



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

## **Investment Research**

# **MOLOGEN AG**

**Zahlen zum Q2 2009**

**20. August 2009**

**Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.**

**Kosten für Studien sinken deutlich****Zahlen zum Q2 2009**

- ⇒ Laut MOLOGEN verläuft die Phase Ib-Studie für MGN1703 gegen Dickdarmkrebs (CRC) planmäßig. Die ersten Patienten wurden mit der höheren Dosierung von 60 mg behandelt. Bisher sind unverändert kaum Nebenwirkungen aufgetreten. Wir rechnen damit, dass MOLOGEN bei der Veröffentlichung der endgültigen Studienergebnisse in Q4 2009 das Erreichen des primären Endpunkts (positives Sicherheitsprofil, Verträglichkeit) und - aus unserer Sicht von besonderer Bedeutung - die Indikation für eine Wirksamkeit des Medikaments verkünden kann.
- ⇒ Wie erwartet fielen in H1 2009 geringere Kosten als im Vorjahr an. Der Nettoverlust sank auf -2,39 (-3,16) Mio. Euro. Der Cash Burn betrug 0,40 (2008: 0,42) Mio. Euro pro Monat.
- ⇒ Die erreichte F&E-Kostensenkung für die klinische Phase II-Studie für MGN1703 auf 4,0 bis 4,5 (zuvor: 6,5) Mio. Euro hat uns sehr positiv überrascht. Die operativen Kosten dürften 2009 auf 7,17 (alt: 7,34) Mio. Euro und 2010 deutlicher auf 10,88 (alt: 13,89) Mio. Euro sinken.
- ⇒ Die reduzierte Kostenbasis sowie die hohen liquiden Mittel zum 30.06.09 von pro-forma 6,14 (31.12.08: 3,32) Mio. Euro sollten unseren Berechnungen zufolge die Finanzierung von MOLOGEN für zusätzliche drei Monate bis Mitte April 2010e sicherstellen. Damit gewinnt MOLOGEN für die unverändert notwendige Kapitalerhöhung an zeitlicher Flexibilität. Wir erhöhen unsere EpS-Prognosen für 2009e und 2010e auf -0,63 (alt: -0,67) Euro bzw. -1,01 (alt: -1,35) Euro.
- ⇒ Der Aktienkurs (seit unserer letzten Kommentierung vom 13.06.09: -3,5%) reflektiert die avisierten guten Resultate der Phase Ib-Studie für MGN1703 und die verbesserte Finanzlage u.E. noch nicht. Impulse für den Kurs könnte die Veröffentlichung der finalen Studienergebnisse für MGN1703 in Q4 2009 geben. Auf Grund der verbesserten Kostenstruktur liefert unser DCF-Modell ein erhöhtes Kursziel von 13,50 (alt: 12,50 Euro). Wir bestätigen unser Kaufen-Votum.

**MOLOGEN AG 4)****Votum: Kaufen**alt: -  
vom: -

<b>Kursziel</b> (in Euro) (6 Monate)	<b>13,50</b>
Kurs (Xetra) (in Euro)	7,19
19.08.09 14:55 Uhr	
Kurspotenzial	87,76%

**Unternehmensdaten**

Land	GE
Branche	Biotechnologie
Segment	Prime Standard
ISIN	DE0006637200
Reuters	MGNG.DE
Bloomberg	MGN
Internet	www.mologen.com

**Aktiendaten**

Aktienanzahl (in Mio. Stück)	10,143
Freefloat	61,80%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	72,9
∅ Tagesumsatz	4.449
52W Hoch 29.06.2009	7,98 Euro
52W Tief 14.11.2008	4,03 Euro
Beta	1,5
Volatilität (60 Tage)	36,71

**Bewertungsmultiplikatoren**

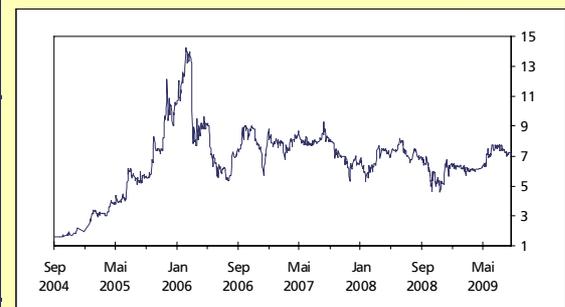
	EV/Umsatz	EV/EBIT	KGV	Div. Rendite
2006	15,9	300,4	203,5	0,0%
2007	350,2	neg.	neg.	0,0%
2008	318,0	neg.	neg.	0,0%
2009e	185,5	neg.	neg.	0,0%
2010e	556,6	neg.	neg.	0,0%

**Performance (in %)**

	1M	3M	6M	12M
absolut	-5,5	-0,3	15,3	1,1
relativ ggü.:				
DAX	-10,3	-5,2	-12,6	20,6
Prime Pharma	-4,4	-1,6	15,4	21,8

**Index-Gewichtung**

CDAX	0,007%
Prime Pharma	0,186%

**Ersteller: S. Röhle (Analyst)**

RL	Gj	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS
IFRS	2006	4.258	226	355	353	0,04
IFRS	2007	150	-6.775	-6.471	-6.471	-0,71
IFRS	2008	210	-6.303	-6.091	-6.091	-0,65
IFRS	2009e	360	-6.264	-6.264	-6.264	-0,63
IFRS	2010e	120	-10.210	-10.210	-10.210	-1,01

