



Researchstudie (Anno)

ERGOMED

**Ergomed entwickelt sich weiter und strebt die
Marktführerschaft im Bereich Pharmakovigilanz und
CRS mit Fokus auf Orphan Drugs an**

**Kursziel: 4,08 € (3,60 £)
(bisher: 4,25 € (3,67 £))**

Rating: Kaufen

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 26

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,60 £ / 4,08 €

Aktueller Kurs:
1,93 € / 30.07.2018 / Xetra
169,0 GBp / 30.07.2018 / AIM

Währung: GBP

Stammdaten:

ISIN: GB00BN7ZCY67
WKN: A117XM
Börsenkürzel: 2EM
Primärlisting: London / AIM
Zweitlisting: Frankfurt / XETRA

Aktienanzahl³: 44,87
Marketcap³: 86,60
Enterprise Value³: 83,40
³ in Mio. / in Mio. £

Streubesitz: 53,0%

Transparenzlevel: -

Marktsegment:
AIM/Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Odo Seydler

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 27

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

Fokus: Services: Entwicklungsdienstleistungen,
Arzneimittelüberwachung; Produkte: Produktentwicklung

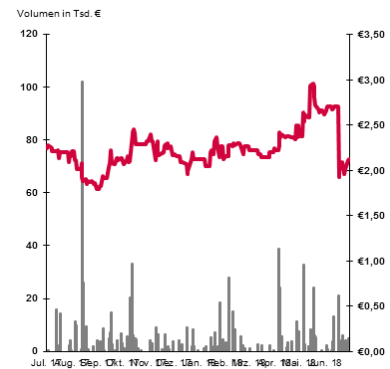
Mitarbeiter: 560

Gründung: 1997

Firmensitz: Guildford/England

Vorstand: Stephen Stamp (CEO, CFO), Dr. Jan Petracek (COO), Andrew Mackie (CBO), Dr. Miroslav Reljanovic (Executive Vice Chairman)

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. Darüber hinaus hat Ergomed mit der Akquisition der Haemostatix im Mai 2016 ihr Entwicklungs-Portfolio um zwei Produkte erweitert, welche im Erfolgsfall einen 100%igen Ergebnisbeitrag liefern würden.



GuV in Mio. £ \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Brutto-Umsatzerlöse	39,23	47,62	53,00	64,50
EBITDA	1,08	-2,28	-3,00	-1,00
EBIT	0,05	-3,90	-4,55	-2,40
Jahresergebnis	-0,07	-4,50	-4,59	-2,59

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,00	-0,11	-0,10	-0,06
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,13	1,75	1,57	1,29
EV/EBITDA	77,51	-36,61	-27,80	-83,37
EV/EBIT	1702,02	-21,36	-18,33	-34,75
KGV	-1237,13	-19,23	-18,88	-33,40
KBV		2,49		

