19/Aktie hinter dem Unternehmenswert zurück (20%iger Abschlag). Wir empfehlen die Aktie vorerst zum „spekulativen“ Kauf!

Wenn in den nächsten Monaten die Details zur Repositionierung und zur neuen Zulassungsstudie veröffentlicht werden, besteht u.E. eine gute Chance für weitere Zuversicht und einen steigenden Pipelinewert, der das Kursziel der PAION-Aktie weiter anheben könnte.

H. Lundbeck übernimmt komplette Finanzierung und ergänzt das Absatzgebiet um Nordamerika

Im Rahmen der Ende Dezember 2007 getroffenen Vereinbarung erhält Lundbeck die exklusiven weltweiten Rechte an Desmoteplase, erweitert also die Entwicklungs-, Zulassungs- und Vermarktungsverantwortung auf Nordamerika. Lundbeck **unterstreicht** klar den hohen Stellenwert, dem das Einsatzgebiet Schlaganfall im Konzern beigemessen wird, denn man forscht dort seinerseits an Neuroprotektiva-Wirkstoffen. An einem Indikationsfeld also, das nicht zuletzt wegen den schwierigen Wirkstofftests bis heute einen sehr hohen medizinischen Bedarf an Therapeutika für den Akuteinsatz und die Langzeittherapie aufweist.

Die nun anstehenden Arbeiten bis hin zur Vermarktung von Desmoteplase erfolgen unter der Leitung der Dänen, die auch alle zukünftigen Entwicklungskosten übernehmen werden. PAION führt also nicht mehr aktiv die Entwicklung und trägt nicht mehr ihre Kosten in der

AKTIENFLASH

Region „Ex-USA“, sondern wirkt nur noch unterstützend mit; der neue Vertrag führt also nicht wieder zu einem Personalaufbau.

Entsprechend der neuen Vereinbarung erhält PAION als **Vertragsabschluss-Zahlung EUR 8 Mio.** Der Zahlungseingang wird wohl **pro rata** in der GuV verbucht werden. **In Summe könnte bis zu EUR 71 Mio. an Upfront- und Meilensteinzahlungen** in die Kassen in Aachen fließen. **Hiervon** werden aber **EUR 25 Mio. erst mit Beginn der Vermarktung** und bei Erreichen bestimmter, nicht veröffentlichter Umsatzziele fällig werden.

PAION gewinnt finanzielle Manövrier- und Entwicklungsfähigkeit zurück

Die zuvor zu zahlenden **EUR 46 Mio. vergleichen sich mit rund EUR 50 Mio.** Meilensteinzahlungsverpflichtungen von Lundbeck **aus dem alten Vertrag**, die allerdings nach unserem Verständnis bereits vor dem Markteintritt zu zahlen gewesen wären. Lundbeck geht also kein höheres Finanzrisiko ein, sondern verschiebt/reduziert es **und bekommt dafür den größten Absatzmarkt dazu.** Ob und in welchem Umfang kompensatorisch der Abschlag der Umsatzbeteiligung klein gehalten werden konnte, ist nicht bekannt geworden.

Ohne Details zu nennen, wird betont, dass es sich bei der **neuen Royalty-Vereinbarung** (alle Absatzgebiete außer Co-Marketing-Gebiete in Europa) um einen im Vergleich zum alten, 2005 geschlossenen Vertrag **reduzierten Satz handelt.** Nach Abzug der Lizenzgebühren, die an (Bayer-)Schering zu entrichten wären, soll dieser Satz **im zweistelligen Prozentbereich liegen.**

Unsere alte Schätzung lag zwischen 10 und 20 %, bzw. für die ursprünglichen Forest-Umsätze zwischen 12 und 22 % netto. Wir arbeiten in unseren Modellen **hilfsweise nun mit Werten zwischen 10 und 15 %.**

Unter dem neuen Vertrag **behält PAION die Option, Desmoteplase** in Deutschland, der Schweiz und Österreich **gemeinsam mit Lundbeck zu vermarkten.**

Schließlich wird noch darauf hingewiesen, dass **die Vereinbarung unter dem Vorbehalt** einer im **Januar 2008 abzuschließenden Begutachtung** und Prüfung bestimmter offener Patentfragen erfolgte.