CAGR 2006 - 2010e -59,0% - - -

Zahlen in Tsd. Euro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

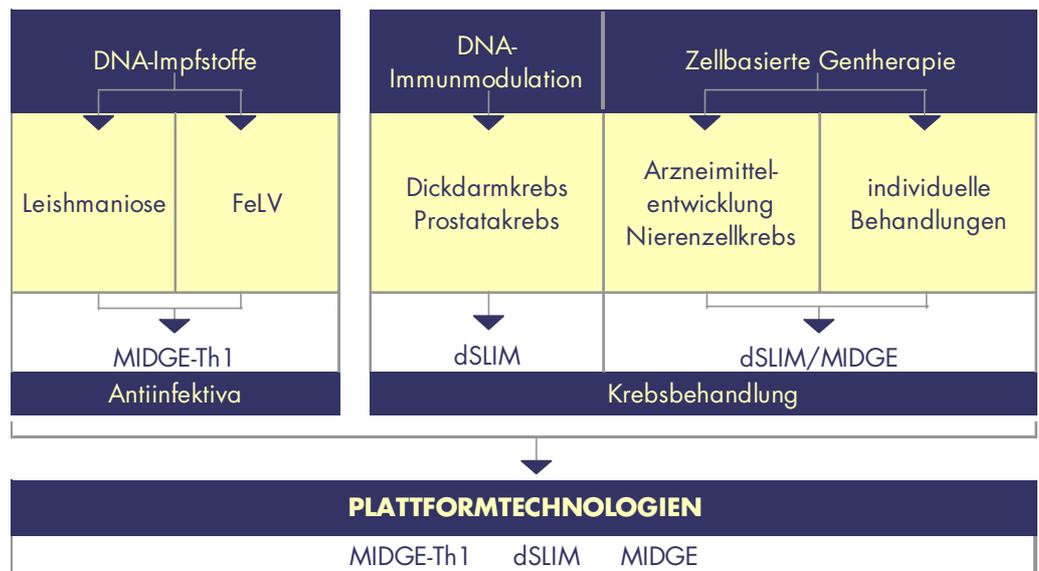
## Unternehmensprofil

*Entwicklung innovativer Präparate zur Behandlung von Krebs und Infektionskrankungen*

MOLOGEN ist ein Biotechnologieunternehmen mit Sitz in Berlin, das auf die Behandlung von bisher nicht oder nur unzureichend behandelbaren Krankheiten der Indikationsgebiete Krebs und Infektionserkrankungen (Tier und Mensch) spezialisiert ist. Im Speziellen entwickelt MOLOGEN DNA-basierte Impfstoffe und Therapeutika zur Vorbeugung und Behandlung. Die Basis der Therapien bilden zwei von MOLOGEN selbstentwickelte und patentierte Technologien: MIDGE (Minimalistic Immunologically Defined Gene Expression) und dSLIM (double Stem Loop Immuno Modulator). Beide Technologien verbindet, dass sie DNA-Strukturen (Desoxyribonukleinsäure, der Träger genetischer Informationen bei allen Lebewesen) verwenden, die als Medikament in der Therapie eingesetzt werden. MIDGE funktioniert dabei als Genfährde, die sich durch eine sehr geringe Größe und eine sehr hohe Spezifität genetischer Informationen von anderen Vektoren (u.a. virale Vektoren, Plasmidvektoren) unterscheidet und durch Studienergebnisse belegt eine sehr hohe Sicherheit und Effizienz aufweist. Im Bereich der Antiinfektiva fungiert MIDGE als Basis für einen DNA-Impfstoff (MIDGE-TH1), der im Körper eine spezifische zelluläre und humorale Immunantwort gegen Viren, Bakterien oder Parasiten erzeugt und diese damit zerstört. dSLIM ist ein von MOLOGEN entwickelter DNA-basierter Immunmodulator und TLR9 Agonist, der eine Aktivierung des Immunsystems auslöst und damit eine körpereigene Abwehrreaktion auf Krebszellen bewirkt. Der Einsatz von dSLIM und MIDGE erfolgt je nach Therapiegebiet jeweils einzeln oder in Kombination.

Die Gesellschaft beschäftigt derzeit 43 Mitarbeiter, davon 34 in Forschung und Entwicklung und 8 in der Verwaltung sowie 1 Aushilfe.

### Plattformtechnologien



Quelle: MOLOGEN AG

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Studienverläufe weiterhin positiv und im Plan

---

*Studie schreitet planmäßig voran*

---

### Studienabschnitt für MGN1703 mit niedrigerer Dosis fast abgeschlossen

Nach Angaben von MOLOGEN steht der Studienabschnitt der derzeit laufenden klinischen Phase Ib-Studie für den Wirkstoff MGN1703 zur Behandlung von Dickdarmkrebs (CRC), der 12 Patienten mit Mehrfachgabe (2 x 6 Wochen) und der niedrigen Dosierung von bis zu 30 mg umfasst, kurz vor dem Abschluss. Bereits bei der Veröffentlichung der Studienzwischenenergebnisse Mitte Mai berichtete MOLOGEN über ein Übertreffen der eigenen und unserer Erwartungen, da die Studienresultate auch erste Indikationen über die Wirksamkeit von MGN1703 geben. In der Gruppe mit Mehrfachgabe stellte MOLOGEN bei fünf Patienten mit weit fortgeschrittener Tumorerkrankung nach Abschluss der ersten sechswöchigen Therapie eine Stabilisierung des Krankheitsbilds fest. Diese fünf Patienten haben eine zweite sechswöchige Therapie erhalten die bei vier Patienten abgeschlossen wurde. Bei zwei der vier Probanden wurde eine anhaltende Stabilisierung des Krankheitsbilds festgestellt. Das Ergebnis für den letzten Patienten steht noch aus. Uns erfreut, dass Finanzvorstand Jörg Petraß uns gegenüber für den bisherigen Studienverlauf unverändert über das Ausbleiben wesentlicher Nebenwirkungen bzw. einer dosislimitierenden Toxizität berichten konnte.

---

*Weiterhin kaum Nebenwirkungen festzustellen*

---

### Ausweitung der Phase Ib-Studie für MGN1703 auf höhere Dosis genehmigt

MOLOGEN hat von den Aufsichtsbehörden problemlos die Erlaubnis zur Ausweitung der Phase Ib-Studie auf eine erhöhte Dosierung von 60 mg erhalten. Das Biotechnologieunternehmen wird mindestens 6 Patienten mit der erhöhten Dosis behandeln. Ziel ist es, die Patienten nach der ersten sechswöchigen Behandlung mit Mehrfachdosierung im Falle einer positiven Reaktion ebenfalls in die zweite sechswöchige Therapiephase zu überführen. In der Woche ab dem 10.08.09 wurden bereits die ersten Patienten behandelt.

---

*Phase Ib-Studie mit erhöhter Dosierung hat begonnen*

---

### Vorbereitung zur Phase II-Studie für MGN1703 im Zeitplan

Der Studienverlauf der klinischen Phase Ib-Studie für MGN1703 liegt Unternehmensangaben zufolge im Zeitplan, was wir angesichts der bisherigen - für ein forschendes Pharmaunternehmen aber nicht ungewöhnlichen - Verzögerungen begrüßen. Erste Zwischenergebnisse für die Patientengruppe mit der erhöhten 60 mg-Dosierung sollen Ende September und die endgültigen Studienresultate in Q4 2009 vorliegen. Derzeit bereitet MOLOGEN die klinische Phase II-Studie (Proof of Concept) vor. Laut CFO Petraß sind die Unterlagen fast fertiggestellt. Mit der Genehmigung der Phase II-Studie rechnet MOLOGEN noch 2009, so dass im Idealfall die Studie planmäßig in diesem Jahr beginnen kann.

