

AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 19.03.2009

PAION AG

Biotechnologie

**Kommerzialisierung braucht mehr Zeit –
Finanzreichweite bis Ende 2010 kein
Thema**

Rating (12M):

Spekulativ kaufen seit: **04.01.2008**

Letzte Ratingänderung: **04.01.2008**

Kursziel: €4,17

seit: **14.08.2008**

Kurs (19.03.2009, 12:03 Uhr ETR): **0,83**

Hoch / Tief 250 Tage: €1,74 / €0,80

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.:	24,606
Börsenwert in Mio. €	20,67
Streubesitz:	67 %
Reuters Symbol:	PA8G.DE
XETRA Symbol:	PA8.ETR
WKN:	A0B65S
ISIN:	DE000A0B65S3
Hauptindex:	Prime Standard
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	€0,01600 Mio.
Tagesumsatz Ø 250 Tage:	€0,04489 Mio.
Info:	www.paion.de

Zahlen je Aktie in €

	2007	2008	2009e
EPS	-0,29	-0,61 (-0,49)	-0,58
KGV	n.s.	n.s.	n.s.
Cashflow	-0,55	-0,22 (-0,47)	-1,44
KCV	n.s.	n.s.	n.s.
Dividende	0,0	0,0	0,0
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	2,17	2,17 (1,16)	0,94
Cash	1,74	2,06 (1,46)	1,23

Geschäftsjahr per 31.12.

Bei der PAION AG bleiben wir bei der Anlageempfehlung „Spekulativ kaufen“ – nicht etwa aus unternehmensspezifischen Gründen, sondern vielmehr aufgrund der Verzögerungen bei der Entscheidungsfindung potenzieller Kommerzialisierungspartner. Zu viele Projekte werden momentan in den Business-Development-Abteilungen bei Big Pharma bearbeitet! Aber genau auf diese Kommerzialisierungsnachweise im – durch den CeNeS-Kauf gestärkten und Risiko-optimierten – Portfolio warten die Aktionäre!

AKTIENFLASH

Die strategische Übergangsphase dürfte somit nicht so schnell wie erhofft zu Ende gehen. Für die wertoptimierende Projektentwicklung – als strategische Zielsetzung der Entwicklungsaktivitäten der neuen PAION – eine Herausforderung. Denn vor neuen Einlizenzierungen stehen erfolgreiche Wertrealisierungen, während die budgetierten Entwicklungsschritte bei einer – durch den vorgelegten Jahresabschluss bestätigten – projektierten Finanzierungsreichweite von über 20 Monaten nicht gefährdet scheinen, der interne Wertaufbau also planmäßig vorangetrieben wird.

Die Arbeiten werden nach unserer Schätzung 2009 mit rund EUR 12 Mio. einen ähnlichen Betrag wie 2008 kosten. Werden ein oder mehrere Programme auslizenziert, reduziert sich dieser Verlust spürbar. Denn die erfreuliche Entwicklungsgeschwindigkeit und die aussichtsreichen Test- und Vermarktungsdaten sprechen nach unserem Eindruck überhaupt nicht für ein finales Scheitern der reifen Programme, sondern lediglich für eine gewisse, extern bedingte Verzögerung.

Kurz gesagt: Gut Ding will Weile haben!

CEO Dr. Wolfgang Söhngen will im laufenden Jahr „mindestens einen Kooperationsvertrag“ (für Solulin und/oder M6G) abschließen, so den finanziellen Handlungsspielraum für weitere „wertsteigernde Maßnahmen“ schaffen und die ersten Früchte der CeNeS-Akquisition ernten. So sinnvoll die bedächtige Verhandlungsführung auch sein mag, in Zeiten risikoaverser Kapitalmärkte bleibt die Antwort der Börse nicht aus.