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

18.04.2018: RG / 4,25 / KAUFEN

30.01.2018: RG / 4,12 / KAUFEN

24.10.2017: RG / 4,12 / KAUFEN

17.10.2017: RG / 3,39 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 konnte Ergomed den Brutto-Umsatz um 21,4% auf 47,62 Mio. £ (VJ: 39,24 Mio. £) steigern. Die Netto-Service-Umsätze steigerten sich noch dynamischer um 35,6% auf 39,64 Mio. £ (VJ: 29,22 Mio. £). Hintergrund dieser guten Entwicklung ist insbesondere das Segment DSMI, welches die Netto-Umsätze um 67,5% auf 22,26 Mio. £ (VJ: 13,29 Mio. £) steigerte. Auch das Segment CRS lieferte einen wichtigen Umsatzbeitrag und steigerte den Netto-Umsatz um 9,1% auf 17,39 Mio. £ (VJ: 15,94 Mio. £).
- Ergebnisseitig entwickelte sich das Unternehmen stabil mit einem bereinigten EBITDA auf Vorjahresniveau in Höhe von 2,78 Mio. £ (VJ: 2,80 Mio. £). Ergomed investiert weiterhin in die Entwicklung von Haemostatix und im Jahr 2017 entstanden 2,69 Mio. £ Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (VJ: 1,25 Mio. £). Somit würde sich das bereinigte EBITDA exklusive der Forschungsaufwendungen um 35,1% auf 5,47 Mio. £ (VJ: 4,05 Mio. £) gesteigert haben. In der Segmentbetrachtung wird deutlich, dass der Bereich DSMI weiterhin der maßgebliche Ergebnistreiber ist. So erzielte dieses Segment eine EBITDA-Steigerung von 22,0% auf 4,38 Mio. £ (VJ: 3,59 Mio. £). Im Vergleich hierzu steigerte das Segment CRS das EBITDA um 210,8% auf 0,63 Mio. £ (VJ: 0,20 Mio. £) und verbesserte die Marge von 0,8% auf 2,5%.
- Durch hauptsächlich externe Effekte kam es zu einer Umsatzverschiebung von 2018 auf 2019 (Meldung vom 28.06.18). Wir gehen davon aus, dass sich die Brutto-Umsatzerlöse im Jahr 2018 um 11,3% auf 53,00 Mio. £ erhöhen sollten und anschließend im Jahr 2019 ein Umsatzwachstum von 21,7% auf 64,50 Mio. £ erreichen sollten. Hintergrund dieser Entwicklung ist insbesondere das dynamische Wachstum des Segments DSMI, welches von der sehr guten Marktentwicklung mit steigender Regulierung profitiert. Gleichzeitig hat Ergomed nun eine kritische Größe erreicht, um von größeren Marktteilnehmern als ernstzunehmender Pharmakovigilanz-Dienstleister angesehen zu werden. Dies führt dazu, dass zunehmend größere Pharmakovigilanz-Aufträge an Ergomed erteilt werden. Im Segment CRS plant das Unternehmen, sich vermehrt auf externe Projekte zu konzentrieren und keine weiteren größeren Co-Development Vereinbarungen abzuschließen. Dies sollte zusätzliche Ressourcen für ein weiteres Wachstum freilegen. Im Zuge der Umsatzverbesserungen gehen wir auch von einer sukzessiven Margenverbesserung aus und erwarten ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 2,80 Mio. £ in 2018 und im Jahr 2019 ein weiteres EBITDA-Wachstum um 78,6% auf 5,00 Mio. £.
- Im Bereich Co- und Development Portfolio konnten weitere Erfolge erzielt werden. So wurden für PrepoStat in der Phase II Studie alle primären Endpunkte erreicht und gegenwärtig wird eine Entwicklungspartnerschaft für die Phase III gegen Ende 2018 angestrebt. Weiterhin konnte mit Allergy Therapeutics eine wichtige Entwicklungspartnerschaft geschlossen werden, um OralVac mit den drei Indikationsbereichen Hausstaubmilben, Gräser und Baumpollen jeweils durch die Phasen I bis III zu begleiten.
- **Gegenwärtig bewerten wir die Co- und Development Pipeline mit 98,40 Mio. £ und das Service-Geschäft mit den Segmenten CRS und DSMI mit 63,27 Mio. £. Hieraus ergibt sich eine Gesamtbewertung in Höhe von 161,67 Mio. £, was bei einer Aktienanzahl von 44,87 Mio. Stück einen fairen Wert von 3,60 £ bzw. 4,08 € je Aktie entspricht. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses von 1,93 € und der 111,4%igen Upside auf unser Kursziel vergeben wir das Rating Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

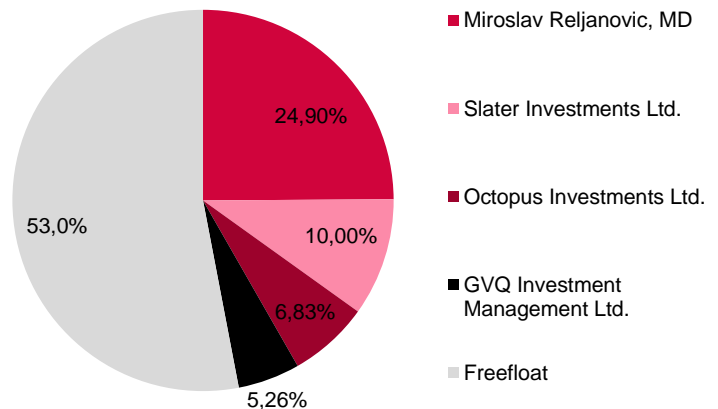
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Durchgeführte Kapitalmaßnahmen	4
Auszug von Referenzkunden	4
Markt und Marktumfeld	5
Markt für klinische Entwicklungsdienstleistungen (CRS)	5
Markt für Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz	5
Markt für Hämostase-Produkte	6
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2017	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognosen und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	16
Wahl des Bewertungsmodells	19
Bewertung des Service-Geschäfts	20
(Teilbewertung 1)	20
Annahmen DCF-Modell	20
Bestimmung der Kapitalkosten	20
Bewertungsergebnis Service-Geschäft (Teilbewertung 1)	20
DCF-Modell – Service-Geschäft	21
Bewertung des Produktportfolios	22
(Teilbewertung 2)	22
Bewertungsergebnis Produktportfolio (Teilbewertung 2)	24
Gesamtbetrachtung der Bewertung	25
(Sum-of-the-parts)	25
Anhang	26