Desmoteplase Projektwert steigt wieder – ebenso bei Enecadin

Für die **Projektwertermittlung** haben wir den Abzinsungsfaktor **auf nun 20,5 % gesenkt** und ermitteln für die reduzierten und ab 2013e in nennenswertem Umfang fließenden Umsatzbeteiligungen der angestrebten **Desmoteplase-Verkäufe einen Planungs-Gegenwartswert von EUR 3,97/Aktie.** Den **Barmittelbestand** taxieren wir per 31.12.07 auf **EUR 2,52/Aktie.**

Enecadin, ehemals als Komedikation zu Desmoteplase vorgesehen, hat nun einen aktuellen Wert von geschätzten **EUR 2,18/Aktie.** Die **Projektfortführung** ist aber bis zur definitiven Entscheidung über die zukünftige Unternehmensaufstellung **nicht gesichert.** Damit übersteigt der **Unternehmenswert** wieder die **8-EURO-Marke.**

AKTIENFLASH

Neue Zulassungsstudie könnte im 2. Halbjahr starten

Lundbeck wird in den nächsten Monaten mit den Zulassungsbehörden offiziell über die Bedingungen für eine neuerliche Zulassungsstudie in der Indikation akuter ischämischer Schlaganfall beraten. **Mit einem Start der neuen Phase-3-Tests könnte also im 2. Halbjahr 2008 gerechnet werden.** Das Ziel dürfte unverändert sein, geschädigtes Gehirn-Gewebe (Penumbra) jenseits des Kern-Infarkt-Areals zu retten und damit die akuten Infarktschäden durch Einsatz von Desmoteplase im Zeitfenster von drei bis neun Stunden nach dem Auftreten der Symptome einzudämmen.

Mehr Patienten und schwerere Fälle

Die **Einschlusskriterien für die Patienten** werden auf **eher schwerwiegende Gefäßverschlüsse** abzielen, nachdem insbesondere die tiefergehende Subgruppen-Analyse der gescheiterten DIAS-2-Studie Anhaltspunkte lieferte, dass **Desmoteplase** bei Patienten mit **nachweisbaren Blutgerinnseln in den Haupt-Hirnarterien tatsächlich eine Verbesserung** im Vergleich zu Placebo bewirken könnte. Diese neuen Erkenntnisse sind ermutigend und Basis für das anstehende Studiendesign und das Therapie-Konzept der Reperfusion. Außerdem lieferte die **nachträgliche Analyse Hinweise** darauf, dass Patienten, die zwar keinen sichtbaren Gefäßverschluss aufweisen, dafür aber **eine große Penumbra**, ebenfalls von einer **Behandlung mit Desmoteplase profitieren** könnten.

Mit einer **zielgenaueren Auswahl** durch **bildgebende Gefäßdiagnostik**, also CT-Angiographie oder MRT-Geräten, ggf. in Kombination mit Penumbra-Messung, werden Patienten ermittelt, die zum Zeitpunkt des Therapiebeginns nachweisbare Blutgerinnsel in einem der Haupt-Hirngefäße aufweisen. **Wie stark die Studien-Zielgruppe damit eingeschränkt wird**, wird sich erst mit der **Veröffentlichung des Studiendesigns** abschätzen lassen, womit u. E. **etwa zur Jahresmitte 2008** zu rechnen sein könnte.