---

*Beginn der klinischen Phase II-Studie unverändert für Ende 2009 geplant*

---

### Antrag für Phase I/II-Studie für MGN1601 noch in 2009 vorgesehen

Die Vorbereitungen zur Beantragung der kombinierten klinischen Phase I/II-Studie zur zellbasierten Gentherapie zur Behandlung von Nierenzellkrebs (MGN1601, RCC) laufen ebenfalls planmäßig. Der Antrag soll in Q3/Q4 2009 gestellt werden. Der Beginn der Studie ist für Anfang 2010 vorgesehen.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Planmäßig geringere Aufwendungen in Q2 und H1 2009

Erwartungsgemäß geringeres Kostenniveau

### Verlust deutlich verringert

MOLOGEN erzielte in Q2 2009 mit 0,02 (0,01) Mio. Euro wie erwartet nur geringe Umsätze. Die sonstigen betrieblichen Erträge stiegen auf 0,10 (0,01) Mio. Euro, da MOLOGEN Einnahmen aus dem Forschungsrahmenprogramm der Europäischen Union zur Entwicklung eines Wirkstoffs gegen Leishmaniose beim Menschen verbuchte. Auffällig sind die wie bereits in Q1 2009 gesunkenen Materialkosten (-3,9% auf 0,34 Mio. Euro) und sonstigen betrieblichen Aufwendungen (-32,7% auf 0,53) Mio. Euro. Dieser Rückgang war zu erwarten, da MOLOGEN im Vorjahreszeitraum wegen der Vorbereitung der Phase Ib-Studie für MGN1703 höhere Kosten für klinische Prüfpräparate und Beratungsdienstleistungen entstanden. Der Nettoverlust verringerte sich auf 1,48 (-1,77) Mio. Euro. In H1 2009 verzeichnete MOLOGEN ein Nettoergebnis von -2,39 (-3,16) Mio. Euro. Wir rechnen in H2 2009 mit einer deutlichen Erhöhung der Kostenbasis, da die Vorbereitung der klinischen Phase II-Studie für MGN1703 in die Endphase tritt bzw. die Studie begonnen werden soll.

<b>MOLOGEN AG</b>				
<b>Ausgewählte Kennzahlen der GuV in Q2 2009</b>				
<b>Einheit:</b>	Mio. Euro	<b>Q2 2008</b>	<b>Q2 2009</b>	
<b>Geschäftsjahresende:</b>	31. Dez.	berichtet	berichtet	
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS			
<b>Umsatz</b>		<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	
ggü. Vorjahr in %		-	100%	
<b>EBIT</b>		<b>-1,83</b>	<b>-1,51</b>	
in % vom Umsatz		-	-	
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>		<b>-1,77</b>	<b>-1,48</b>	
in % vom Umsatz		-	-	
<b>EPS</b>		<b>-0,19</b>	<b>-0,15</b>	

Quelle: MOLOGEN AG

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

<b>MOLOGEN AG</b>			
<b>Ausgewählte Kennzahlen der GuV in H1 2009</b>			
<b>Einheit:</b>	Mio. Euro	<b>H1 2008</b>	<b>H1 2009</b>
<b>Geschäftsjahresende:</b>	31. Dez.	berichtet	berichtet
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS		
<b>Umsatz</b>		<b>0,07</b>	<b>0,03</b>
ggü. Vorjahr in %		-	-48%
<b>EBIT</b>		<b>-3,29</b>	<b>-2,43</b>
in % vom Umsatz		neg.	neg.
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>		<b>-3,16</b>	<b>-2,39</b>
in % vom Umsatz		neg.	neg.
<b>EpS (in Euro)</b>		<b>-0,34</b>	<b>-0,25</b>

Quelle: MOLOGEN AG

## Liquiditätslage verbessert sich

### Steigende Liquidität durch Kapitalerhöhung und Ausübung von Aktienoptionen

Wir erachten die Liquiditätssituation von MOLOGEN als solide. Zum 30.06.09 wies das Unternehmen liquide Mittel von 4,92 (31.12.08: 3,32) Mio. Euro aus. Durch die Kapitalerhöhung im März 2009 (Ausgabe von 425.000 Aktien zu je 6,50 Euro) mit einem Bruttoemissionserlös von 2,76 Mio. Euro und der Ausübung von Mitarbeiteraktienoptionen (bereits verbuchte Ausgabe von 140.060 Aktien zu 6,11 Euro je Stück) mit einem Bruttoerlös von 0,86 Mio. Euro flossen MOLOGEN in H1 2009 insgesamt brutto 3,62 Mio. Euro bzw. netto 3,42 Mio. Euro zu. Ferner erhielt die Gesellschaft für die Teilnahme am EU-Forschungsprogramm zur Entwicklung eines Wirkstoffs gegen Leishmaniose bei Menschen eine erste Zahlung von 0,60 Mio. Euro. Im Rahmen des Mitarbeiteraktienprogramms wird MOLOGEN 2009 insgesamt 340.000 neue Aktien ausgeben, so dass sich die Aktienanzahl auf 10,143 (zuvor: 9,803) Mio. Stück erhöhen wird. Die Gesamterlöse betragen 2,077 Mio. Euro. Durch die Vereinnahmung der noch ausstehenden 1,22 Mio. Euro wird die Liquiditätsbasis in H2 2009 weiter gestärkt. Per 30.06.09 ergibt sich eine pro-forma-Liquidität von 6,14 Mio. Euro.

---

*Pro-forma-Liquidität steigt auf 6,14 (31.12.08: 3,32) Mio. Euro*

---

<b>MOLOGEN AG</b>				
<b>Cash Burn-Vergleich Q1 2009 und H1 2009</b>				
<b>Einheit:</b>	Mio. Euro	<b>nach H1 2009</b> neue Prognose	<b>nach Q1 2009</b> alte Prognose	
<b>Cash Burn H1 2009</b>		-2,43	<b>Cash Burn Q1 2009</b>	-1,18
<b>Cash Burn H1 2009 pro Monat</b>		-0,40	<b>Cash Burn Q1 2009 pro Monat</b>	-0,39
<b>Liquiditätsbedarf 2009 neu</b>		-5,25	<b>Liquiditätsbedarf 2009 alt</b>	-5,47
<b>Liquiditätsbedarf H2 2009</b>		-2,82	<b>Liquiditätsbedarf 9M 2009</b>	-4,29
<b>Cash Burn H2 2009 pro Monat</b>		-0,47	<b>Cash Burn 9M 2009 pro Monat</b>	-0,48
<b>pro-forma Liquidität H1 2009</b>		6,14	<b>Liquiditätsbestand Q1 2009</b>	5,35
<b>Übrige Liquidität für 2010</b>		3,32	<b>Übrige Liquidität für 2010</b>	1,07
<b>Cash burn 2010 pro Monat</b>		-0,75	<b>Cash burn 2010 pro Monat alt</b>	-1,01
<b>Cash-Reichweite 2010e in Monaten</b>		4,4 Mitte Mai	<b>Cash-Reichweite 2010e in Monaten</b>	1,1 Anfang Februar

Quelle: Independent Research; MOLOGEN AG

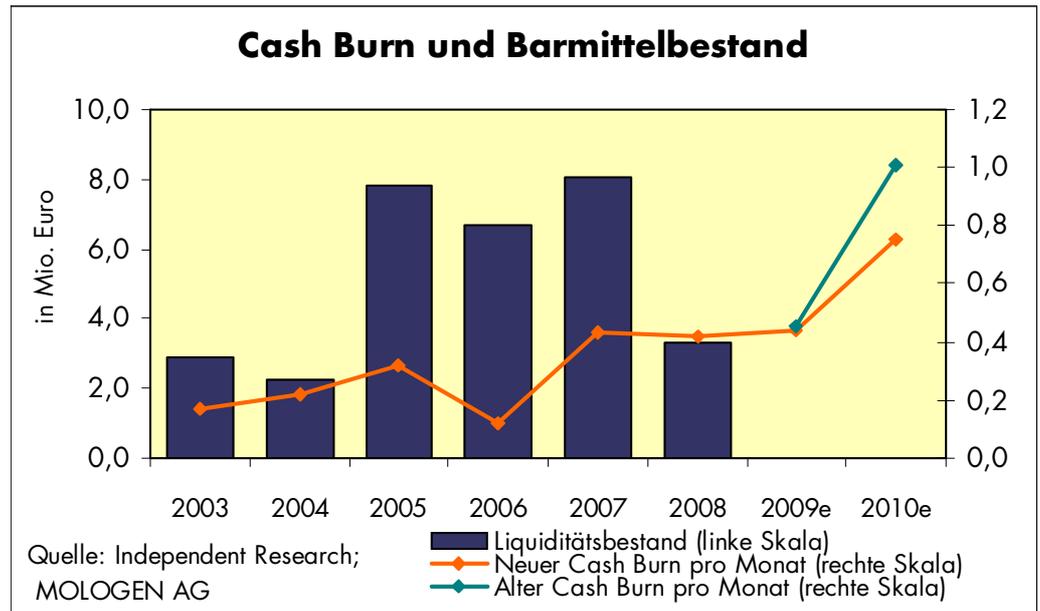
---

*Kosten für Phase II-Studie sinken um über 30%*

---

### Sinkende F&E-Kosten bei MGN1703

Sehr positiv überrascht hat uns die Aussage des Finanzvorstands Jörg Petraß, dass die F&E-Ausgaben für die klinische Phase II-Studie (Proof of Concept) für MGN1703 gegen Dickdarmkrebs (CRC) spürbar geringer ausfallen werden, als das Unternehmen und wir erwartet hatten. Laut MOLOGEN werden die Gesamtausgaben 2009 und 2010 mit 4,0 bis 4,5 Mio. Euro rund 31% bis 38% unter den bisher budgetierten 6,5 Mio. Euro liegen. Die Verstärkung der internen Personalressourcen sowie die Aushandlung attraktiver Konditionen mit externen Dienstleistern führten zu der Kostendegression. Laut MOLOGEN dürften sich die Kosten für die ab 2010 geplante Phase II-Studie für MGN1706 gegen Prostatakrebs (PC) ebenfalls deutlich reduzieren. Wir gehen davon aus, dass sich die operativen Kosten 2009 auf 7,17 (alt: 7,34) Mio. Euro und 2010 auf 10,88 (alt: 13,89) Mio. Euro vermindern werden.



*Reichweite der Finanzmittel steigt um über drei Monate (bis Mitte Mai 2010)*

#### **Deutlich sinkender Cash Burn - Höhere Flexibilität bei Kapitalbeschaffung**

Auf Grund der geringeren Kostenbasis belief sich der Cash Burn in H1 2009 auf 2,43 Mio. Euro bzw. 0,40 (2008: 0,42) Mio. Euro pro Monat. Wir erwarten in H2 2009 im Zuge der Vorbereitung und dem Beginn der klinischen Phase II-Studie für MGN1703 einen steigenden Cash Burn auf 2,82 Mio. Euro. Die Tabelle auf Seite 7 verdeutlicht, dass MOLOGEN durch die im Vergleich zum Ende des Q1 2009 höheren liquiden Mittel infolge der Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen und durch die reduzierte Kostenbasis für die Phase II-Studie die Reichweite des Finanzmittelfonds um über drei Monate auf nun Mitte Mai 2010 ausweiten konnte. Die Reichweite des Liquiditätsbestands könnte tendenziell sogar etwas länger sein, weil der Beginn der klinischen Phase II-Studie für MGN1706 gegen Prostatakrebs (PC) nicht sofort Anfang 2010 beginnen wird. Daher sollte der Cash Burn in den ersten Monaten 2010 geringer als im Jahresdurchschnitt sein.

*Zeitliche Flexibilität für nächste Kapitalmaßnahme steigt*

Aus unserer Sicht hat MOLOGEN an Flexibilität gewonnen. Das Unternehmen kann auf eine positive Reaktion des Kapitalmarktes auf die Veröffentlichung der Ergebnisse der klinischen Phase Ib-Studie sowie den Beginn der klinischen Phase II-Studie für MGN1703 warten, um möglicherweise attraktivere Konditionen für eine Kapitalerhöhung zu nutzen. Ferner schwindet die Notwendigkeit, in einer schwierigen Kapitalmarktphase bis Ende 2009 neue Gelder einwerben zu müssen.

*Weiterer Mittelzufluss aus Aktienoptionsprogramm 2009 möglich*

Aus unserer Sicht könnten MOLOGEN 2009 noch einmal erhebliche Mittel aus dem Aktienoptionsprogramm zufließen. Im maßgeblichen Referenzjahr 2007 (Ausübung der Optionen erst zwei Jahre nach Zuteilung möglich) hat das Unternehmen 259.010 Aktien zu einem durchschnittlichen gewichteten Ausübungspreis von 7,46 Euro je Aktie (Gesamtwert: 1,93 Mio. Euro) ausgegeben. Eine Ausübung der Option ist möglich, wenn sich der durchschnittliche Börsenkurs zehn Tage vor der Transaktion 20% über dem Basispreis befindet. Auf dem gegenwärtigen Kursniveau ist eine Ausübung damit noch nicht möglich.

<sup>1|2|3|4</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Aktivierung von Entwicklungskosten wird geprüft

---

*Aktivierung von Entwicklungskosten könnte Eigenkapital stärken*

---

### Deutliche Entlastung des Eigenkapitals im HGB-Abschluss möglich

Bisher werden bei MOLOGEN sowohl nach IFRS als auch HGB die Entwicklungskosten nicht aktiviert, sondern - wie in unseren Prognosen berücksichtigt - als Aufwendungen verbucht. Die Neufassung der HGB-Bilanzierungsvorschriften nach dem Bilanzierungsmodernisierungsgesetz (BilMoG) räumt ein Aktivierungswahlrecht für selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände ab 2010 ein (vergleiche Anhang auf S. 13). Die Aktivierungsfähigkeit wird derzeit geprüft. Eine vollständige Aktivierung der Entwicklungskosten für MGN1703 und MGN1706 könnte im HGB-Abschluss 2010 zu einer Entlastung der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch des Eigenkapitals um über 5 Mio. Euro führen. Aus unserer Sicht würde dadurch das Risiko vermieden, angesichts der hohen Kosten für die Phase II-Studien nach deutschem Recht möglicherweise unterjährig den Verlust von 50% des Grundkapitals anzeigen zu müssen. Auf die Kapitalflussrechnung hätte die Bilanzierungsänderung keinen Einfluss.

Unseres Erachtens ist es unsicher, ob eine Aktivierung möglich ist. Nach IFRS/IAS erfolgt sie derzeit nicht. Klaus Höfer, Partner im Bereich Assurance von PriceWaterhouseCoopers, vertritt die Einschätzung, dass für Unternehmen eine unterschiedliche Behandlung der Entwicklungskosten im HGB- und IFRS-Abschluss schwierig sein sollte. Wir gehen daher davon aus, dass MOLOGEN eine Aktivierung der Entwicklungskosten sowohl nach den HGB- als auch nach den IFRS/IAS-Rechnungslegungsstandards vornehmen würde.

## Prognosen

### Auswirkungen der Kostensenkung 2009e noch begrenzt

EpS 2009e: -0,63 (alt: -0,67) Euro

Der im Vergleich zur Vorjahresperiode verringerte Verlust in H1 2009 lag im Rahmen der Unternehmensplanungen und im Rahmen unserer Erwartungen. Finanzvorstand Petraß zufolge wird sich die Kostenbasis in H2 2009e infolge der intensivierten Vorbereitung bzw. des avisierten Beginns der klinischen Phase II-Studie für MGN1703 erhöhen, was ebenfalls unseren Planungen entspricht. Die Effekte der geringeren F&E-Kosten werden 2009e nur geringe Auswirkungen haben. Wir haben daher unsere Prognose für die operativen Kosten nur leicht auf 7,17 (alt: 7,34) Mio. Euro gesenkt. Den Nettoverlust schätzen wir nun auf 6,26 (alt: -6,48) Mio. Euro. Dies entspricht einem EpS von -0,63 (alt: -0,67) Euro, wobei wir wegen der Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen nun mit einer durchschnittlichen Aktienanzahl von 9,867 (alt: 9,697) Mio. Stück rechnen.

### Deutliche Aufwandsreduzierung 2010e erwartet

EpS 2010e: -1,01 (alt: -1,35) Euro

Für 2010e prognostizieren wir einen spürbaren Rückgang der operativen Kosten auf 10,88 (alt: 13,89) Mio. Euro. Hierbei kommt ein doppelter Effekt zum Tragen, weil wir im Zeitraum 2009 und 2010 nicht nur von einer Reduzierung der F&E-Kosten für die Phase II-Studie für MGN1703 auf 4,5 (alt: 6,5) Mio. Euro, sondern auch für die Phase II-Studie für MGN1706 auf 5,0 (alt: 6,5) Mio. Euro ausgehen. Wir haben die F&E-Kosten für beide Indikationen konservativ angesetzt, da im Idealfall die Aufwendungen laut MOLOGEN jeweils nur 4,0 Mio. Euro betragen könnten. Entsprechend erwarten wir 2010e einen geringeren Nettoverlust von 10,21 (alt: -13,27) Mio. Euro, was auf Basis von nun 10,143 (alt: 9,803) Mio. Aktien einem EpS von -1,01 (alt: -1,35) Euro entspricht.

MOLOGEN AG						
Prognose ausgewählter Kennzahlen der GuV						
Einheit:	Mio. Euro	2009e	2009e	2010e	2010e	
Geschäftsjahresende:	31. Dez.	neu	alt	neu	alt	
Rechnungslegung:	IFRS					
<b>Umsatz</b>		<b>0,36</b>	<b>0,36</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	
ggü. Vorjahr in %		71,4%	71,4%	-66,7%	-66,7%	
<b>EBIT</b>		<b>-6,26</b>	<b>-6,43</b>	<b>-10,21</b>	<b>-13,22</b>	
in % vom Umsatz		neg.	neg.	neg.	neg.	
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>		<b>-6,26</b>	<b>-6,48</b>	<b>-10,21</b>	<b>-13,27</b>	
in % vom Umsatz		neg.	neg.	neg.	neg.	
Durchschn. Aktienanzahl (Mio. Stück)		9,867	9,697	10,143	9,803	
<b>EpS (in Euro)</b>		<b>-0,63</b>	<b>-0,67</b>	<b>-1,01</b>	<b>-1,35</b>	

Quelle: Independent Research

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Bewertung (DCF-Modell)

### Zweistufiges DCF-Modell

Zur Bewertung von MOLOGEN haben wir ein DCF-Modell aufgesetzt. Im Rahmen dieses Modells haben wir eine zweistufige Bewertung vorgenommen. Phase I berücksichtigt unsere detaillierten Prognosen aus der Gewinn- und Verlustrechnung bis 2018e. Für die Phase II (nach 2018e) gehen wir konservativ von keinem weiteren Wachstum des Free Cash Flows (FCF) aus. Neben den Umsatz- und Ergebnisbeiträgen der dSLIM-Technologie (CRC, PC) und der zellbasierten Gentherapie gegen Nierenzellkrebs (MGN1601; Zulassung: EMEA und FDA) fließen in das DCF-Modell auch Royalties aus der Auslizenzierung des Leishmaniose-Impfstoffs (vet.) ein.

### Auslizenzierung der Indikationen nach Phase II

Unser Modell basiert auf der Annahme, dass MOLOGEN die zwei dSLIM-Indikationen Dickdarmkrebs (CRC) und Prostatakrebs (PC) sowie die zellbasierte Gentherapie gegen Nierenzellkrebs (RCC) nach der Phase II auslizenzieren wird. Die Vorauszahlungen schätzen wir auf 15,0 Mio. Euro, die Meilensteinzahlungen für Phase III auf 7,5 Mio. Euro bzw. auf 22,5 Mio. Euro bei Zulassung. Für MGN1703 erwarten wir die Upfrontzahlungen 2011e und die Meilensteinzahlungen 2013e und 2014e. Für MGN1706 prognostizieren wir die Upfrontzahlungen 2012e und die Meilensteinzahlungen 2014e und 2015e. Bei der zellbasierten Gentherapie gegen Nierenzellkrebs (RCC) unterstellen wir eine Auslizenzierung im Jahr 2013e sowie Meilensteinzahlungen in den Jahren 2015e und 2016e. Die Royalties für die dSLIM-Indikation Dickdarmkrebs schätzen wir auf 12,5% und für Prostatakrebs bzw. die zellbasierte Gentherapie auf 10,0%.

DCF Modell MOLOGEN AG										
In Mio. Euro	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	<b>0,36</b>	<b>0,12</b>	<b>17,36</b>	<b>16,62</b>	<b>24,89</b>	<b>45,15</b>	<b>68,11</b>	<b>87,60</b>	<b>92,41</b>	<b>120,05</b>
Umsatzwachstum	71,4%	-66,7%	14367,1%	-4,3%	49,8%	81,4%	50,9%	28,6%	5,5%	29,9%
EBIT-Marge	neg.	neg.	44,2%	52,9%	56,1%	69,1%	73,1%	74,6%	73,8%	75,3%
<b>EBIT</b>	<b>-6,26</b>	<b>-10,21</b>	<b>7,68</b>	<b>8,78</b>	<b>13,96</b>	<b>31,21</b>	<b>49,80</b>	<b>65,32</b>	<b>68,21</b>	<b>90,35</b>
- Ertragsteuern	0,00	0,00	-0,77	-1,41	-2,79	-9,36	-14,94	-19,59	-20,46	-27,11
+ Abschreibungen	0,52	0,53	0,54	0,55	0,58	0,61	0,64	0,67	0,70	0,74
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,63	0,78	0,98	1,22	1,53	1,91	2,38	2,98	3,73
<b>Operativer Brutto Cash Flow</b>	<b>-5,75</b>	<b>-9,06</b>	<b>8,23</b>	<b>8,91</b>	<b>12,96</b>	<b>23,98</b>	<b>37,40</b>	<b>48,77</b>	<b>51,43</b>	<b>67,71</b>
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	-0,01	0,00	-0,52	-0,50	-0,75	-1,35	-2,04	-2,63	-2,77	-3,60
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,10	-0,15	-0,20	-0,25	-0,30	-0,42	-0,53	-0,61	-0,62	-0,71
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-5,86</b>	<b>-9,21</b>	<b>7,51</b>	<b>8,16</b>	<b>11,92</b>	<b>22,20</b>	<b>34,83</b>	<b>45,54</b>	<b>48,04</b>	<b>63,39</b>
<b>Barwerte</b>	<b>-5,50</b>	<b>-7,28</b>	<b>5,00</b>	<b>4,57</b>	<b>5,63</b>	<b>8,83</b>	<b>11,66</b>	<b>12,84</b>	<b>11,41</b>	<b>12,67</b>
Summe Barwerte	59,84									
Terminalwert	73,73									
										in % vom Gesamtwert: 55%
Wert des operativen Geschäfts (Mio. Euro)	133,57									
+ Liquide Mittel (Mio. Euro)	6,14									
- Finanzverschuldung (Mio. Euro)	0,00									
<b>Marktwert Eigenkapital (Mio. Euro)</b>	<b>139,70</b>									
<b>Anzahl der Aktien in Mio. Stück</b>	<b>10,143</b>									
<b>Kurs in Euro</b>	<b>13,77</b>									

Modell-Parameter / Entity DCF Modell:			
Langfristige Bilanzstruktur ->	Eigenkapital:	70%	Fremdkapital: 30%
risikofreie Rendite: 4,0%	Beta:	1,5	Risikoprämie FK: 8,5%
	Risikoprämie:	10,0%	Tax shield: 0,0%
	Zins EK:	19,2%	Zins FK: 12,5%
Wachstumsr. FCF: 0,0%	WACC:	17,2%	Datum: 20.08.09

Quelle: Independent Research

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

WACC von 17,2% (alt: 17,5%)

Den risikofreien Zins setzen wir wegen der gesunkenen Zinssätze nun mit 4,0% (alt: 4,5%) an. Die Risikoprämie auf das Eigenkapital beläuft sich auf 10,0%, beim Fremdkapital rechnen wir jetzt mit 8,5% (alt: 8,0%). Darüber hinaus unterstellen wir ein Beta von 1,5. Hinsichtlich der langfristigen Bilanzstruktur gehen wir von einem Anteil des Eigenkapitals von 70% und des Fremdkapitals von 30% aus. Anhand der Prämissen ergibt sich ein WACC von 17,2% (alt: 17,5%).

Fairer Wert je Aktie: 13,77 (alt: 12,76) Euro

Wir errechnen einen Marktwert des Eigenkapitals von 139,70 (alt: 125,09) Mio. Euro. Grund für den Anstieg sind die niedrigeren Kosten für die klinischen Studien, der erhöhte (pro-forma) Liquiditätsbestand infolge der Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen sowie der leicht geringere WACC. Unter Berücksichtigung der auf 10,143 (alt: 9,803) Mio. Stück gestiegenen Aktienanzahl ergibt sich ein fairer Wert von 13,77 (alt: 12,76) Euro.

Sensitivitätsanalyse

Um zu zeigen wie sich der Unternehmenswert in Abhängigkeit des Wachstums des Free Cash Flow in der Phase II und des Diskontierungssatzes (WACC) entwickelt, haben wir eine Sensitivitätsanalyse vorgenommen.

