

Datum 29.03.2018
Empfehlung:
Kaufen/buy (Kaufen/buy)
PT: € 5,02 (alt: €4,04)

Heidelberg Pharma AG

Branche: Pharma
Segment: Prime Standard
ISIN: DE000 A11QVV0
Reuters: WL6G.DE

Kurs (28.03.2018): € 3,16
Marktkapitalisierung € 85,49
EV € 59,58
Ø-Volumen in T€ (100 Tage) 134,67
52W Hoch € 3,98
52W Tief € 2,32

Finanzkalender

Zw-Mitteilung I.Q./18 12.04.2018
ordentl. HV 26.06.2018

Aktionärsstruktur

Streubeitz 21,0%
dievini /Hopp 75,0%
UCB Pharma 4,0%

Kursentwicklung



Thomas J. Schießle

ts@equits.de

+49 (0)69 95 45 43 60



EQUITS GmbH
Am Schieferstein 3
D-60435 Frankfurt

Heidelberg Pharma AG

ATAC's zeigen Potential – Zielkurs steigt

Der **Hauptwerttreiber** der Heidelberg Pharma AG ist die einzigartige ATAC-Plattform, also Antikörper-Wirkstoff-Konjugate (ADC's) zur **Krebsbehandlung**. Bis 2020 hinein ist deren Entwicklung finanziert.

Die vielversprechenden präklinischen Daten lassen auf erfolgreiche Phase I/II Tests für HDP-101 (Start Q1/19e) hoffen, die spätestens bei Abschluß erfolgreicher Tests (2021e) die Bewertung **vervielfachen** dürfte.

Die jüngsten Entwicklungsschritte zeigen: Es entwickelt sich der **einzigste ADC-pure play** - mit upside-Potential der klinischen „Heritage-Assets“ - an der heimischen Börse. Das **Unternehmensrisiko sinkt** u.E. - der **Zielkurs steigt**.

Inzwischen validieren zwei Multi-Target-Research-Vereinbarung (**Takeda**: „Bio-\$“ 339+ Mio. Potential (bis zu 3 Zielmolekülen) + **Magenta**: „Bio-\$“ 334+ Mio. Potential (bis zu 4 Zielmolekülen). Die Partner sind für die weiteren Entwicklungsschritte und für die mögliche Vermarktung aller lizenzierten Produktkandidaten verantwortlich; tragen also alle Kosten. Es ist davon auszugehen, dass weitere Kooperationsvereinbarungen folgen werden.

Pipeline-Wert (rNPV - WACC: 10,45 % (alt:12,97 %): € 7,20/Aktie

Zielkurs (Risikoabschlag 30%): € 5,02/Aktie

2017 entwickelte sich **plankonform**; **2018** sollen die **Entwicklungsaufwendungen (und Newsflow) kräftig steigen**.

- ✓ **Mehr Visibilität:** Aktuell werden die klinischen Tests für **HDP-101** (Phase I/IIa) vorbereitet und sollen Q1/19 starten. Die behördliche Test-Abstimmung und die Vorbereitungen für die klinische Studie sind auf dem Weg; die GMP-Produktion für das Studienmaterial läuft an.
- ✓ Erste Tests (**publiziert auf ASH Kongress Dez.17**) in MM- Patientenmaterial bestätigten ältere Untersuchungen und zeigen einzigartigen Wirkmechanismus, der **vom Wettbewerb unterscheidet**.
- ✓ **Skalierung:** Erweist sich die proprietäre ATAC-Plattformtechnologie in den Kliniktests als sicher und wirksam, stünde der grundsätzlichen **Skalierung des Geschäftsmodells mittelfristig** nichts im Wege.
- ✓ Vergleichstest mit MMKS (GSK's Auristatine ADC) gibt starke Hinweise auf Überlegenheit von HDP-101 in MM Patienten.
- ✓ **Einnahmen:** Kurzfristig aus dem Servicegeschäft; langfristig aus ATAC-Lizenzen. Ferner werden die diagnostischen und therapeutischen Produktkandidaten (MESUPRON® und REDECTANE® wurden verpartnert) aus der „Heritage Pipeline“ verwertet und könnten 2018 Einnahmen generieren.
- ✓ **Neuerlichen Finanzierungsbedarf:** sehen wir **erst wieder 2020e**. Cash per 30.11.17: € 30,4 Mio. Die Phase I/II (HDP-101) ist u.E. **bis Phi-Topline-Daten finanziert**. Der Biotech-Investor **Dietmar Hopp (divini)** ist langjähriger Ankerinvestor und im Aufsichtsrat vertreten.