Inzwischen ist die Projekt- und Technologie-Bewertung der Aktie nochmals gesunken und ein neuer Tiefstkurs ist erreicht! Die Aktie notiert momentan deutlich unter Buch- und Cash-Wert. Selbst der alleinig aus dem Desmoteplase-Projektwert abgeleitete Zielkurs von €4,17/Aktie wird bei weitem nicht erreicht! Dies lässt auf eine tiefe Skepsis schließen, welche u.E. so lange dominieren wird, wie Kooperationsvereinbarungen – als klarer Beweis des Kommerzialisierungshebels – auf sich warten lassen.

Unabhängig davon scheint uns die Einstellung der Zweitnotierung der PAION-Aktien am Alternative Investment Market (AIM) der Londoner Wertpapierbörse zum 19. März 2009 hilfreich zu sein. Das Depository-Interests-Programm wird weiter aufrechterhalten, um für die englischen Aktionäre auch zukünftig eine Abwicklung über das UK-Crest-System zu ermöglichen. Damit konzentriert sich der Aktienhandel auf das primäre Listing im Prime-Standard-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse.

Also werden mit den avisierten konkreten Nachrichten über „mindestens eine“ Kommerzialisierung im laufenden Jahr das Interesse an der Aktie und im Gefolge auch die Unternehmensbewertung u.E. massiv steigen. Die aktuelle Kursschwäche nutzen wir zu spekulativen Käufen.

Erreichte Ziele 2008 und geplanter Newsflow 2009

	H2 08e	2009	
CNS 7056	Phase-I-Studie, Vorbereitung von Phase II ✓	Proof-of-Concept und Festlegung d. Dosierung für Phase II ✓	Start von Phase-Ib- und Phase-IIa-Studien
Solulin	Partnering begonnen ✓	Partnering	Start von Phase II mit Partner
M6G	Datenanalyse ✓	Partnering	Fortsetzung der klin. Entwicklung gemeinsam mit Partner
Desmoteplase	Start von Phase-III-Studie durch Lundbeck* ✓	-	-
CNS 5161	Daten von Phase-II-Studie Studie abgeschlossen	Entscheidung über nächsten Schritt	-
Flovagatran	Präklinische Studien ✓	Entscheidung über nächsten Schritt	-

* Informationen zukünftig über Lundbeck
Quelle: PAION AG – März 2009

Projekt- Pipeline interne Arbeiten kommen gut voran

Auf der Grundlage ihrer Pipeline mit sechs Wirkstoff-Kandidaten (inklusive dem „Finanzprojekt“ Desmoteplase) entwickelt PAION spezialisierte Therapeutika zur Behandlung bestimmter Erkrankungen (M6G, CNS 5161, CNS 7056) des zentralen Nervensystems (ZNS) und von thrombotischen Erkrankungen (Solulin, Flovagatran, Desmoteplase) – schwerpunktmäßig für den Einsatz im Krankenhaus.

Der Fokus liegt 2009 auf der weiteren klinischen Entwicklung von CNS 7056, konkret dem Start einer Phase-Ib- und einer Phase-IIa-Studie, zur Bestimmung erster Einsatzgebiete. Im derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld ist es konsequent, die Entwicklungsprojekte nach dem Erreichen von wertsteigernden Entwicklungsstufen wie beispielsweise dem *Proof of Concept* im Rahmen von Phase-I- oder Phase-II-Studien auszulizenzieren. Parallel dazu sollen verschiedene präklinische Untersuchungen mit dem Wirkstoff Flovagatran durchgeführt werden, auf deren Ergebnisbasis neue Zielindikationen definiert werden können.