		Sensitivitätsanalyse (in Euro)			
		Diskontierungssatz			
Wachstum		16,7%	17,2%	17,7%	18,2%
	0,0%	14,59	<b>13,77</b>	13,02	12,31
	0,5%	14,87	14,03	13,25	12,52
	1,0%	15,17	14,30	13,49	12,74
	1,5%	15,49	14,59	13,75	12,98

Quelle: Independent Research

Die Phase Ib-Studie für MGN1703 gegen Dickdarmkrebs (CRC) schreitet planmäßig voran. Die ersten Patienten wurden mit der höheren Dosierung von 60 mg behandelt. Im Studienverlauf sind unverändert keinen nennenswerten Nebenwirkungen aufgetreten. Wir gehen davon aus, dass MOLOGEN den primären Endpunkt (positives Sicherheitsprofil und Verträglichkeit) erreicht. Es ist weiterhin vorgesehen, die klinische Phase II-Studie Ende 2009 zu beginnen.

Erwartungsgemäß fielen in H1 2009 geringere Kosten als im Vorjahr an. Der Nettoverlust sank auf -2,39 (-3,16) Mio. Euro. Sehr positiv überrascht hat uns die erreichte F&E-Kostenreduzierung für die klinische Phase II-Studie für MGN1703 auf 4,0 bis 4,5 (zuvor: 6,5) Mio. Euro. Die operativen Kosten dürften daher 2009 auf 7,17 (alt: 7,34) Mio. Euro und 2010 deutlicher auf 10,88 (alt: 13,89) Mio. Euro sinken. In Kombination mit der Kapitalerhöhung im März und der Ausübung von Aktienoptionen dürfte die Reichweite des Liquiditätsbestands um über drei Monate auf Mitte April 2010 wachsen. Damit gewinnt MOLOGEN für die unverändert notwendige Kapitalerhöhung an Flexibilität. Wir erhöhen unsere EpS-Prognosen für 2009e und 2010e auf -0,63 (alt: -0,67) Euro bzw. -1,01 (alt: -1,35) Euro.

Die Kursentwicklung der Aktie (seit unserer letzten Kommentierung vom 13.06.09: -3,5%) reflektiert die avisierten guten Resultate der Phase Ib-Studie für MGN1703 und die verbesserte Finanzlage u.E. noch nicht wider. Als Impulsgeber sehen wir die Veröffentlichung der finalen Studienergebnisse für MGN1703 in Q4 2009. Unser DCF-Modell liefert ein erhöhtes Kursziel von 13,50 (alt: 12,50 Euro), weshalb wir unser Kaufen-Votum bekräftigen.

Kursziel: 13,50 (alt: 12,50) Euro; Votum: Kaufen

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Aktivierung von F&E-Kosten

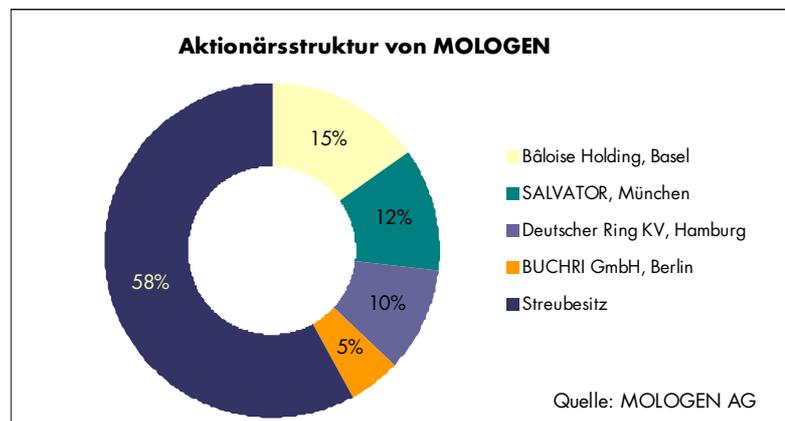
### Vergleich der neuen HGB- (lt. Bilanzierungsmodernisierungsgesetz) und IFRS/IAS-Vorschriften

	HGB-Änderungen laut BilMoG	Regelungen nach IFRS/IAS
<b>Gesetzestexte</b>	- v.a. §248 Abs. 2 und §255 Abs. 2 und 2a	- v.a. IAS38.52-38.59, IAS38.61-38.63
<b>Inhalt</b>	- Aktivierung selbst geschaffene immaterielle VG - Aktivierung nur von Entwicklungs- aber keinen Forschungskosten - Aktivierung ist Wahlrecht - Nachträgliche Aktivierung ist nicht möglich	- Aktivierung selbst geschaffene immaterielle VG - Aktivierung nur von Entwicklungs- aber keinen Forschungskosten - Aktivierung ist Wahlrecht
<b>Definition Entwicklungskosten</b>	- Vermögensgegenstandseigenschaften müssen erfüllt sein - d.h. - Einzelverwertbarkeit des Produkts - Nachweis des wirtschaftlichen Nutzens - Entstehung eines Vermögensgegenstands muss hochwahrscheinlich sein - hinreichende Dokumentation	- Sechs Kriterien müssen gleichzeitig erfüllt werden 1) technische Machbarkeit 2) beabsichtigte Vollendung 3) Fähigkeit zur Eigennutzung und Verkauf 4) Darlegung der ökonomischen Vorteile 5) Verfügbarkeit der Ressourcen zur Vollendung des Projekts 6) zuverlässige Vermögenswertermittlung
<b>Weitere Erläuterung</b>	- erstmalige Anwendung für nach dem 31.12.09 beginnende Geschäftsjahre - freiwillige Anwendung schon ab 2009 möglich	- keine
<b>Kommentar von Klaus Höfer, Partner im Bereich Assurance bei PwC</b>	- Aktivierung nach HGB dürfte schwer fallen, wenn keine Aktivierung nach IFRS erfolgt	- bisher kaum Aktivierung bei Pharmaunternehmen, v.a. wegen der Unsicherheit des künftigen Nutzens und der behördlichen Zulassung

Quelle: Bundesjustizministerium, PriceWaterhouseCoopers (PwC), Dr. Langmayr und Partner (Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte, Steuerberater)

<b>MOLOGEN AG</b>												
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b>												
<b>Einheit:</b> Mio. Euro <b>Geschäftsjahresende:</b> 31. Dez., <b>Rechnungslegung:</b> IFRS	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
<b>Umsatz</b>	<b>0,15</b>	<b>0,21</b>	<b>0,36</b>	<b>0,12</b>	<b>17,36</b>	<b>16,62</b>	<b>24,89</b>	<b>45,15</b>	<b>68,11</b>	<b>87,60</b>	<b>92,41</b>	<b>120,05</b>
Veränderungen ggü. Vorjahr in %	-96,5%	40,0%	714%	-66,7%	14367,1%	-4,3%	49,8%	814%	50,9%	28,6%	5,5%	29,9%
Sonstige	0,15	0,21	0,06	0,12	0,13	0,13	0,14	0,15	0,15	0,16	0,17	0,18
MGN1601/dSLIM, MIDGE RCC	-	-	-	-	-	-	15,00	0,00	7,50	27,02	9,09	13,72
MGN1703/dSLIM CRC	-	-	-	-	15,00	0,00	7,50	34,48	24,10	36,37	48,78	61,34
MGN1706/dSLIM PC	-	-	-	-	-	15,00	0,00	7,50	32,54	20,19	30,47	40,87
Leishmaniose (vet.)	-	-	0,30	0,00	2,23	1,48	2,25	3,03	3,82	3,86	3,90	3,94
Sonstige betriebliche Erträge	0,74	0,04	0,55	0,55	0,55	0,17	0,18	0,20	0,22	0,24	0,27	0,29
Bestandsveränderung fertiger Erzeugnisse	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gesamtleistung</b>	<b>0,89</b>	<b>0,25</b>	<b>0,91</b>	<b>0,67</b>	<b>17,91</b>	<b>16,78</b>	<b>25,07</b>	<b>45,35</b>	<b>68,33</b>	<b>87,84</b>	<b>92,67</b>	<b>120,34</b>
<b>Forschungs- und Entwicklungskosten</b>	<b>-1,57</b>	<b>-1,75</b>	<b>-1,89</b>	<b>-5,48</b>	<b>-4,71</b>	<b>-2,14</b>	<b>-4,58</b>	<b>-6,77</b>	<b>-10,22</b>	<b>-13,14</b>	<b>-13,86</b>	<b>-18,01</b>
Sonstige	-	-	-0,07	-0,08	-0,09	-0,10	-4,46	-6,77	-10,22	-13,14	-13,86	-18,01
MGN1601/dSLIM, MIDGE RCC	-	-	-0,35	-0,15	-1,94	-1,94	-0,12	-	-	-	-	-
MGN1703/dSLIM CRC	-	-	-1,47	-2,80	-0,23	-	-	-	-	-	-	-
MGN1706/dSLIM PC	-	-	-	-2,45	-2,45	-0,10	-	-	-	-	-	-
Leishmaniose (vet.)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Allg. F&amp;E- und Verwaltungskosten</b>	<b>-6,10</b>	<b>-4,80</b>	<b>-5,28</b>	<b>-5,40</b>	<b>-5,52</b>	<b>-5,86</b>	<b>-6,53</b>	<b>-7,37</b>	<b>-8,31</b>	<b>-9,38</b>	<b>-10,60</b>	<b>-11,98</b>
Gehälter	-3,33	-2,08	-2,19	-2,30	-2,41	-2,65	-2,99	-3,43	-3,95	-4,54	-5,22	-6,00
Abschreibungen	-0,54	-0,51	-0,52	-0,53	-0,54	-0,55	-0,58	-0,61	-0,64	-0,67	-0,70	-0,74
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,23	-2,21	-2,58	-2,57	-2,57	-2,65	-2,97	-3,33	-3,73	-4,17	-4,68	-5,24
<b>Operative Kosten</b>	<b>-7,66</b>	<b>-6,55</b>	<b>-7,17</b>	<b>-10,88</b>	<b>-10,23</b>	<b>-8,00</b>	<b>-11,11</b>	<b>-14,14</b>	<b>-18,53</b>	<b>-22,52</b>	<b>-24,46</b>	<b>-29,99</b>
<b>EBIT</b>	<b>-6,78</b>	<b>-6,30</b>	<b>-6,26</b>	<b>-10,21</b>	<b>7,68</b>	<b>8,78</b>	<b>13,96</b>	<b>31,21</b>	<b>49,80</b>	<b>65,32</b>	<b>68,21</b>	<b>90,35</b>
in % vom Umsatz	neg.	neg.	neg.	neg.	44,2%	52,9%	56,1%	69,1%	73,1%	74,6%	73,8%	75,3%
Finanzergebnis	0,30	0,21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,05
<b>EBT</b>	<b>-6,47</b>	<b>-6,09</b>	<b>-6,26</b>	<b>-10,21</b>	<b>7,68</b>	<b>8,78</b>	<b>13,96</b>	<b>31,21</b>	<b>49,80</b>	<b>65,32</b>	<b>68,21</b>	<b>90,30</b>
in % vom Umsatz	neg.	neg.	neg.	neg.	44,2%	52,9%	56,1%	69,1%	73,1%	74,6%	73,8%	75,2%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,77	-1,41	-2,79	-9,36	-14,94	-19,59	-20,46	-27,11
in % vom EBT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-10,0%	-16,0%	-20,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%	-30,0%
<b>Ergebnis vor Minderheitenanteilen</b>	<b>-6,47</b>	<b>-6,09</b>	<b>-6,26</b>	<b>-10,21</b>	<b>6,91</b>	<b>7,38</b>	<b>11,17</b>	<b>21,85</b>	<b>34,86</b>	<b>45,72</b>	<b>47,75</b>	<b>63,20</b>
in % vom Umsatz	neg.	neg.	neg.	neg.	39,8%	44,4%	44,9%	48,4%	51,2%	52,2%	51,7%	52,6%
Minderheitenanteile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Änderung des Rechnungslegungsstandards	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>-6,47</b>	<b>-6,09</b>	<b>-6,26</b>	<b>-10,21</b>	<b>6,91</b>	<b>7,38</b>	<b>11,17</b>	<b>21,85</b>	<b>34,86</b>	<b>45,72</b>	<b>47,75</b>	<b>63,20</b>
in % vom Umsatz	neg.	neg.	neg.	neg.	39,8%	44,4%	44,9%	48,4%	51,2%	52,2%	51,7%	52,6%
Durchschnittliche Aktienanzahl (Mio. Stück)	9,163	9,356	9,867	10,143	10,143	10,143	10,143	10,143	10,143	10,143	10,143	10,143
<b>EpS (in Euro)</b>	<b>-0,71</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,63</b>	<b>-1,01</b>	<b>0,68</b>	<b>0,73</b>	<b>1,10</b>	<b>2,15</b>	<b>3,44</b>	<b>4,51</b>	<b>4,71</b>	<b>6,23</b>

Quelle: Independent Research, MOLOGEN AG



1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

### Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

### Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

#### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten (Unternehmensquellen: Geschäfts- und Quartalsberichte, aktuelle Unternehmenspräsentationen sowie Managementgespräche).

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts**

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

### Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### Aktienanalysen:

**Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.**

**Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.**

Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 20.08.2009**

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals.
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt.
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals
- 4) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen **MOLOGEN AG**; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

**Stand: 20.08.2009**

**Independent Research GmbH  
Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)  
Internet: [www.irffm.de](http://www.irffm.de)