Ausblick: Die weitere externe Validierung der ATAC-Technologie und der Aufbau der proprietären ADC-Pipeline sind zentral und schreiten voran.

Kennzahlenübersicht - Heidelberg Pharma AG

	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS	EV/Umsatz	KGV
30.11.2016	2,7	-6,1	-6,4	-0,53	28,9	-4,7
30.11.2017	2,5	-10,8	-10,8	-0,76	11,3	-7,8
30.11.2018e	3,9	-16,7	-16,7	-0,60	23,9	-5,3
30.11.2019e	7,3	-15,6	-15,6	-0,20	119,0	-15,5
30.11.2020e	9,4	-17,5	-17,5	-0,27	110,5	-11,7

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUITS (Prognose, Kennzahlen)

Auf dem Weg zur deutschen ADC-Company

Der ADC-Markt gewinnt an Dynamik und wurde 2016 weltweit auf ungefähr US\$ 1,3 Mrd. geschätzt. Seit geraumer Zeit werden die Entwicklungsarbeiten auf diesem Feld intensiver, was auch zu einer intensiveren M+A-Aktivität führt.

Ein ganz wesentlicher Bestandteil der **Unternehmensstrategie bei Heidelberg Pharma (HDP)** befasst sich mit **einer besonders aussichtsreichen, weil vom Wettbewerb klar differenzierenden, Generation von ADC`s**: der patentgeschützten, eigenen ATAC-Technologie (**Antibody Targeted Amanitin Conjugate_– ATAC).**

Unterdessen werden ADC`s zunehmend Bestandteil der Krebstherapie. Zu den beiden zugelassenen „mit Zellgift bewaffneten Antikörpern“ Brentuximab Vedotin (Adcetris®) und Trastuzumab Emtansin (Kadcyla®) kamen 2017 zwei weitere Antikörper-Wirkstoff-Konjugate auf den Markt. Sowohl die FDA als auch die EMA haben Mylotarg® (Gemtuzumab Ozogamicin) und Besponsa® (Inotuzumab Ozogamicin), beide von Pfizer, zugelassen.

Beliebte Antigene für eine Reihe von ADCs sind BCMA, CD19, CD20, CD22, CD37, EGFR, HER2, Mesothelin. Die beiden häufigsten Indikationen sind Lymphome und Brustkrebs, aber auch andere solide Tumore. Insbesondere das B-Zell-Reifungsantigen (BCMA), ein Zelloberflächenprotein, das allgemein auf malignen Plasmazellen exprimiert wird, hat sich als sehr selektives Antigen herausgestellt und ist somit ein attraktives Ziel neuartiger Behandlungen für das Multiple Myelom (MM), dem zweithäufigsten Blutkrebs, das Chronische Lymphatische Lymphom (CLL) und das Diffuse Großzellige B-Zell-Lymphom (DLBCL).

Zentraler Werttreiber bei Heidelberg Pharma ist der Aufbau eines eigenen ATAC-Portfolios und die klinische Validierung eines eigenen Entwicklungskandidaten, des **Lead-Kandidaten „HDP-101“**, ein ATAC basierend auf einem BCMA-Antikörper, soll zunächst für die Indikation Multiples Myelom (MM) entwickelt werden. Dies ist eine Krebserkrankung bestimmter Blutzellen im Knochenmark und gilt trotz einiger therapeutischer Optionen als unheilbar. Die Krebszellen werden vergleichsweise schnell resistent, und es besteht ein hoher medizinischer Bedarf an neuen Therapieansätzen. Zum **Jahresende 2018 soll die klinische Testzulassung eingereicht werden**. In den nächsten Monaten sind weitere Gespräche mit Zulassungsbehörden, die Ausarbeitung des klinischen Studienprotokolls sowie Untersuchungen zur Verträglichkeit mit dem Ziel, die klinische Entwicklung zum Jahreswechsel 2018/19 zu starten.