Um **statistische Signifikanz** der Wirksamkeit nachzuweisen, müssten **größere Patientengruppen** in die Registrierungs-Studie **eingeschlossen** werden. Etwa **zwei bis drei Jahre** könnten die Untersuchungen **dauern**. **Ob Lundbeck** das von PAION in Erwägung gezogene **Design mit bis zu etwa 620 Patienten** (bei einer angestrebten normalisierten Placebo-Rate von ca. 20 % und einer Heilungsrate durch Desmoteplase – wie in der DIAS-2 Studie – von etwa 47 % bei Gabe der niedrigen Dosis) übernimmt bzw. ob die Zulassungsbehörden ein solches Design gutheißen, ist von Außenstehenden **schwer vorhersehbar**. Unter Berücksichtigung der Nebenwirkungsprofile ist ein **zweiarmiges Studiendesign** nicht unwahrscheinlich.

Für **welchen Registrierungsweg** sich Lundbeck entscheiden wird, ist **noch nicht bekannt**, aber ein FDA-abgestimmter Studienaufbau dürfte die Mindestanforderung sein. Ferner dürfte auch die aktuell rigidere Haltung der FDA bezüglich Studienendpunkten nicht unberücksichtigt bleiben.

Eine **Marktzulassung** erscheint uns auch unter den neuen Rahmendaten im **optimistischen Szenario ab 2012** möglich.

AKTIENFLASH

Quellen:

PAION AG
H. Lundbeck A/S

MIDAS Research GmbH
www.maxblue.de
www.reuters.de

Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per E-Mail erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Website www.midasresearch.de unter „RESEARCH ABO“.

Haftungsausschluss / Disclaimer

This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.

Die vorliegende Publikation wurde von der MIDAS Research GmbH erstellt. Sie stellt lediglich eine unverbindliche Einschätzung der Entwicklung an den Kapitalmärkten sowie von börsennotierten Gesellschaften dar und gibt Auskunft über die Zusammensetzung bzw. Veränderung des von der MIDAS Research GmbH zusammengestellten Musterportfolios. Zweck der Publikation ist die Bereitstellung von Informationen zur persönlichen Meinungsbildung. Sie ist keine Anlageberatung oder Aufforderung zum Abschluss bestimmter Börsengeschäfte und kann auch keine Anlageberatung ersetzen. Jeder Leser bleibt aufgefordert, zwecks Erörterung eines möglichen Kaufs oder Verkaufs eines oder mehrerer der nachstehend beschriebenen Wertpapiere vor einer solchen Maßnahme seinen Anlageberater zu konsultieren. Die dieser Publikation zugrunde liegenden Daten und Fakten sind keiner eigenständigen Prüfung im Sinne eines rechtsverbindlichen Due-Diligence-Verfahrens durch die MIDAS Research GmbH unterzogen worden und die MIDAS Research GmbH übernimmt trotz sorgfältiger Analyse keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation. Sofern in der Publikation zukunftsgerichtete Aussagen insbesondere zur Kursentwicklung von Wertpapieren oder Geschäftsentwicklung von Unternehmen getroffen werden, handelt es sich um Prognosen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit der prognostizierten Umstände unterliegt erheblichen Risiken und kann in keiner Weise zugesichert werden. Die in der Publikation geäußerten Einschätzungen sowie Angaben zum Musterportfolio der MIDAS Research GmbH haben nur Gültigkeit für den Zeitpunkt des auf der Publikation vermerkten Redaktionsschlusses und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern oder geändert haben.

Weder die MIDAS Research GmbH noch sonstige mit der MIDAS Research GmbH verbundenen Personen, die an der Erstellung und Verbreitung dieser Publikation mitgewirkt haben, verfügen über Beteiligungen im Sinne von §5 Abs. 3 Nr.1 FinAnV oder haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen gemäß §5 Abs.3 Nr.2e FinAnV in Bezug auf die Paion AG.

Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte:

Diese Publikation ist im Rahmen eines zwischen der Paion AG und der MIDAS Research GmbH bestehenden, kostenpflichtigen Research-Betreuungsvertrages entstanden. Die Paion AG hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen, was zu geringfügigen textlichen Änderungen geführt hat.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

E-MAIL: info@midas-research.de INTERNET: www.midasresearch.de KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49(0)621/430 613 0

- Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin -