



Researchstudie (Note)



Weiterhin äußerst dynamisches Wachstum

-

Margenstarkes DS&MI Segment liegt über den Erwartungen

Kursziel: 3,34 € (2,96 £)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

Ergomed plc ^{*5a,5b,11}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 3,34 € (2,96 £)

Aktueller Kurs:

1,92 € / 20.09.2017 / ETR

165,5 GBX / 20.09.2017 / AIM

Währung: GBP

Stammdaten:

ISIN: GB00BN7ZCY67

WKN: A117XM

Börsenkürzel: 2EM

Primärlisting: London / AIM

Zweitlisting: Frankfurt / XETRA

Aktienanzahl³: 40,60

Marketcap³: 77,75

Enterprise Value³: 73,33

³ in Mio. / in Mio. £

Streubesitz: 34,3 %

Transparenzlevel: -

Marktsegment:

AIM/Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Oddo Seydler

Analysten:

Matthias Greiffenberger

greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

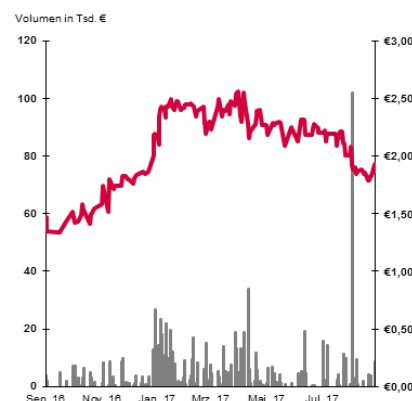
Fokus: Services: Entwicklungsdienstleistungen, Arzneimittelüberwachung; Produkte: Produktentwicklung

Mitarbeiter: >500

Gründung: 1997

Firmensitz: Guildford/England

Vorstand: Dr. Dan Weng (CEO), Miroslav Reljanovic (Executive Vice Chairman), Stephen Stamp (CFO), Andrew Mackie (CBO)



Die Ergomed plc mit Sitz in Großbritannien wurde 1997 gegründet und bietet für die pharmazeutische Industrie Dienstleistungen im Bereich der Entwicklung von pharmazeutischen Wirkstoffen an. Die Gesellschaft arbeitet für über 100 Kunden, darunter sowohl Top10-Pharma- als auch kleine und mittelgroße Biotechnologieunternehmen. Ergomed führt dabei klinische Entwicklungsprogramme von der Phase I bis hin zu späten Entwicklungsphasen durch und weist dabei eine besondere Erfahrung in den Bereichen Onkologie, Neurologie und Immunologie sowie in der Entwicklung von Medikamenten für seltene Erkrankungen (Orphan Diseases) auf. Daneben ist Ergomed über ihre Tochtergesellschaft PrimeVigilance im Bereich der Arzneimittelüberwachung (Pharmakovigilanz) sowie der medizinischen Dokumentation und Information aktiv. Zusätzlich zu ihrem Dienstleistungsangebot baut Ergomed ein Portfolio an Co-Entwicklungs-Partnerschaften mit Pharma- und Biotech-Unternehmen auf, mit denen es sich die Risiken und Chancen in der Wirkstoffentwicklung teilt. Ergomed bringt seine umfassende Expertise und seine Dienstleistungen in die Entwicklung ein und erhält im Gegenzug eine Gewinnbeteiligung an den Wirkstoffkandidaten oder Unternehmensanteile.

GuV in Mio. £ \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Nettoerlöse	30,18	39,23	48,75	55,44
EBITDA	2,79	1,63	2,58	3,95
EBIT	2,07	0,60	1,71	2,95
Jahresergebnis	1,55	0,48	1,14	2,19

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,05	0,03	0,03	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,44	1,87	1,50	1,32
EV/EBITDA	26,49	45,13	28,39	18,58
EV/EBIT	35,65	122,63	42,81	24,88
KGv	50,16	162,31	67,96	35,47
KBV		2,25		