Konkret hat CNS 7056 im laufenden Jahr 2009 in PAIONs eigenen Entwicklungsarbeiten eine herausragende Bedeutung. Nachdem bereits mit der ersten Phase-I-Studie der Konzeptbeweis des Wirkstoffs 2008 gelungen war, sind jetzt unter anderem eine Phase-Ib- und eine Phase-IIa-Studie zur Sedierung während kleinerer medizinischer Eingriffe geplant. Das PAION-Eigenentwicklungsprogramm konzentriert sich zunächst auf Anwendungen wie Darmspiegelungen oder endoskopische Eingriffe im oberen Magen-Darm-Trakt. In einer multizentrischen Phase-IIa-Studie in den USA soll CNS 7056 in drei Einzeldosisgruppen im Vergleich mit

AKTIENFLASH

Midazolam, dem derzeitigen Gold-Standard für die Sedierung bei kleineren medizinischen Eingriffen, auf Sicherheit und Sedierungsgrad hin untersucht werden.

Wichtig dabei ist der erneute Nachweis, dass sich der **Bewusstseinszustand rasch wieder normalisiert**, sobald die Substanzzufuhr beendet wird. Mit einer Mehrfachdosierung soll zur gleichen Zeit in einer zweiarmigen Studie (Flumazenil als Gegenmittel) die optimale Mehrfachdosierung bei der Sedierung für Darmspiegelungen ermittelt werden. Die u. E. noch **im zweiten Quartal startenden Untersuchungen** könnten planmäßig zum Jahresende mit der **Datenauswertung** abgeschlossen sein. Mit diesem Datenpaket dürften sich u. E. dann Kooperationsgespräche anschließen. Die **erste Marktzulassung** könnte im optimistischen Fall **u. E. 2013 erfolgen**. Damit entwickelt sich diese Substanz immer mehr zu einem wichtigen Werttreiber im Projekt-Portfolio bei PAION.

Das kurz wirkende Sedativum/Anästhetikum, dessen Wirkung durch sogenannte GABAA-Rezeptoren im Gehirn vermittelt wird, **zeigte bereits 2008** in der mit insgesamt 81 Probanden-Daten unterlegten doppelt verblindeten, Placebo-kontrollierten Phase-I-Studie **erfreuliche Sicherheit und Verträglichkeit**. Aufgrund des bestätigten **schnellen An/Aus-Profils** im Hinblick auf Sedierung und die anschließende rasche Erholung könnte CNS 7056 einen wichtigen Fortschritt für **eine Reihe unterschiedlicher Indikationen** bedeuten.

Der Modulator der GABA-A-Rezeptoren wird zunächst als Sedativum für den Einsatz bei im Krankenhaus oder ambulant durchgeführten medizinischen Eingriffen wie z. B. Endoskopien entwickelt. Der intravenös verabreichte Wirkstoff hat jedoch weiteres Potenzial für die Einleitung und Aufrechterhaltung von Narkosen, für die **Langzeitsedierung im Bereich der Intensivmedizin** sowie für andere Situationen, in denen die **kurze Wirkdauer** Vorteile gegenüber den derzeitigen Wirkstoffen hat. Zu denken wäre zum Beispiel an einen Einsatz als Sedativum während der künstlichen Beatmung auf Intensivstationen. Damit könnte ein **Peak-Sales-Volumen als Sedativum für ambulante Eingriffe** und für die Einleitung und Aufrechterhaltung von Narkosen von durchaus **USD 500 Mio. p.a.** erreicht werden. Liegen die vertiefenden Studienergebnisse vor, werden wir dieses Projekt in die Unternehmensbewertung mit einbeziehen.

Gemeinsam mit Partnern sieht CEO Dr. Söhngen auch „weitere Indikationen für diesen hochinteressanten Entwicklungskandidaten“, der 2007 an *Ono Pharmaceuticals* für den japanischen Markt lizenziert wurde.

Schon **im Dezember** konnte der offizielle Abschluss einer offenen, an einem einzigen Studienzentrum durchgeführten **Phase-IIa-Studie** mit PAIONs intravenös zu verabreichendem **NMDA-Rezeptor-Antagonisten CNS 5161** gemeldet werden. Die meisten **soliden Tumore** lösen **Schmerzen** aus. Schätzungen zufolge sind allein in den **sieben größten Märkten jährlich rund drei Millionen Betroffene** aufgrund von Krebschmerzen in Behandlung, wobei rund 70 % der Patienten mit fortgeschrittenen Krebserkrankungen unter mittleren bis starken Schmerzen leiden (Quelle: Apex Healthcare). Zur **Behandlung starker Krebschmerzen** werden **meist Opiate eingesetzt**, allerdings sprechen schätzungsweise 20 % der Patienten auf Opiate nicht an und benötigen daher Therapiealternativen.