Zur **Finanzierung** der eigenen Entwicklungsaktivitäten konnten 2017 erfolgreich zwei Kapitalmaßnahmen durchgeführt werden, sodass das die offizielle Finanzierungsreichweite auf Basis der aktuellen Budgetplanung **bis 2020 gesichert** ist. Im Rahmen der ersten Kapitalmaßnahme im Mai 2017 wurde ein Bruttoemissionserlös von € 5 Mio. erzielt; die zweite, wesentlich komplexere Kapitalmaßnahme im November 2017 umfasste insgesamt ein Transaktionsvolumen von € 34,4 Mio. Sie bestand aus einer gemischten Sach- und Barkapitalerhöhung inklusive Wandelschuldverschreibungen.

2017 war erfolgreich - traf Erwartungen

Das zurückliegende Geschäftsjahr war in strategischer, operativer und nicht zuletzt in Finanzierungs-Hinsicht sehr erfolgreich. Somit verwundert es nicht, dass sich der **monatliche Barmittelverbrauch auf € 0,7 Mio.** (Vorjahr: € 0,6 Mio.) erhöhte und zum Ende der Berichtsperiode **liquide Mittel in Höhe von € 30,4 Mio. (Vj: € 4,6 Mio.)** ausgewiesen wurden. Das Konzern-Eigenkapital betrug € 37,0 Mio. (30. November 2016: € 9,7 Mio.). Das entspricht einer Eigenkapitalquote von 89,2 % (30. November 2016: 64,0 %).

Heidelberg Pharma hatte die Anfang Oktober 2017 **angepasste Prognose für das Geschäftsjahr 2017 vollumfänglich erreicht**. Hintergrund für die Absenkung der Umsatzprognose war zum einen eine **Umsatzabgrenzung** aus dem Takeda-Vertrag, bei der die erste Zahlung zugunsten kommender Quartale verteilt werden musste, sowie **eine Verschiebung der Meilensteinzahlungen** vom Lizenzpartner Link Health aufgrund der noch nicht erteilten IND Genehmigung für MESUPRON® in China. Schließlich stiegen die Umsatzerlöse um 39 % auf € 1,9 Mio. (Vj. € 1,3 Mio.), die im Wesentlichen von der Heidelberg Pharma Research GmbH (1,6 Mio.) erwirtschaftet wurden. Davon wiederum stammen € 0,7 Mio. aus der ATAC-Technologie und € 0,9 Mio. aus dem Servicegeschäft. Die Umsätze der Muttergesellschaft (€ 0,3 Mio.) wurden im Wesentlichen mit der Auslizenzierung von REDECTANE® erzielt. Die sonstigen Erträge sind wegen geringerer öffentlicher Fördermittel auf € 0,6 Mio. gesunken (Vj: € 1,4 Mio.).

Planmäßig stiegen die betrieblichen Aufwendungen (inkl. Abschreibungen) um 45 % auf € 13,2 Mio. (Vj: € 9,1 Mio.). Davon beliefen sich die F&E-Kosten (F&E) auf € 9,3 Mio. (+52 %), die mit 70 % den bedeutendsten Aufwandsposten darstellen. Die Herstellungskosten betragen € 1,0 Mio., haben sich analog der gestiegenen Umsätze gegenüber dem Vorjahr (€ 0,8 Mio.) erhöht und entsprechen 7 % der betrieblichen Aufwendungen. Die Verwaltungskosten betragen € 2,7 Mio. Euro, lagen damit 35 % über dem Vorjahresniveau (€ 2,0 Mio.) und entsprechen 21 % der betrieblichen Aufwendungen. Schließlich erreichte das EBIT € -10,97 Mio. (-72 % ggü. Vj.): Aufgrund der kräftig gestiegenen Aktienanzahl verschlechterte sich das **EPS € -0,76 (Vj. € 0,53/Aktie)** deutlich moderater.

Graphik 01: Kennzahlen Geschäftsjahr 2017 - Guidance 2018

HEIDELBERG PHARMA Planerfüllung 2017

2018 mehr Aufwendungen - cash-reach 2020e - Investitionsphase hält an

	Gj. 2017	Gj. 2016	
Einnahmen (Umsatz, sonst. Einnahmen) €m	2,48	3,74	
Betriebs-Aufwand €m	13,23	9,10	
F & E-Aufwand €m	9,32	6,12	
EBIT €m	-10,75	-6,36	
Periodenergebnis €m	-10,97	-6,39	
Eigenkapital zum 31.12. €m	37,02	9,75	
Finanzmittelbestand zum 31.12. €m	30,88	4,57	
Ergebnis je Aktie €	EPS -0,76	EPS -0,53	
Mitarbeiter (FTE) zum 31.12.	52	47	

GUIDANCE 2018	2018e		
Einnahmen (Umsatz, sonst. Einnahmen) €m	3 - 5		
Betriebs-Aufwand €m	16 - 20		
EBIT (operatives Ergebnis) €m	-12 bis -16		
Finanzmittelverbrauch €m	13 - 17		
Finanzmittelbestand (per 31.12.18e)	keine Angaben		

PAGE

Quelle: Unternehmensangaben - Schätzungen EQUITYS GmbH Research März 2018

ATAC- Technologie von Heidelberg Pharma zeigt Potential auf

2016 neu ausgerichtet, folgt das **hybride Geschäftsmodell** von Heidelberg Pharma (im Folgenden **Heidelberg Pharma** - kurz HDP) im Zentrum dem typischen Biotech-Bauplan: Die proprietäre Technologie wird zum einen im Rahmen einer Lizenz als Technologiekooperation zur Einnahmeerzielung angeboten und zum anderen zur Entwicklung von Medikamenten - dem Hauptwerttreiber - eingesetzt. Finanziert von Partner werden innovative, mit Zellgift „**bewaffnete**“ **Antikörper-Wirkstoffe** (**Antibody Drug Conjugates** – ADC`s) für diese entwickelt, komplettiert um proprietäre ADC-bzw. ATAC-Kooperationen.

Der Kern der ATAC-Technologie (**Antibody Targeted Amanitin Conjugate** – ATAC) ist das hochgiftige Zellgift des Knollenblätterpilzes (Amanitin) mit sehr zielsicheren AB`s (**Antibody** - Antikörper) zu verlinken und so eine **neue Generation von ADC`s** - die ATAC`s - zu begründen. Die gezeigten **präklinischen Ergebnisse scheinen aussichtsreich, auf der ASH Konferenz im Dezember 2017 konnte die Wirksamkeit in Tests mit Patientenmaterial (ex-vivo) bestätigt werden** - die Kliniktests sollen zum Jahreswechsel 2018/19 beginnen.

Leadkandidat HDP-101 soll zum Jahreswechsel 2018/19 in die Klinik

Der Weg dorthin führt über den Abschluss des Technologietransfers und Etablierung eines GMP-Herstellungsprozesses für Amanitin, den Linker und den Antikörper, gefolgt von der Verfügbarkeit des kompletten ATAC-Moleküls von HDP-101 in GMP-Qualität. Die wissenschaftliche Beratung bei der Zulassungsbehörde Paul Ehrlich Institut in Deutschland zur klinischen Genehmigung wird unterdessen fortgesetzt und der Dialog mit der US-Zulassungsbehörde FDA soll gestartet werden. Schließlich ist das Design und Vorbereitung der klinischen Studie abzustimmen, bevor die Ladenburger die Genehmigung zur Durchführung einer Phase I-Studie (**IND**) **zum Jahresende 2018 beantragen** können.

Darüber hinaus soll 2018 aus dem ATAC-Portfolio von Heidelberg Pharma ein weiterer Entwicklungskandidat als Folgeprojekt ausgewählt werden. **Denn die einzigartige Wirkstoffkombination ermöglicht zusätzliche Einsatzgebiete und differenziert die ATAC-Moleküle von denen des Wettbewerbs.**

Guidance 2018 - kräftige Budgetausweitung - HDP-101 get ready to clinic

Es ist also konsequent, dass die Ausgaben **im Geschäftsjahr 2018** (01.12.2017 - 30.11.2018) kräftig steigen **werden**. Der Vorstand hatte die Finanzplanung anlässlich der Bilanzpressekonferenz am 22.03.2018 erstmalig veröffentlicht und bezifferte den **Finanzmittelbedarf auf bis zu € 17 Mio.** (monatlich zwischen € 1,1 Mio. und € 1,4 Mio.). Bei planmäßigem Geschäftsverlauf sollen die liquiden Mittel, die sich zum Ende des Geschäftsjahres 2017 auf € 30,4 Mio. (30.11.2016: € 4,6 Mio.) beliefen und von den durchgeführten Barkapitalerhöhungen profitierten, bis ins Jahr **2020 reichen**. Zu dieser Zeit wird mit ersten und richtungsweisenden Phase I-Daten (HDP-101 in MM) gerechnet.