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

16.08.2017: RG / 3,39 / KAUFEN

27.07.2017: RG / 3,39 / KAUFEN

02.06.2017: RG / 3,39 / KAUFEN

02.05.2017: RG / 3,35 / KAUFEN

04.04.2017: RG / 3,43 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

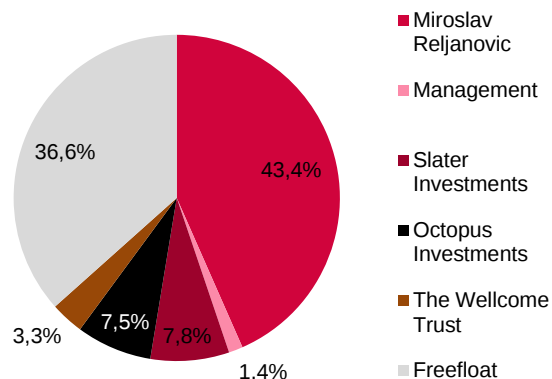
- Das 1. Halbjahr 2017 verlief äußerst erfolgreich für die Ergomed PLC (Ergomed) und so konnten die Umsatzerlöse um 30,5% auf 22,91 Mio. £ (VJ: 17,55 Mio. £) gesteigert werden. Darüber hinaus weist das Unternehmen seit dem Halbjahresbericht die Netto-Umsatzerlöse aus und passt sich somit dem branchenüblichen Standard an. Bei den Netto-Umsatzerlösen werden die erstattungsfähigen Kosten von den Brutto-Umsatzerlösen abgezogen um umsatzsteigernde Effekte zu reduzieren, die keinen Einfluss auf die operative Performance des Geschäfts haben. Hierbei beziehen sich die erstattungsfähigen Kosten primär auf Ärzte, welche die klinischen Studien überwachen und auf administrative Kosten, welche direkt an den Kunden weitergegeben werden. Ergomed konnte bezogen auf den Netto-Umsatz noch dynamischer wachsen und steigerte diesen um 53,2% auf 19,48 Mio. £. (VJ: 12,72 Mio. £). Zum Umsatzwachstum hat auch die Übernahme der PharmInvent beigetragen, welche einen anorganischen Umsatzbeitrag von 2,20 Mio. £ lieferte. Dennoch konnte Ergomed auch rein organisch äußerst dynamisch wachsen und steigerte den Netto-Umsatz organisch um 35,9% auf 17,28 Mio. £ (VJ: 12,72 Mio. £).
- Segmentseitig konnte der Bereich CRS auf Netto-Umsatzebene um 20,8% auf 8,75 Mio. £ (VJ: 7,24 Mio. £) anwachsen. Im Gegensatz hierzu steigerte sich der Netto-Segmentumsatz des Bereichs DS&MI um 95,9% auf 10,73 Mio. £ (VJ: 5,48 Mio. £). Hierin enthalten sind 2,20 Mio. £ anorganisches Wachstum aus der PharmInvent-Akquisition. Dennoch konnte Ergomed auch rein organisch äußerst dynamisch mit 55,7% in diesem Segment wachsen und steigerte den organischen Netto-Umsatz auf 8,53 Mio. £ (VJ: 5,48 Mio. £).
- Das EBITDA steigerte sich im 1. Halbjahr 2017 um 20,9% auf 1,49 Mio. £ (VJ: 1,23 Mio. £) und im Zuge dessen wurde ein leichter Margenrückgang von 7,0% (1. HJ 2016) auf 6,0% (1. HJ 2017) verbucht. Gleichsam auch das bereinigte EBITDA, welches sich um 1,7% auf 1,82 Mio. £ (VJ: 1,79 Mio. £) erhöhte und somit eine Marge von 7,9% (VJ: 10,2%) aufwies. Hintergrund des Margenrückgangs waren vornehmlich die angefallenen Forschungs- & Entwicklungsaufwendungen, die im Rahmen der Haemostatix-Akquisition erforderlich wurden. Gegenwärtig arbeitet die Haemostatix noch auf die Marktreife bzw. vorzeitige Auslizenzierung der eigenen Produkte hin und benötigt dementsprechende F&E-Aufwendungen. Jedoch konnte PeproStat, ein Haemostatix Produkt, bereits 6 Monate vor dem Zeitplan die Patientenrekrutierung abschließen und folglich werden bereits im Oktober 2017 erste Ergebnisse erwartet.
- Im Rahmen der Halbjahres-Zahlen haben wir die Brutto-Umsatzprognose der Segmentanteile leicht angepasst. So erwarten wir einen leicht höheren Anteil des Segments DS&MI bei einem leicht reduzierten Anteil von CRS. Insgesamt erwarten wir in Summe die gleichen Umsatzerlöse, jedoch erhöhte sich das Ergebnis leicht, da das Segment DS&MI eine deutlich höhere Marge aufweist.
- **Auf Basis unserer Sum-of-Parts Analyse haben wir einen fairen Wert von 2,96 £ (3,34 €) je Aktie bestimmt und erwarten, dass sich das gesamte Service Segment weiterhin dynamisch entwickelt. Sollte darüber hinaus ein Produkt aus der Co- und Development Pipeline erfolgreich in den Markt eingeführt bzw. auslizenziert werden, so würden Ergomed signifikante Erträge zufließen und den Wert der Aktie deutlich steigern. Vor dem Hintergrund des aktuellen Aktienkurses vergeben wir wiederholt das Rating Kaufen.**

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseignerin %	30.06.2017
Miroslav Reljanovic	43,4%
Management	1,4%
Slater Investments	7,8%
Octopus Investments	7,5%
The Wellcome Trust	3,3%
Freefloat	36,6%

Quelle: Ergomed, GBC



Durchgeführte Kapitalmaßnahmen

Datum	Aktien neu	Bezugspreis	Betrag Kapitalerhöhung	Aktien gesamt	Grund für Kapitalerhöhung
31.12.2013				20.000.000	
Juli 2014	6.875.000	1,60 £	11.000.000 £	26.875.000	IPO
Juli 2014	1.875.000	1,60 £	3.000.000 £	28.750.000	Übernahme PrimeVigilance
Mai 2016	4.415.051	1,40 £	6.181.071 £	33.165.051	Übernahme Haemostatix
Mai 2016	6.560.850	1,40 £	9.185.190 £	39.725.901	Wachstumsfinanzierung
Juni 2016	138.329	1,37 £	189.511 £	39.864.230	Übernahme O+P/GASD
November 2016	640.576	1,2878 £	824.933 £	40.504.806	Übernahme PharmInvent
Mai 2017	94.618	1,4794 £	139.978 £	40.599.424	Earn-Out an PharmInvent

Quelle: Ergomed, GBC

Auszug von Referenzkunden

Produkte



Services



Quelle: Ergomed

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2017

in Mio. £	HJ 2015	HJ 2016	HJ 2017
Umsatzerlöse	14,48	17,55	22,91
EBITDA	1,38	1,23	1,49
EBITDA-Marge	9,6%	7,0%	6,5%
EBIT	1,06	0,82	0,72
EBIT-Marge	7,3%	4,7%	3,2%
Jahresüberschuss	0,79	0,64	0,47
EPS in £	0,03	0,02	0,01

Quelle: Ergomed, GBC

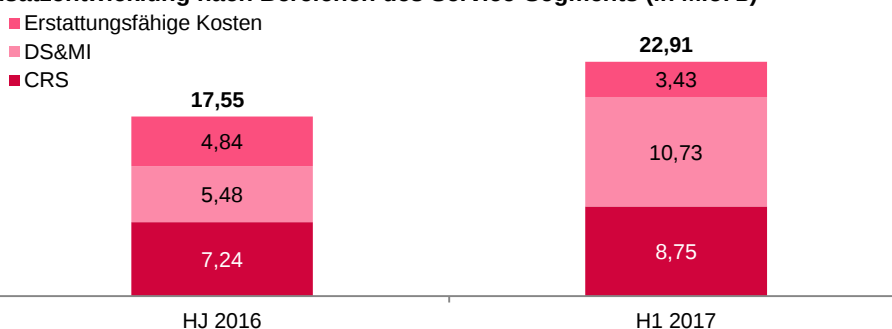
Hinweis: Alle Angaben zu Zahlen des Unternehmens sind in Pfund Sterling (£)

Umsatzentwicklung

Zum 1. Halbjahr 2017 konnte die Ergomed PLC (Ergomed) ihre Umsatzerlöse um 30,5% auf 22,91 Mio. £ steigern (VJ: 17,55 Mio. £) und somit abermals äußerst dynamisch wachsen. Zudem weist Ergomed zum 1. Halbjahr 2017 die Nettoumsätze aus und orientiert sich somit am branchenüblichen Standard. Folglich werden erstattungsfähige Kosten separat von den Umsatzkosten ausgewiesen und können vom Umsatz abgezogen werden um den Netto-Umsatz zu ermitteln. Ergomed konnte bezogen auf den Netto-Umsatz noch dynamischer wachsen und steigerte diesen um 53,2% auf 19,48 Mio. £. (VJ: 12,72 Mio. £). Zum Umsatzwachstum hat auch die Übernahme der PharmInvent beigetragen, welche einen anorganischen Umsatzbeitrag von 2,20 Mio. £ lieferte. Dennoch konnte Ergomed auch rein organisch äußerst dynamisch wachsen und steigerte den Umsatz organisch um 35,9% auf 17,28 Mio. £ (VJ: 12,72 Mio. £).

Die erstattungsfähigen Kosten werden insbesondere abgegrenzt, da das Unternehmen der Hauptschuldner ist und diese an die Kunden weiterreichen kann. Die erstattungsfähigen Kosten beziehen sich im Wesentlichen auf Zahlungen an Ärzte, welche die klinischen Studien überwachen und administrative Aufgaben bei der Patientenrekrutierung. Dies führt dazu, dass die erstattungsfähigen Kosten nahezu vollständig dem Segment CRS zugerechnet werden können.

Umsatzentwicklung nach Bereichen des Service-Segments (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Segmentseitig bedeutet dies, dass im Segment CRS der Netto-Umsatz um 20,8% auf 8,75 Mio. £ gesteigert werden konnte (VJ: 7,24 Mio. £). Die erstattungsfähigen Kosten, welche zum Großteil dem Bereich CRS zugerechnet werden, reduzierten sich im 1. Halbjahr 2017 um 29,1% auf 3,43 Mio. £. Hintergrund dieser Entwicklung sind die späteren klinischen Phasen der bearbeiteten CRS Aufträge, da erstattungsfähige Kosten (zumeist administrative Kosten) vornehmlich zu Beginn der klinischen Phasen anfallen. Weiterhin verzögerten sich zwei Studien, was auf durch die Auftragsgeber zurückzuführen ist und voraussichtlich zu einem späteren Zeitpunkt zu Umsatzerlösen führen wird.

Neben dem dynamischen Wachstum des CRS-Segments konnte auch das Segment DS&MI äußerst dynamisch wachsen und steigerte den Netto-Umsatz um 95,9% auf 10,73 Mio. £ (VJ: 5,48 Mio. £). Darin enthalten sind 2,20 Mio. £ anorganischer Umsatz aus der PharmInvent-Übernahme. Exklusive der PharmInvent weist das Segment DS&MI dennoch ein sehr starkes Wachstum von 55,7% bei einem Umsatz von 8,53 Mio. £ auf (VJ: 5,48 Mio. £). Maßgeblicher Wachstumstreiber war hier die äußerst erfolgreiche Neukundengewinnung, welche auch für das Pharmakovigilanz-Produkt der Ergomed spricht.

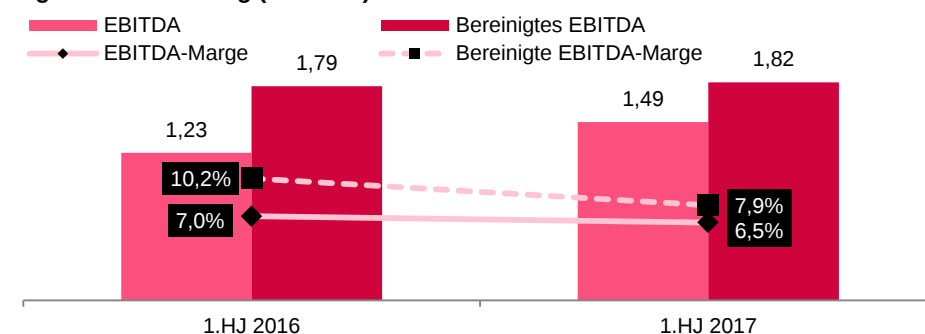
Insgesamt konnte Ergomed im 1. Halbjahr 2017 über beide Segmente hinweg sehr erfolgreich wachsen und zeigt mit dem gesteigerten Auftragseingang in Höhe von 70 Mio. £ (VJ: 60 Mio. £) weiteres Potenzial für die Zukunft auf.

Ergebnisentwicklung

Die Brutto-Marge der Gesellschaft reduzierte sich leicht von 41,5% (1. HJ 2016) auf 38,6% (1. HJ 2017) bezogen auf den Netto-Umsatz. Gleichsam steigerte sich der Bruttogewinn um 42,4% auf 7,51 Mio. £ (VJ: 5,28 Mio. £). Der leichte Margen-Rückgang wurde zum einen durch die PharmInvent-Akquisition verursacht, welche noch eine geringere Brutto-Marge erzielt als Ergomed und zum anderen die Zusammensetzung der CRO-Aufträge, welche insgesamt eine geringere Brutto-Marge aufgewiesen haben.

Auf EBITDA-Basis reduzierte sich die Marge von 7,0% auf 6,5%, bzw. das EBITDA konnte um 20,9% auf 1,49 Mio. £ (VJ: 1,23 Mio. £) gesteigert werden. Auch die bereinigte EBITDA-Marge reduzierte sich von 10,2% auf 7,9% bei einer EBITDA-Steigerung von 1,7% auf 1,82 Mio. £ (VJ: 1,79 Mio. £). Hintergrund des Margenrückgangs sind die Forschungs- & Entwicklungskosten, welche durch die Haemostatix-Akquisition von 0,1 Mio. £ (1. HJ 2016) auf 1,07 Mio. £ (1. HJ 2017) anstiegen. Somit konnte das Unternehmen eine signifikante EBITDA-Steigerung trotz der F&E-Aufwendungen von 1,07 Mio. £ erzielen. Dennoch stehen den F&E-Aufwendungen deutliche Chancen gegenüber, sofern die Produkte der Haemostatix Marktreife erreichen bzw. frühzeitig auslizenzieren werden. Das Produkt PeproStat von Haemostatix konnte bereits im Juli die Patientenrekrutierung für die Phase IIb abschließen und liegt somit 6 Monate vor dem Zeitplan. Folglich werden bereits im Oktober 2017 die ersten Ergebnisse erwartet.

Ergebnisentwicklung (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Fazit

Die Ergomed PLC konnte abermals ein äußerst dynamisches 1. Halbjahr vorweisen und liefert mit dem nochmals gesteigerten Auftragsbestand eine gute Basis für ein weiteres Wachstum. Ergebnisseitig war das EBITDA von den F&E-Aufwendungen belastet, jedoch scheinen die Produkte der Haemostatix äußerst vielversprechend und würden bei Marktreife einen signifikanten Ergebnisbeitrag liefern.

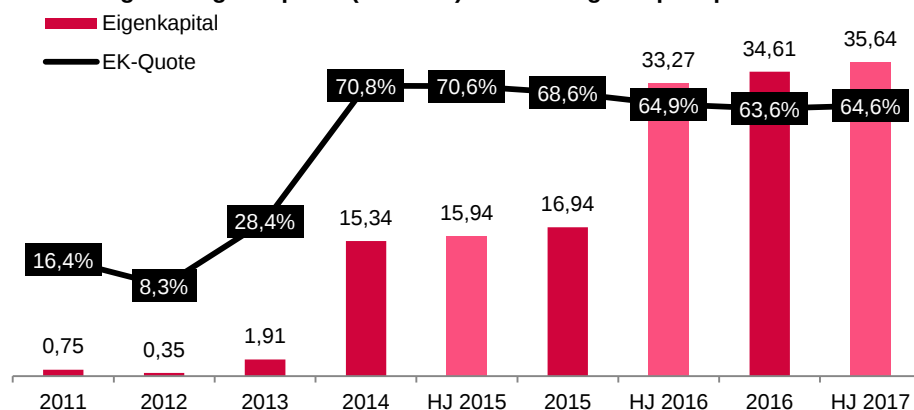
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. £	HJ 2016	GJ 2016	HJ 2017
Eigenkapital	33,27	34,61	35,64
EK-Quote (in %)	64,9%	63,6%	64,6%
Liquide Mittel	9,88	4,42	2,45
Operatives Anlagevermögen	28,35	32,84	32,85
Working Capital	3,95	6,82	9,19
Net Debt	-9,87	-4,42	-2,43

Quelle: Ergomed, GBC

Bilanziell ist die Ergomed PLC weiterhin äußerst solide aufgestellt und weist weiterhin eine sehr hohe Eigenkapitalquote von 64,6% auf. Insgesamt steigerte sich das Eigenkapital von 34,61 Mio. £ (31.12.2016) um 3,0% auf 35,64 Mio. £. Maßgeblich für die Steigerung des Eigenkapitals ist der sukzessive anwachsende Bilanzgewinn, welcher zum 30.06.2017 5,41 Mio. £ ausmacht (31.12.2016: 4,79 Mio. £).

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. £) und der Eigenkapitalquote



Quelle: Ergomed, GBC

Auf operativer Cashflow Ebene wurde ein Abfluss in Höhe von -1,31 Mio. £ verbucht (VJ: -0,93 Mio. £). Ein entscheidender Faktor des negativen operativen Cashflows trotz positiver Jahresüberschüsse ist der signifikante Aufbau von Working Capital in Höhe von 9,19 Mio. £ (30.06.2016: 3,95 Mio. £). Dies spiegelt sich insbesondere in den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen wider, welche sich von 12,32 Mio. £ (30.06.2016) auf 16,76 Mio. £ (30.06.2017) erhöhten. Der deutliche Forderungsanstieg ist positiv zu bewerten, da hier langfristig Cashflows gegenüber stehen sollten. Insgesamt zeigt zudem der positive operative Cashflow vor Veränderungen des Working Capitals in Höhe von 1,37 Mio. £ (30.06.2016: 2,06 Mio. £) die gute Geschäftsentwicklung des Unternehmens.

Gleichsam wurde bereits im Halbjahresbericht angekündigt, dass CEL-SCI im August 2017 Forderungen mit 480.000 Aktien beglichen hat und das Working Capital sollte sich dementsprechend reduzieren. Sofern diese 480.000 Aktien von CEL-SCI verkauft werden, sollte dies auch cashwirksam für Ergomed werden (Aktienkurs von CEL-SCI auf Frankfurt 19.09.2017: 1,34 EUR).

Das äußerst dynamische Wachstum des Unternehmens spiegelt sich auch in dem Forderungsanstieg wieder, welcher zu mittelfristigen Zuflüssen führen sollte. Somit ist Ergomed als stark wachsendes Unternehmen sehr gut aufgestellt, insbesondere vor dem Hintergrund des hohen Eigenkapitals und den de facto nicht vorhandenen Finanzverbindlichkeiten.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
• Stabile Cashflow-Basis aus Service-Geschäft, mit hohen wiederkehrenden Erlösen • Einzigartiges <i>Site Management Model</i> macht klinische Studien effizienter, kostengünstiger und schneller • Ergomed ist international aufgestellt, was die Patientenrekrutierung für große globale Studien und auch in Spezialfällen, wie z.B. bei seltenen Krankheiten, beschleunigt • Unternehmen arbeitet trotz eigenem Entwicklungsportfolio profitabel • Gute Sichtbarkeit aufgrund eines hohen Auftragsbestands	• Im Co-Entwicklungsbereich werden Entwicklungsaufwendungen getätigt, denen über einen langen Zeitraum hinweg keine Erträge gegenüberstehen • Übernahme von Haemostatix führt zu Aktivierung hoher Goodwill-Beträge in der Bilanz • Aktienoptionsprogramm sorgt für Verwässerungseffekte bei der Aktie
Chancen	Risiken
• Tiefes Know-how in der Medikamentenentwicklung eröffnet Chancen sich an aussichtsreichen Produkten zu beteiligen • Der Trend zum Outsourcing der Medikamentenentwicklung sollte sich auf Grund der zunehmenden Komplexität des Prozesses fortsetzen • Ausdrücklich Bestandteil der Unternehmensstrategie in den kommenden Jahren auch anorganisch zu wachsen • Die Gewinnung von Lizenzpartnerschaften im Bereich der Medikamentenentwicklung könnte die Werthaltigkeit des Entwicklungsportfolios deutlich erhöhen • Bei erfolgreicher Markteinführung von PeproStat (Haemostatix) könnte das Unternehmen durch den Patentschutz über 15 Jahre hinweg als alleiniger Anbieter von den Erträgen profitieren	• CRO-Markt ist stark von wenigen großen Wettbewerbern dominiert, welche einen aktiven Konsolidierungsprozess verfolgen. Dadurch könnten Marktanteile verloren gehen • Eines oder mehrere Produkte im Co-Entwicklungsbereich könnten die Vermarktungsphase nicht erreichen, so dass keine Rückflüsse erfolgen • Im Zuge der aktiven Übernahmestrategie könnten sich Komplikationen aus der Integration der Unternehmen ergeben und die Ergebnisse belasten • Der Heimatmarkt der Ergomed-Aktie ist London. Damit unterliegen Investoren aus dem Euro-Raum den damit verbundenen Wechselkursrisiken.

Prognosen und Modellannahmen

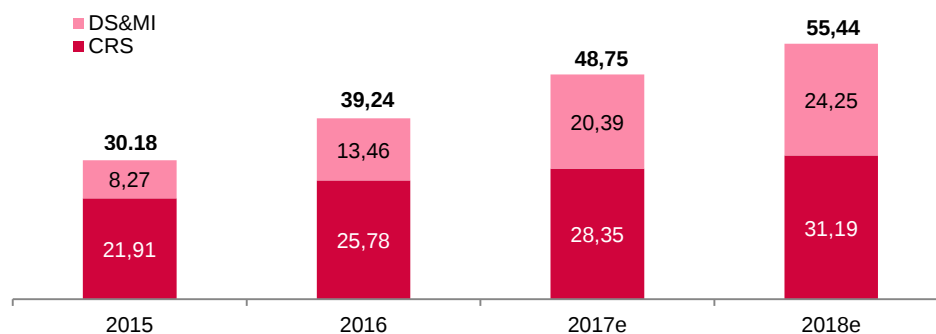
GuV (in Mio. £)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	39,23	48,75	55,44
EBITDA	1,63	2,58	3,95
EBITDA-Marge	4,1%	5,3%	7,1%
EBIT	0,60	1,71	2,95
EBIT-Marge	1,5%	3,5%	5,3%
Jahresüberschuss	0,48	1,14	2,19
EPS in £	0,01	0,03	0,05

Quelle: Ergomed, GBC; *Prognosen auf Basis verwässerter Aktienanzahl

Umsatzprognosen

Über die abgelaufenen vier Halbjahre konnte die Ergomed durchschnittlich um 42,9% wachsen und wir gehen davon aus, dass auch zukünftig ein äußerst dynamisches Wachstum möglich ist. Neben dem äußerst erfolgreichen 1. Halbjahr 2017 spiegelt auch das Unternehmensziel von Ergomed eine nachhaltige und starke Wachstumsphase wider. So plant das Unternehmen weltweit führend im Bereich der Pharmakovigilanz zu werden und der führende CRO Anbieter im Bereich Orphan Drugs (seltene Krankheiten) mit einem starken CRO Netzwerk zu werden. Um dieses Ziel zu erreichen plant das Unternehmen neben einem dynamischen organischen Wachstum auch durch strategische Übernahme weitere Umsätze und Ergebnisse zu akquirieren. Unsere gegenwärtigen Prognosen beinhalten nicht die Buy-and-build Strategie des Unternehmens, sondern gehen von einem organischen Wachstum aus. Demensprechend sind unsere Prognosen als konservativ auszulegen, sofern weitere Akquisitionen getätigt werden. Das geplante Wachstum findet sich auch in dem stetig steigenden Auftragsbestand wieder, welcher im 1. Halbjahr 2017 um 16,7% auf 70 Mio. £ (VJ: 60 Mio. £) anstieg.

Brutto-Umsatzprognose (in Mio. £)



Quelle: GBC

Segmentseitig gehen wir davon aus, dass das Segment CRS einen leichten Brutto-Umsatzrückgang verbuchen könnte, dennoch sollte auf Netto-Umsatzebene eine leichte Verbesserung gegenüber dem Vorjahr erzielt werden können. Hintergrund dieser Entwicklung ist, dass durch die späteren Studienzeitpunkte ein geringerer Anteil an erstattungsfähigen Kosten anfällt, welche an den Kunden weitergereicht werden können. Demensprechend wirkt sich diese Verschiebung nicht auf die Kostenstruktur der Ergomed aus. Folglich haben wir unsere Prognosen leicht angepasst und erwarten im Segment CRS für das GJ 2017 einen Brutto-Umsatz von 28,35 Mio. £ (zuvor: 28,87 Mio. £) bzw. 31,19 Mio. £ für das GJ 2018 (zuvor: 31,76 Mio. £). Dieser Umsatzrückgang wird jedoch von dem stark wachsenden DS&MI Segment kompensiert und wir erwarten hier einen Brutto-Umsatz in Höhe von 20,39 Mio. £ (zuvor 19,88 Mio. £) bzw. 24,25 Mio. £ für das GJ 2018 (zuvor 23,69 Mio. £).

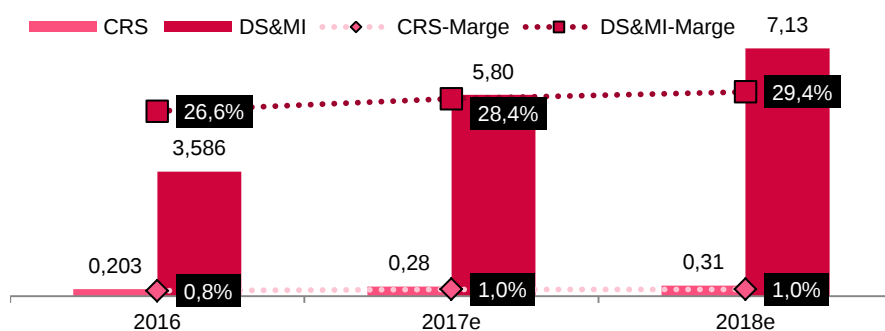
Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Ergomed PLC sich sehr gut im gegenwärtigen Wachstumsmarkt positioniert hat und weiteres dynamisches Wachstum möglich ist. Für das GJ 2017 erwarten wir einen Gesamtumsatz in Höhe von 48,75 Mio. £ und 55,44 Mio. £ für das GJ 2018.