Die Studie umfasste insgesamt **24 Patienten mit opiatresistenten Krebschmerzen**, die – eingeteilt in sechs ansteigende Dosisgruppen – in einem Zeitraum von 24 Stunden insgesamt **jeweils sechs Mal CNS 5161** erhielten. Ziel der Studie war die Bestimmung der maximal

AKTIENFLASH

verträglichen Dosis wie auch der Wirksamkeit und der pharmakokinetischen Parameter für CNS 5161. Dabei wurde eine mit der Dosis ansteigende schmerzstillende Wirkung beobachtet. **Signifikante Nebenwirkungen oder psychomimetische Effekte**, wie sie häufig mit der Wirkstoffklasse der NMDA-Rezeptor-Antagonisten verbunden werden, **wurden nicht beobachtet**. Die **vollständigen Ergebnisse** der Studie werden nun **in den nächsten Wochen erwartet**.

Die Testreihe war im Rahmen einer im Juli 2006 unterzeichneten Entwicklungspartnerschaft – wobei Kosten und Einnahmen geteilt werden – gemeinsam von PAION und ERGOMED durchgeführt worden. ERGOMED betreibt ein zweigleisiges Businessmodell, das einerseits das Angebot zur Durchführung von klassischem, klinischem Studienmanagement beinhaltet, andererseits Co-Development-Partnerschaften anstrebt.

Projekt-Stau verzögert Kommerzialisierungsverhandlungen

Einen wichtigen Schritt weiter ist man bei **dem Antikoagulans Solulin und dem Morphin-derivat M6G**. Während die übrigen Programme noch Optimierungsschritte bedürfen, bevor eine wirtschaftlich interessante Lizenzierung Sinn macht, **stehen diese beiden klinischen Projekte im Mittelpunkt der Kommerzialisierungsaktivitäten**; und nach der Einleitung von Partnering-Aktivitäten für M6G und Solulin ist es PAIONs Ziel, **im Jahr 2009 zu mindestens einem Vertragsabschluss zu kommen**.

Mit dieser **vorsichtigeren Einschätzung** reagiert das Management um Dr. Söhngen auf die **momentan zeitraubenden Entscheidungsprozesse**, die mit der Finanzkrise und der Übernahmewelle in der Pharmaindustrie Einzug gehalten haben. Die Finanzkrise hat insbesondere bei vielen jungen Entwicklungsfirmen die Refinanzierungsquellen versiegen lassen – **nun wird hektisch an vielen Orten über Partnerschaften verhandelt**.

Dies bleibt nicht ohne Wirkung auf PAIONs Gesprächspartner, zumal in Aachen der Zeitdruck deutlich geringer ist. Auf Rückfrage **bestätigt PAION, dass in jüngster Zeit kein Gesprächspartner das Interesse an den Wirkstoffen verloren hat, aber eben um mehr Zeit gebeten wird**. Ursprünglich sollten in einem Zeitraum von rund 6 Monaten bis Mitte 2009 die Entscheidungen mit künftigen Partnern über ein Co-Development oder Co-Marketing-Abkommen gefällt sein (z. B. möglicher Start Phase III für M6G). Inzwischen gibt man sich etwas mehr Zeit, bevor die Projekte neu bewertet werden müssten.

Nicht nur die Eigenentwicklungen kommen voran. Seit Dezember laufen die von Lizenznehmer **Lundbeck unterstützten Phase-III-Zulassungsstudien mit Desmoteplase** zur Behandlung von akutem ischämischen Schlaganfall.