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.12.2018
Miroslav Reljanovic, MD	24,90%
Slater Investments Ltd.	10,00%
Octopus Investments Ltd.	6,83%
GVQ Investment Management Ltd.	5,26%
Freefloat	53,0%

Quelle: 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
September 2017	1.757.576	1,65 £	2.900.000 £	42.680.813	Übernahme PSR Group BV
Februar 2018	2.029.971	1,90 £	3.856.944 £	44.710.784	Weitere Übernahmen + Investitionen in IT-Plattformen und Working Capital

Quelle: Ergomed, GBC

Auszug von Referenzkunden

Produkte



Services



Quelle: Ergomed

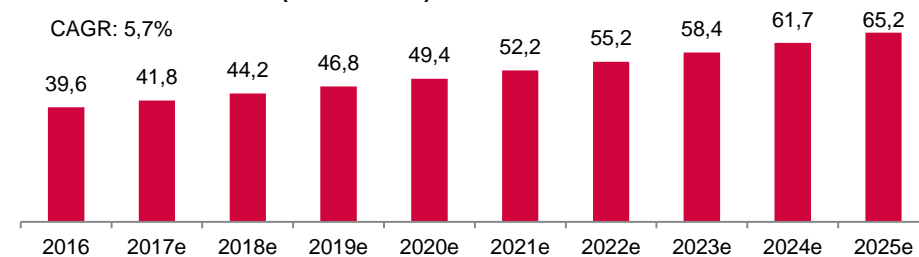
MARKT UND MARKTUMFELD

Die Ergomed plc (Ergomed) ist in drei wesentlichen Teilmärkten aktiv. Zum einen über die Segmente CRS (Clinical Research Services) im Bereich der klinischen Auftragsforschung und zum anderen über das Segment DSMI (Drug Safety and Medical Information – Pharmakovigilanz) im Bereich der Sicherheit für Fertigarzneimittel. Darüber hinaus operiert das Unternehmen im Markt für Hämostase über die Produkte der 100%igen Tochtergesellschaft Haemostatix.

Markt für klinische Entwicklungsdienstleistungen (CRS)

Ergomed ist über das Segment CRS im Markt für klinische Auftragsforschung aktiv und spezialisiert sich hier auf das attraktive Teilsegment Orphan Drugs. So hat sich das Unternehmen selbst zum Ziel gesetzt, eines der führenden klinischen Auftragsforschungsunternehmen im Bereich Orphan Drugs zu werden und sich auch zukünftig weitere Marktanteile zu sichern.

Globaler Markt für CRS (in Mrd. USD)



Quelle: Grand View Research

Laut einem neuen Bericht von Grand View Research, Inc. soll der globale Markt für klinische Auftragsforschung bis zum Jahr 2025 auf 65,2 Mrd. USD anwachsen. Als Basis wird eine Marktgröße von 39,6 Mrd. USD in 2016 angenommen bei einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 5,7%. Die wichtigsten Faktoren die dieses Marktwachstum beeinflussen sind die Globalisierung klinischer Studien, die Entwicklung neuer Behandlungsmethoden, die personalisierte Medizin sowie die Evolution in der Technologie. Die Globalisierung der klinischen Studien hat zu einem Anstieg der Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte in den Schwellenländern geführt, was sich positiv auf den Gesamtmarkt auswirkt. Die Verfügbarkeit der Vielzahl von Dienstleistungen von der Arzneimittelforschung bis hin zur Überwachung nach der Markteinführung hat die Geschäftsentwicklung für mittlere und kleine pharmazeutische und biotechnologische Organisationen weiter vereinfacht. So können diese Organisationen nun Teilbereiche auslagern bei denen davon auszugehen ist, dass sie über die Kernkompetenzen hinausgehen.