Wie in den Vorjahren sollten also die operativen Ausgaben die **geplanten Einnahmen** übertreffen, wenngleich erstere im Vergleich zur Referenzperiode 2018 **kräftig steigen** sollen. Umsätze und zu einem geringeren Teil sonstige Erträge (i.W. Fördermittel) werden insgesamt in

einem Korridor von **€ 3,0 Mio. und € 5,0 Mio. angestrebt** (2016: € 2,5 Mio.). Mögliche Umsatzerlöse aus einer potenziellen Lizenzvereinbarung bzw. aus der kommerziellen Verwertung von RENCAREX® liegen dieser Budgetierung übrigens nicht zugrunde.

Die **betrieblichen Aufwendungen** werden sich nach der derzeitigen Planung in einem Korridor von **€ 16,0 Mio. bis € 20,0 Mio. bewegen** und damit über dem Niveau des zurückliegenden Berichtsjahres liegen. Gleiches gilt für **das Plan-EBIT, das zwischen € -12,0 Mio. und € -16,0 Mio.** erwartet wird.

Der Vorstand weist explizit daraufhin, dass die Ertragslage über den laufenden Turnus hinaus **stark davon abhängen** wird, dass (entsprechend der Unternehmensstrategie) im ADC-Bereich der Abschluss von Rahmenverträgen für Kollaborationen und Lizenzverträgen mit unterschiedlichen Pharmapartnern gelingt. In der **Telefonkonferenz am 22.03.18** wurden die entsprechenden Aktivitäten als „anhaltend und intensiv“ beschrieben. Wenngleich allen Beteiligten klar ist, dass ein Vertragsabschluss – wie in der Vergangenheit gesehen - nicht konkret vorhersehbar ist.

Die operativen Erfahrungen aus den im Juni 2017 und Anfang März 2018 vereinbarten Forschungs- und Lizenzoptionsvertrag mit den Unternehmen **Takeda Pharmaceuticals** bzw. mit **Magenta Therapeutics** sind dem Vernehmen nach ganz überwiegend erfreulich. Takeda ist ein auf dem Gebiet der Onkologie und der ADC-Technologien weltweit führendes Pharmaunternehmen und hat ein wohl eher breites onkologisches Anwendungsprofil für die ATAC-Technologie im Sinn. Magenta ist ein sehr renommiertes junges US-Biotechnologieunternehmen, welches Verbesserungen für Patienten im Bereich der Knochenmarkstransplantation erreichen will und mit einem sehr fokussierten Ansatz die ATAC-Technologie mit eigene Antikörpern verbinden will.

Aus den Verträgen fließen Zahlungen für Forschungsaufwendungen an die Ladenburger, Im Erfolgsfalle könnten schließlich **in toto** für Heidelberg Pharma bis zu US\$ 670 Mio. („Bio-\$“) an unterschiedlichen Meilensteinen zufließen, wenn die beiden Partner alle bis zu sieben reservierten ATACs ziehen und erfolgreich entwickeln würden. Übrigens sind Erfolgzahlungen aus diesen Verträgen in das 2018er Rechenwerk nicht eingeflossen.