Ergebnisprognosen

Mit der Verschiebung der Segmentumsatzerlöse hin zum margenstärkeren DS&MI Segment, gehen wir von einem leicht höheren EBITDA aus. Bei gleichbleibenden Margenerwartungen rechnen wir nun damit, dass im Segment CRS ein EBITDA in Höhe von 0,28 Mio. £ (GJ 2017) bzw. 0,31 Mio. £ (GJ 2018) erzielt werden kann. Hintergrund für die vergleichsweise geringen Margen (1,0% erwartet für GJ 2017 und GJ 2018) im Segment CRS ist zum einen die Übernahme der Entwicklungskosten für das Co- und Development-Portfolio und zum anderen, dass diesem Segment größtenteils die operativen Kosten zugerechnet werden.

Darüber hinaus sollte das margenstarke DS&MI Segment, welches sich durch einen hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen auszeichnet und zudem äußerst skalierbar ist, auch höhere EBITDAs erzielen lassen. Die hohe Skalierbarkeit spiegelt sich auch in der sukzessive steigenden Margen des Segments wider. Mit der leichten Umsatzverschiebung in den Segmenten erwarten wir im Segment DS&MI für das GJ 2017 ein EBITDA in Höhe von 5,8 Mio. £ und 7,13 Mio. £ im GJ 2018.

EBITDA-Prognose des Servicegeschäfts (in Mio. £) und geplante Margenentwicklung (in %)



Quelle: GBC

Weiterhin ist das Gesamtergebnis der Gruppe noch belastet von F&E-Aufwendungen durch die Haemostatix-Akquisition. Im GJ 2017 wurden hierfür 1,04 Mio. £ verbucht und wir gehen davon aus, dass weitere 2,50 Mio. £ im GJ 2017 und 2,00 Mio. £ im GJ 2018 anfallen werden. Jedoch sollten bei einer Markteinführung oder einer frühzeitigen Auslizenzierung der Haemostatix-Produkte der Gesellschaft signifikante Umsätze und Ergebnisse zufließen, die deutlich über den entstandenen F&E-Aufwendungen liegen.

Insgesamt erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 2,58 Mio. £ (bereinigt: 3,91 Mio. £) für das Jahr 2017 und 3,95 Mio. £ (bereinigt 5,65 Mio. £) für das Jahr 2018. Somit haben wir unsere Prognose leicht nach oben angepasst, was sich auch in einem leicht höheren fairen Wert des Service-Bereichs der Ergomed widerspiegelt.

In unseren Prognosen spiegeln sich noch nicht die potenziellen Umsätze und Erlöse aus dem Co- und Development Portfolio wider, jedoch sind die anfallenden Kosten aus diesem Bereich bereits in das operative Geschäft der Ergomed eingeflossen. Dementsprechend haben wir das Co- und Development Portfolio separat in unserer Sum-of-Parts Analyse bewertet.

GESAMTBETRACHTUNG DER BEWERTUNG (SUM-OF-THE-PARTS)

Aus den Teilbewertungen 1 und 2 ergibt sich eine Gesamtbewertung von 119,98 Mio. £. Auf Basis einer verwässerten Anzahl an Aktien in Höhe von 40,60 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 2,96 £. Umgerechnet in Euro ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 3,34 €.

Wert des Service-Geschäfts (DCF-Modell) – Teilbewertung 1	59,62 Mio. £
Wert des Produktgeschäfts (Diskontierte Erwartungswerte) – Teilbewertung 2	60,61 Mio. £
Gesamtbewertung (Teilwert 1 + Teilwert 2)	120,23Mio. £
Verwässerte Anzahl an Aktien	40,599 Mio. Stück
Fairer Wert je Aktie in £	2,96 £
Fairer Wert je Aktie in€ (Wechselkurs zum 20.07.2017 GBP/EUR: 1,1268)	3,34€

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im GB vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Straße 24, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellv. Chefanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de