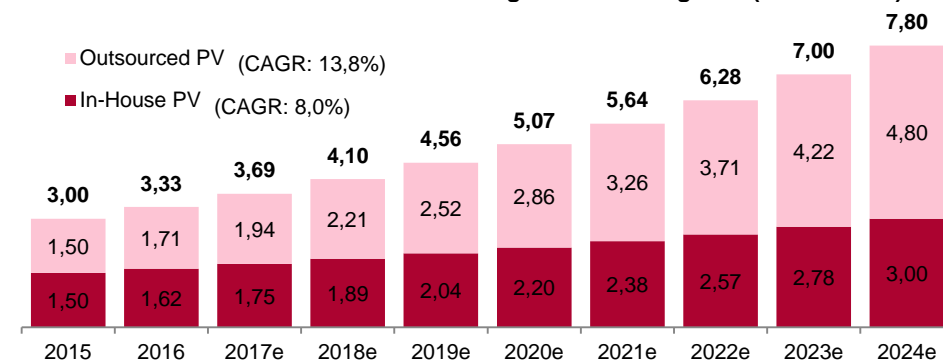
Die zunehmende Prävalenz von Krankheiten und die Inzidenz neuer Krankheiten dürften dem Markt für klinische Studien weiteren Auftrieb verleihen. Die weltweite Bevölkerung weist ein breit gefächertes Krankheitsprofil auf, wobei die Schwellenländer gegenwärtig das vielfältigste Krankheitsprofil aufweisen. Dies wird voraussichtlich die klinische Prüfung neuer oder seltener Krankheiten beschleunigen die sonst keine Sponsoren gefunden hätten.

Markt für Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz

Mit dem Segment DSMI ist Ergomed im Markt für Pharmakovigilanz (PV - Arzneimittelüberwachung) aktiv. PV ist erforderlich, da die Medikamentensicherheit auch

nach der Markteinführung sichergestellt werden muss. Zwar muss ein Großteil der sicherheitsrelevanten Informationen zu einem Arzneimittel zum Zeitpunkt der Marktzulassung vorliegen, jedoch ist die Zahl der Patienten in einer klinischen Studie sehr begrenzt, sodass seltene Nebenwirkungen oder bestimmte Patientengruppen mit erhöhtem Risiko für bestimmte Nebenwirkungen meist nicht vor der Zulassung identifiziert werden können.

Globaler Markt der Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz (in Mrd. USD)



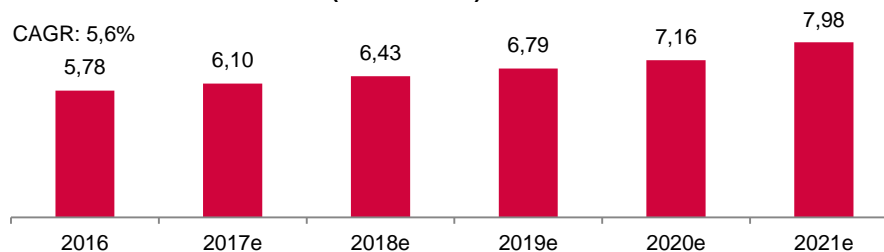
Quelle: Global Markets Insights

Diese Kosten der laufenden Arzneimittelüberwachung verleitet Pharmaunternehmen dazu vermehrt externe Pharmakovigilanz-Dienstleister in Anspruch zu nehmen. Das Outsourcing wird mit dem Ziel betrieben Kosten zu senken und sich auf das Kerngeschäft der Forschung und Vermarktung zu konzentrieren. Entsprechend erwartet Global Market Insights, dass sich der Markt für Outsourced PV deutlich dynamischer entwickeln wird als der In-House PV-Markt. So soll der Outsourced PV-Markt mit durchschnittlich 13,8% wachsen und 4,80 Mrd. USD im Jahr 2024 erreichen und im Vergleich hierzu soll der In-House PV-Markt mit 8,0% wachsen und 3,00 Mrd. USD im Jahr 2024 erreichen.

Markt für Hämostase-Produkte

Laut Statistics MRC soll der Markt für Hämostase-Produkte (Blutstillungsprodukte) von 5,78 Mrd. USD im Jahr 2016 auf 7,98 Mrd. USD im Jahr 2022 anwachsen. Dies entspricht im Prognosezeitraum 2016 bis 2022 einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,5%. Der weltweite Markt für Blutstillungsprodukte erfährt gegenwärtig einen Wachstumsschub durch die zunehmende Einführung innovativer und technologisch fortschrittlicher Produkte sowie durch eine erhöhte Anzahl an Patenten. Gleichsam wird eine höhere Nachfrage aus den Entwicklungsländern verzeichnet.