Das **zweiarmige Design** sieht vor, jeweils etwa 320 Patienten bei einer einmaligen Gabe (90 µg/kg) innerhalb des Zeitfensters von drei bis neun Stunden nach dem Zeitpunkt des Schlaganfalls zu behandeln. Der Beobachtungszeitraum des in Studienzentren in Europa, den USA, Kanada, Südamerika und Asien durchgeführten Programms beträgt 90 Tage nach Behandlung. An eine **Zwischenanalyse sei nicht gedacht**, die Studie könnte schließlich bis Ende 2010 beendet werden. Im Folgejahr lägen dann die ausgewerteten Daten vor. Für PAION stehen bis zur Zulassung noch **Meilensteinzahlungen** in Höhe von **EUR 38 Mio.** in den Verträgen mit Lundbeck.

Pipeline nach Entwicklungsstand

Substanz	Indikation	PK	PI	PII	PIII	
Desmoteplase <i>i.v. Plasminogen-Aktivator</i>	Ischämischer Schlaganfall	█	█	█	█	vollständig auslizenziert
M6G <i>i.v. Opioid</i>	Post-operative Schmerzen	█	█	█	█	
CNS 5161 <i>i.v. NMDA-Antagonist</i>	Neuropathische / Tumor-Schmerzen	█	█	█	█	
Flovagatran <i>i.v. dir. Thrombin-Inhibitor</i>	Thrombotische Erkrankungen	█	█	█	█	
CNS 7056 <i>i.v. Narkosemittel</i>	Narkose bei medizinischen Eingriffen	█	█	█	█	
Solulin <i>i.v. Thrombomodulin</i>	Herz-Kreislauf-Erkrankungen / Strahlungsschäden	█	█	█	█	

Quelle: PAION AG – März 2009

2008 – Schlussquartal ohne operative Überraschung

Zum Jahresende 2008 belief sich der Finanzmittelbestand erwartungsgemäß auf EUR 36,1 Mio. und blieb somit fast EUR 5 Mio. niedriger als zur Jahresmitte 2008 und unter dem Schlusstand 2007 (EUR 42,9 Mio.). Dabei profitierte der Bestand von der nicht rückzahlbaren Vorauszahlung von Lundbeck über EUR 8 Mio. Von diesem Zahlungseingang profitierte sowohl der Zahlungsmittelverbrauch, der 2008 mit EUR 6,8 Mio. wesentlich geringer als 2007 (EUR 14,3 Mio.) war, als auch der negative operative Cashflow, der sich von EUR -13,45 Mio. im Vorjahr auf EUR -4,58 Mio. gedrittelt hat.

Die Bilanz zum 31. Dezember 2008 ist geprägt von den übernommenen Vermögenswerten und Schulden im Zusammenhang mit der Akquisition der PAION UK-Gruppe. Insbesondere die im Rahmen der Erstkonsolidierung der PAION UK-Gruppe aktivierten Entwicklungsprojekte – der bilanzierte Zeitwert der akquirierten CeNeS-Projekte beträgt insgesamt EUR 13,8 Mio. – führten im Vergleich zum 31. Dezember 2007 zu einem Anstieg der Bilanzsumme um EUR 3,8 Mio. auf EUR 49,3 Mio.