Potential der ATAC -Technologie bestätigt

In diesem Zusammenhang ist die erstmals gezeigte Wirkung von Amanitin auf Krebszellen von humanen Patienten sicherlich hilfreich. Im Rahmen einer Kooperation (Heidelberg Pharma, Universität Heidelberg und dem Deutschen Krebsforschungszentrum (DKFZ)) unter der Leitung von PD Dr. Marc-Steffen Raab wurde die **Wirksamkeit von HDP-101 an Multiplen Myelomzellen**, die Patienten entnommen wurden, **getestet**. In der gemeinsam durchgeführten präklinischen Studie wurde HDP-101 insbesondere an nicht teilenden Krebszellen, eine der größten Herausforderungen in der Onkologie, untersucht. Bereits eine sehr niedrige Dosierung von HDP-101 zeigte eine starke zelltötende Wirkung, sogar in Krebszellen mit einer geringen Dichte an BCMA-Antigenen. In nicht BCMA exprimierenden Kontrollzellen wurde keine Toxizität beobachtet. Die Erkenntnisse aus **präklinischen Studien bezüglich hoher Wirksamkeit**, der möglichen Überwindung von Resistenzmechanismen und der Bekämpfung ruhende Tumorzellen konnten also in vielen Aspekten **bestätigt werden**. Entsprechend groß war das Interesse an den Testergebnissen auf der **59. ASH Konferenz im Dezember 2017**.

Die Testergebnisse lassen eine große therapeutischen Breite der ATAC-Molekülen aus Ladenburg erwarten. Trotz mannigfaltiger ADC-Entwicklungen des Wettbewerbs eröffnen sich

somit eine Vielzahl von Einsatzmöglichkeiten. So z.B. wird ein ATAC auf Basis eines CD19-Antikörpers (Indikation diverse Leukämien), einlizenziert vom DKFZ, entwickelt.

Alleine in der Indikation Knochenkrebs (MM) sind Jahreserlöse auf „Blockbuster-Niveau“ möglich. Im Vergleich dazu: die Standardmedikation in r/r MM Pomylast® von Celgene erreichte bereits in 2017 > US\$ 1,6 Mrd. Jahresumsätze (+29 % ggü.Vj.). Und auch der erste Marktzugang über eine Hochrisiko-Patientengruppe bzw. einem 4.-Linien-Einsatz hätte u.E. ein Jahresumsatzpotential jenseits der € 100-Mio.-Schwelle, zumal dann die erste Marktzulassung wohl nicht erst nach 2025e erfolgen könnte, sondern durchaus signifikant früher von den Zulassungsbehörden erteilt werden könnte.

Auch aus diesem Grund war die Aufmerksamkeit groß, als anlässlich der 59. ASH-Jahrestagung der American Society of Hematology im Dezember 2017 erstmals Testergebnisse mit Patientenmaterial veröffentlicht wurden. Der bereits erwähnte Vergleich mit dem **MMAF (BMCA-ADC von GSK (‘916))** im zugrundeliegenden Patientenmaterial zeigte, dass **HDP-101** nicht nur effizient „aktive“ Tumorzellen bekämpft, sondern zusätzlich auch **„schlafenden“ Krebszellen wirkungsvoll bekämpft**. Ein zentraler Aspekt bei der Metastasenbekämpfung, für den **Kliniker seit langem eine Lösung suchen**. Es muss also nicht von Nachteil für die künftige Entwicklung von HDP-101 sein, wenn GSK mit ihrem ADC `916 im Laufe des Jahres in die klinische Testphase 2 eintreten, um eine bedingte FDA-Zulassung für Behandlung (4.Linien-Therapie) einer definierten Subgruppe von Patienten mit weit fortgeschrittenem Knochenmarkskrebs anzustreben.

Könnte der Biomarker „TP53“ den Weg zur (bedingten) Zulassung beschleunigen?

Auch bei HDP-101 wäre ein solches Vorgehen denkbar. Amanitin hat das Potenzial, besonders gut auf Tumoren mit aggressiven Verlaufsformen im Zusammenhang mit einer sogenannten „17p-Deletion“ zu wirken. Mit „17p“ bezeichnet man einen Abschnitt des Chromosoms, dessen DNA u. a. das **Tumorsuppressorgen TP 53**, als auch das Gen für RNA-Polymerase II enthält. Gelänge es einen entsprechenden Biomarker zu entwickeln, wäre dieser sehr hilfreich, **um Hochrisiko-Gruppen zu bestimmen**, die von einer Behandlung mit ATAC-Therapien besonders profitieren könnten. Was schließlich auch für HDP-101 die Möglichkeit einer schnelleren und „bedingten“ Therapie-Zulassung ermöglichen würde.

Im Moment wird an Machbarkeitsstudien für einen solchen Biomarker gearbeitet, der zeitlich gesehen nach den zum Jahreswechsel 2018/19 beginnenden Sicherheits-Studien (MM) eingesetzt und die folgende Phase 2a und Phase 2b durchaus spürbar beschleunigen könnten. Für Newsflow ist also gesorgt.