Globaler Markt für Hämostase (in Mrd. USD)



Quelle: Statistics MRC

Somit ist Ergomed in dynamischen Märkten vertreten und kann darüber hinaus seit Jahren schneller als die relevanten Märkte wachsen und so weitere Marktanteile gewinnen. Unseres Erachtens ist das Unternehmen gegenwärtig sehr gut aufgestellt um die dynamische Entwicklung auch in Zukunft beizubehalten und um sich weitere Marktanteile zu sichern.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV in Mio. £	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Netto-Umsatz	29,22	39,65	47,00	54,50
Lizenzgebühren	0,00	0,37	0,00	0,00
Erstattungsfähige Kosten	10,01	7,61	6,00	10,00
Brutto-Umsatzerlöse	39,23	47,62	53,00	64,50
Umsatzkosten	-17,23	-25,39	-31,80	-35,13
Erstattungsfähige Kosten	-10,01	-7,61	-6,00	-10,00
Bruttogewinn	11,99	14,62	15,20	19,37
sonstige Verwaltungsaufwendungen	-8,32	-9,73	-12,74	-14,65
Forschung & Entwicklung	-1,25	-2,69	-1,00	-1,00
sonstige betriebliche Erträge	0,13	0,12	0,00	0,00
Abschreibungen erworbener immaterieller Vermögenswerte	-0,77	-1,17	-1,07	-1,00
Beitrag anteilsbasierte Vergütung	-0,88	-1,03	-1,19	-1,37
außerordentliche Aufwendungen	-0,76	-0,40	-1,00	-1,00
Abgrenzung Akquisitionskosten	-0,55	-0,75	-0,75	-0,75
Zuschreibungen aus abgegrenzten Akquisitionskosten	0,46	-2,89	-2,00	-2,00
EBIT	0,05	-3,90	-4,55	-2,40
Finanzerträge	0,00	0,00	0,00	0,00
Finanzaufwendungen	-0,27	-0,55	-0,55	-0,55
EBT	-0,22	-4,45	-5,10	-2,95
Ertragssteueraufwand	0,15	-0,06	0,51	0,35
Jahresüberschuss	-0,07	-4,50	-4,59	-2,59
EBITDA	1,08	-2,28	-3,00	-1,00
EBITDA-Marge	2,7%	-4,8%	-5,7%	-1,6%
EBIT	0,05	-3,90	-4,55	-2,40
EBIT-Marge	0,1%	-8,2%	-8,6%	-3,7%
Jahresüberschuss	-0,07	-4,50	-4,59	-2,59
EPS in EUR StA	-0,00	-0,11	-0,10	-0,06

Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. £)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	30,18	39,23	47,62
EBITDA	2,79	1,08	-2,28
EBITDA-Marge	9,2%	2,7%	-4,8%
EBIT	2,07	0,05	-3,90
EBIT-Marge	6,9%	0,1%	-8,2%
Jahresüberschuss	1,55	-0,07	-4,50

Quelle: Ergomed, GBC

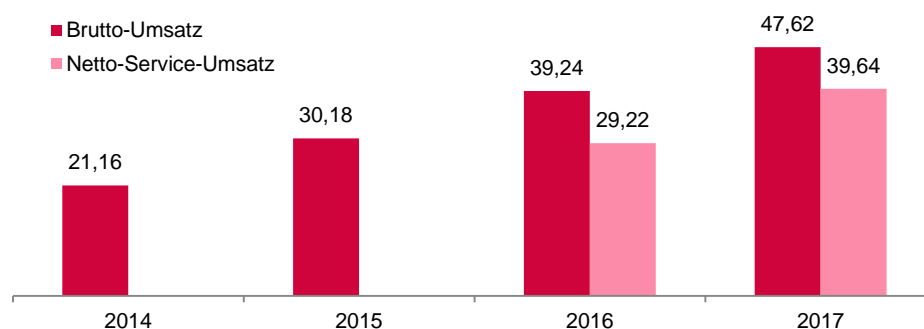
Hinweis: Alle Angaben zu Zahlen des Unternehmens sind in Britischen Pfund (£)

Umsatzentwicklung

Ergomed konnte weiterhin das dynamische Wachstum aufrechterhalten und steigerte die Brutto-Umsatzerlöse um 21,4% auf 47,62 Mio. £ (VJ: 39,24 Mio. £). Das Unternehmen ist seit dem 1. Halbjahr 2017 dazu übergegangen den branchenüblichen Berichtsstandard zu übernehmen und die Netto-Umsätze auszuweisen. Die Netto-Umsätze weisen die eigentliche betriebliche Entwicklung noch deutlicher aus, da die erstattungsfähigen Kosten abgezogen werden.