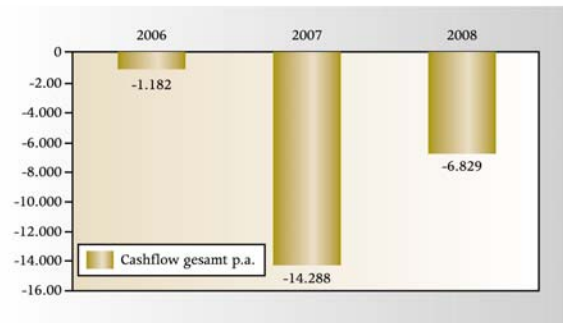
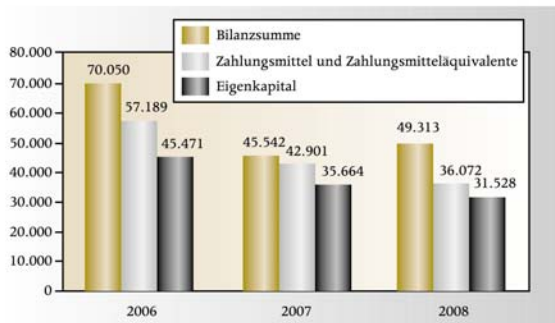
Die Eigenkapitalquote zum 31. Dezember 2008 hat sich vor der Hand damit im Vergleich zum 31. Dezember 2007 (78,3 %) auf 63,9 % reduziert. Die Berücksichtigung des 2006 aufgenommenen Nachrangdarlehens sowie die Vereinnahmung der abgegrenzten, nicht rückzahlbaren Vorauszahlung von Lundbeck als wirtschaftliches Eigenkapital würden zu einer Erhöhung der Eigenkapitalquote um 27,1 Prozentpunkte auf 91,0 % führen.

AKTIENFLASH

Bilanzsumme/ Zahlungsmittel/ Eigenkapital

IFRS-Bilanzierung (in TEUR, wenn nicht anders angegeben)

	GJ 2006 31.12.2006	GJ 2007 31.12.2007	GJ 2008 31.12.2008
Bilanz			
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	57.189	42.901	36.072
Eigenkapital	45.471	35.664	31.528
Bilanzsumme	70.050	45.542	49.313
Eigenkapitalquote	64,9%	78,3%	63,9%
Kapitalflussrechnung			
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	-14.742	-13.448	-4.589
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	-452	-204	-435
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	14.012	-636	-1.638
Mitarbeiter im Konzern			
Durchschnittliche Anzahl an Mitarbeitern	77	75	42
Mitarbeiteranzahl am Bilanzstichtag	81	53	33



Quelle: PAION AG – März 2009

Lundbeck war, wie schon in den Quartalen zuvor, **2008 die Haupteinnahmequelle**. Die Erstattungen von Entwicklungsleistungen und die ratierliche Auflösung (EUR 1,5 Mio.) des in der Bilanz passivierten Vorausbetrags des Desmoteplase-Vertrags über EUR 8 Mio. summierten sich 2008 auf EUR 3,17 Mio. (Vorjahreszeitraum EUR 4,85 Mio.). Das Bruttoergebnis vom Umsatz stieg um 28 % auf EUR 2,4 Mio. Einmaleffekte prägten die Struktur und Höhe des Betriebsaufwands, der um gut 28 % auf EUR 16,18 Mio. (Vorjahr EUR 14,49 Mio.) anstieg.

Zwei gegenläufige Trends waren dabei wirksam. Im Vergleich zum Vorjahr sanken die F&E-Aufwendungen 2008 – nach starkem Rückgang im 2. Quartal 2008 und einem Sonderertrag von EUR 2,7 Mio. im 3. Quartal 2007, der damals mit den F&E-Aufwendungen verrechnet wurde – um EUR 1,1 Mio. auf EUR 8,7 Mio. Der Grund: Die seit Juni aufgelaufenen Fehlbeträge von PAION UK reichten nicht an den dämpfenden Effekt aus Projektbeendigungen in Aachen (Lundbeck trägt Desmoteplase-Entwicklungskosten zu 100 %, Enecadin-Programm eingestellt) heran. Dabei ist zu bemerken, dass der seither angefallene Verlust in der PAION UK-Gruppe in Höhe von EUR 6,78 Mio. zum signifikanten Teil durch Transaktions- und Restrukturierungskosten bedingt ist.