Die Sicherheitsstudien sollen in mehreren Zentren in Deutschland durchgeführt werden; die Auswahl der Kliniken geschieht gerade. Die Patientenrekrutierung für die nach und nach zu testenden Dosis-Kohorten wird dem Studienprotokoll entsprechend von den Fachzentren gesteuert werden. Minimale Dosis und die darauffolgenden Dosisescalationsschritte werden die Dauer (und die Kosten) der Sicherheitsstudien im Wesentlichen bestimmen. Aussagekräftige Zwischenergebnisse dürften auch (im weiteren Verlaufe von 2019) publiziert werden.

Graphik 02: Bewertung Core Portfolio (ATAC) + Heritage-Portfolio

Bewertung Portfolios (HDP-101 mit € 5,21)

Net Present Value (rNPV): € 1,94 /Aktie für das „Heritage Portfolio“

Werttreiber/ Projekt	Status	Per WL6-Aktien (28,095 Mio.)	Bewertung per 27.03.2018
HDP-101-ATAC (BCMA-ATAC – targets: MM)	IND-submission in Q4/18e (WL6 own project - WACC 10,45%)	-	€ 5,21/ Aktie
PMSA-ATAC (PSMA – target: Prostate Cancer)	Preclinic - (WL6 own project)	-	-
CD19-ATAC (CD19 - Hematological Tumors)	Preclinic - (WL6 own project)	-	-
MESUPRON® (Upamostat – solide Tumors)	Phase I ready – Tumors (Link Health, VRChina)	-	Meilensteine + Royalties
REDECTANE® (girentuximab - ccRCC)	Prepare Ph III - ARC, Diagnostic (Teix Pharmaceuticals)	-	
REDECTANE® (Upamostat – solide Tumors)	Phase I/II start in Pancreatic C. (Redhill Biopharma. Israel)	-	Royalties

Quelle: Unternehmensangaben - Schätzungen EQUI.TS GmbH Research März 2018

HDP-101 - präklinische Daten steigern Bewertung

Wir bewerten den vorklinischen Projektwert des proprietären Führungsprogramms **HDP-101** in diesem fortgeschrittenen präklinischen Entwicklungsstadium mit **€ 146 Mio. (alt: € 42 Mio.)** Denn die bis heute gezeigten vorklinischen und humanen Testdaten, zeigen, dass der mit dem sehr wirksamen Zellgift **Amatoxin** beladene BCMA-Antikörper, einlizensiert vom Max-Delbrück Forschungsinstitut (MDC) in Berlin, nicht nur hinreichend sicher scheint. Auch die Zielsetzung mit dem **einzigartigen Wirkmechanismus** des Zellgifts Amatoxin, der die Krebszelle unabhängig von ihrer eigenen Zellteilung (durch Apoptose) abtötet, konnte in ersten Tests mit Patientenmaterial nachgewiesen werden. Der damit angestrebte, erhebliche klinische Fortschritt und die Differenzierung zum Wettbewerb sind wertsteigernde Punkte. Mit einer möglichen beschleunigten Zulassung (siehe oben) rechnen wir an dieser Stelle aus Vorsichtsgründen nicht. Vielmehr erwarten wir **umfangreiche Studiendaten der Phase I/IIa Tests nicht vor dem Jahr 2021. Unbestritten sind diese frühen Entwicklungsphasen typischerweise mit erhöhten Risiken verbunden. Spätestens nach Abschluss erfolgreicher Tests (2019e)** dürfte sich die Bewertung – typisch für die Branche – **kräftig steigen**.

Unsere individuelle Unternehmenswertermittlung fußt auf der NPV-Methode. Der WL6-spezifische Basis-WACC hatten wir vor Jahresfrist mit 12,9 % relativ hoch gewählt, denn die **ATAC-Technologie** steht noch **vor ihrer Validierung** in klinischen Tests. Die deutlich verbesserte Finanzausstattung und die hoffnungsvollen präklinischen Daten (publiziert anlässlich ASH Dezember 2017) rechtfertigen u.E. die Reduzierung des WACC auf aktuell 10,5 %.