AKTIENFLASH

Einmaleffekte 2008

Alle Zahlen in TEUR

Lundbeck Agreement	
Upfront Zahlung (Zahlungseingang Januar 2008)	8.000
CeNeS Akquisition	
Kaufpreis 20. Juni 2008	12.318
Kapitalerhöhung - Ausgabe 7.847.367 Stück neuer Aktien	7.847
- Kapitalrücklage	3.531
Transaktionsbezogene Kosten	
Akquisitionskosten (Due Diligence, Fairness Opinion)	-939
Kosten in Zusammenhang mit Kapitalerhöhung	-981
Kosten in Zusammenhang mit AIM Notierung	-800
	-2.720
Restrukturierungskosten	
Abfindungszahlungen (PAION Deutschland und PAION UK)	-1.510
Sonstiges	-225
	-1.735

Quelle: PAION AG – März 2009

Einmalige Beratungs- und Transaktionskosten im Zusammenhang mit der CeNeS-Übernahme wirkten auch im mit EUR 3,1 Mio. **deutlich sichtbaren Anstieg des Verwaltungsaufwands auf nun EUR 7,5 Mio.** nach. Der Anstieg resultiert aus Transaktions- und Beratungskosten aufgrund der im Juni für EUR 12,32 Mio. **durchgeführten Übernahme der PAION UK-Gruppe** sowie aufgrund von Einmalaufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen. Zudem enthalten die Aufwendungen für die allgemeine Verwaltung Kosten für Abfindungszahlungen sowie einmalige Kosten, die aus der technischen Abwicklung des Aktientauschs sowie der Notierung sämtlicher PAION-Aktien an der AIM resultieren.

Im Zuge der **strategischen Neuausrichtung**, die mit Einmalaufwendungen einherging, sowie der Akquisition der PAION UK wurde der **Mitarbeiterstab binnen 12 Monaten um 23 Mitarbeiter reduziert**. In den letzten drei Monaten verjüngte sich die Lohnliste nochmals von 35 auf nun 33 Mitarbeiter, für die im Geschäftsjahr 2008 EUR 5,56 Mio., **also 22 % weniger, aufgewandt** wurden. Der Personalabbau betraf nahezu sämtliche Unternehmensbereiche. Für den **auf fünf Köpfe erweiterten Vorstand** waren EUR 1,52 Mio. **aufzuwenden**. Seine Gesamtvergütungen wuchsen damit binnen 12 Monaten um 39 %.

Der EBIT-Fehlbetrag **vergrößerte sich im Saldo von EUR -12,6 auf EUR -13,7 Mio.** um knapp 5 %. Das **Finanzergebnis** verjüngte sich spürbar von EUR 2,11 Mio. auf nun – **normalisierte** – EUR 0,81 Mio. Dabei wird das Nachrangdarlehen aufgrund einer Ratingverschlechterung seit dem zweiten Quartal 2008 mit 8,433 % p. a. verzinst. Die erhöhte Verzinsung ist für die Restlaufzeit des Darlehens nach oben begrenzt und unterliegt somit **grundsätzlich keinem Zinssteigerungsrisiko**.

AKTIENFLASH

Der Brutto-Jahresfehlbetrag stieg um knapp EUR 1,5 Mio. auf EUR -12,99 Mio. Der tatsächliche Steuerertrag von EUR 0,41 Mio. resultiert in voller Höhe aus Steuererstattungen der britischen Steuerbehörden aus der dortigen Förderung von Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten. Der Jahresfehlbetrag der PAION-Gruppe zum 31. Dezember 2008 erhöhte sich somit im Vergleich zur Vorjahresperiode um EUR 2,1 Mio. auf EUR 12,6 Mio.

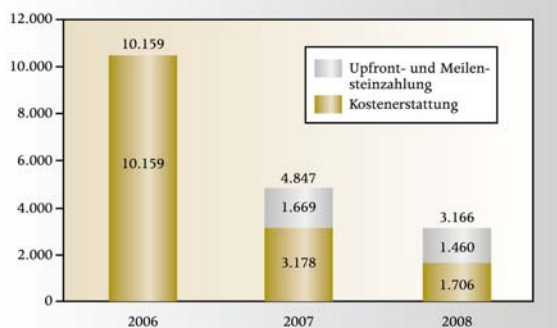
Das EPS wird für das Geschäftsjahr 2008 auf voll verwässerter Basis mit EUR -0,74 nach EUR -0,63/Aktie für 2007 angegeben.

Wichtige Finanzkennzahlen 2008

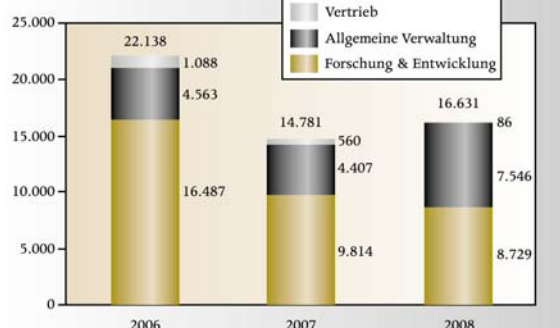
In Übereinstimmung mit IFRS (in TEUR, wenn nicht anders angegeben)

Gewinn- und Verlustrechnung	Gj 2006	Gj. 2007	Gj 2008
Umsatzerlöse	10.459	4.847	3.166
Herstellungskosten des Umsatzes	-7.252	-2.979	-780
Vertriebskosten	-1.088	-560	-86
Allgemeine Verwaltungskosten	-4.563	-4.407	-7.546
Forschungs- und Entwicklungskosten	-16.487	-9.814	-8.729
Betriebsergebnis (EBIT)	-18.782	-12.624	-13.799
Periodenergebnis	-17.386	-10.512	-12.580
Ergebnis je Aktie (EUR, nicht verwässert und verwässert)	-1,06	-0,63	-0,74

Umsatzerlöse



Kosten



Quelle: PAION AG – März 2009

2009e: operativer Verlust wie 2008 – oder weniger

Das Management veröffentlichte keine detaillierte Finanzprognose, sondern rechnet vielmehr offiziell im Geschäftsjahr 2009 mit einem „negativen Ergebnis“. Unsere aktuelle Taxe liegt bei EUR -12 Mio. Der Verlust könnte sich allerdings deutlich reduzieren, wenn (zeitanteilig) zu buchende Abschlagzahlungen insbesondere für Partnerschaftsverträge für Solulin und M6G oder mit zukünftigen Kooperationspartnern abgeschlossen werden. Ohne diese rechnen wir bei einem Einnahmenniveau (im Wesentlichen aus der ratierlichen Auflösung des in der Bilanz passivierten Vorausbetrags des Desmoteplase-Vertrags über EUR 8 Mio.) von etwa EUR 2 Mio. mit einem negativen EBIT von EUR -13 Mio.



AKTIENFLASH

Während der **Verwaltungsaufwand** – aufgrund der ganzjährigen Zugehörigkeit der PAION UK – auf dem Niveau von 2008 verharren könnte, wird der **F&E-Aufwand im laufenden Turnus im Vergleich zu 2008 etwas geringer** ausfallen können. **Steuererstattungen aus UK** könnten nach unserer Schätzung den Verlust auf EUR 12 Mio. begrenzen. Das **EPS** könnte damit mit EUR **-0,58/Aktie** an den Wert von 2008 heranreichen.

Der **aktuelle Finanzmittelbestand von EUR 36 Mio.** sinkt parallel dazu auf einen **MIDAS-Schätzwert von gut EUR 25 Mio.** Immer noch **genügend Handlungsspielraum**, um wertsteigernde Maßnahmen durchzuführen und die **Projekte bis Ende 2010 zu finanzieren.** Weitere Projekte könnten in den nächsten Jahren aber auch zusätzlichen Finanzbedarf entstehen lassen, der durch Kapitalerhöhungen zu decken wäre.

AKTIENFLASH

Quellen:

PAION AG
Lundbeck S/A

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 -