ATAC-Portfolio + Heritage-Portfolio – weiterhin 30 %iger Sicherheitsabschlag

Es ist also - bei planmäßigem Verlauf - ein **Bewertungsanstieg bei WL6 abzusehen**, der durch zusätzliche Projekte (PSMA-ATAC, CD-19-ATAC) weitere Impulse bekommen könnte. Bis auf weiteres berücksichtigen wir die Heritage-Projekte – aus Gründen der Vorsicht – mit einem gleichhohem WACC und mit einem abgeleiteten Wert von € 55 Mio.

Die **Partnerprojekte** (mit Takeda und Magenta) fließen in den frühen Phasen **nicht in diese Bewertung ein**. Eine künftige und zugleich vorsichtige Einbeziehung scheint uns durchaus sinnvoll, wenn zuvor entsprechende operative Fortschritte erreicht werden konnten.

Wenn wir die Pipeline-Bewertung (€ 201,5 Mio.) aktualisieren, ergibt sich ein Pro-Aktie-Wert (28,1 Mio. Aktien) von € 7,17 je Aktie. Nach Abzug von **30% Sicherheitsabschlag** (aufgrund der noch ausstehenden klinischen Validierung der zentralen ATAC-Technologie) ergibt sich für den **EQUI.TS-Zielkurs € 5,02/WL6-Aktie**.

DISCLAIMER

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: EQUI.TS GmbH; - 60435 Frankfurt/M

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Thomas Schießle, Analyst,

Die EQUI.TS GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
WILEX AG	T.Schießle	17.05.2017	Kaufen	€ 3,83
WILEX AG	T.Schießle	24.07.2017	Kaufen	€ 4,04
Heidelberg Pharma AG*	T. Schiessle	29.03.2018	Kaufen	€ 5,02

Heidelberg Pharma AG ist Rechtsnachfolgerin der WILEX AG per Handelsregister vom 17.10.2017

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Thomson/Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, es wurden anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die EQUI.TS GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz- oder Portfolio-Bewertungsansätze und Peer-Group-Vergleiche.

In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von historischen und auch von Dritten geschätzten Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT; ferner Produkt- und/oder Entwicklungs-Portfolio-gestützte Kennzahlen) bewertet.

Alle hieraus abgeleiteten Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit, die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten in die Peer-Group-Analyse ist primär die fundamentalökonomische Vergleichbarkeit, ergänzt um kapitalmarktorientierte Kriterien (z.B. Unternehmensgröße, Marktkapitalisierung etc.). Hierbei liegt es allein im Ermessen der EQUI.TS GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Peer-Group-Liste vorzunehmen. Für die auf der Peer-Group-Liste aufgeführten Emittenten wird, wenn von der EQUI.TS GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst.

Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der EQUI.TS GmbH. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Peer-Group-Liste aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuelle Erwartung wider und kann sich in Anhängigkeit von unternehmensindividuellen, volkswirtschaftlichen, gesellschaftlichen oder kapitalmarktbezogenen Änderungen jederzeit ändern.

Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. 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.

Ferner haben in bestimmten Branchen die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten der Emittenten sehr hohen Stellenwert (z.B. in der Pharma- und Biotech-Branche). Änderungen in diesem Aktivitätsfeld können unangekündigt und mit hoher Sensitivität auf die Unternehmensbewertung auftreten.

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.

Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:

(29.03.2018)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

(Schlusskurse vom 28.03.2018)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EQUI.TS GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (vergüteter Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenskonflikt 6. zu.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

Dieses Dokument wurde von der EQUI.TS GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Diese Veröffentlichung wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden keine Anwendung. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der EQUI.TS GmbH zulässig.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von EQUI.TS GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von EQUI.TS GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann EQUI.TS GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens EQUI.TS GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von EQUI.TS GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von EQUI.TS GmbH berichtigt werden, ohne dass EQUI.TS GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieses Produktes oder deren Befolgung stehen. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch in ihr enthaltene Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung jedweder Art.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorstehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright:

Das Urheberrecht für alle Beiträge liegt bei der EQUI.TS GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.

Stand: Tag der Veröffentlichung des Produktes

EQUITS GmbH
Am Schieferstein 3
D-60435 Frankfurt am Main

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn
und
Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt/M