Die erstattungsfähigen Kosten werden abgegrenzt, da das Unternehmen der Hauptschuldner dieser Kosten ist und diese vollständig an die Kunden weiterreichen kann. Diese erstattungsfähigen Kosten beziehen sich im Wesentlichen auf Zahlungen an Ärzte, welche die klinischen Studien überwachen und auf administrative Aufgaben bei der Patientenrekrutierung. Dies führt dazu, dass die erstattungsfähigen Kosten nahezu vollständig dem Segment CRS zugerechnet werden können. Bezogen auf die Netto-Umsätze steigerte sich das Unternehmen noch stärker und erhöhte die Netto-Umsätze um 35,6% auf 39,64 Mio. £ (VJ: 29,22 Mio. £). Der Grund für den Rückgang der erstattungsfähigen Kosten liegt in der Zusammensetzung der klinischen Phasen im Segment CRS.

Entwicklung des Brutto- und Netto-Service-Umsatzes (in Mio. £)

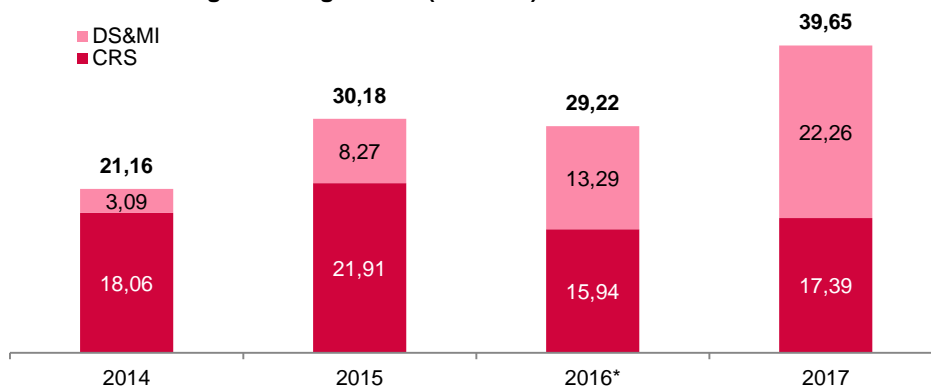


Quelle: Ergomed, GBC

Hauptsächlich für die starke Umsatzentwicklung ist weiterhin das Segment DSMI, welches den Geschäftsbereich rund um Pharmakovigilanz abdeckt. Das Segment steigerte den Netto-Umsatz um 67,5% auf 22,26 Mio. £ (VJ: 13,29 Mio. £). Exklusive der PharmInvent-Akquisition lag das organische Wachstum bei rund 35%, was einem Umsatz in Höhe von 17,94 Mio. £ (2017) entsprechen würde. Hintergrund dieser Entwicklung ist zum einen das gute Marktumfeld mit steigenden Sicherheitsanforderungen, höheren Pharmakovigilanz-Regulierungen und auch der konsequenteren Durchsetzung dieser Regulierung in einer steigenden Anzahl an Ländern; zum anderen bietet PrimeVigilance ein umfangreiches Dienstleistungssortiment an, mit dem es alle Branchenfor-

derungen erfüllen kann. Hierzu zählen insbesondere die die Fallbearbeitungen, das Verfassen von aggregierten Berichten, die Erstellung von Qualitätssicherungssystemen, die Archivierung von Pharmakovigilanz-Stammdaten und die Auditierung des entwickelten Systems. Darüber hinaus setzt PrimeVigilance vermehrt auf Premiumdienstleistungen, welche höhere Umsatz- und Ertragspotenziale mit sich bringen und auch von vielen Wettbewerbern nicht angeboten werden. Gleichsam hilft diese Angebotsvielfalt, sich gegen Niedrigpreis-Wettbewerber durchzusetzen. Ziel ist es den Premiumbereich, wie z.B. Pharmakoepidemiologie, weiter auszubauen und gleichzeitig Standarddienstleistungen bestmöglich zu automatisieren.

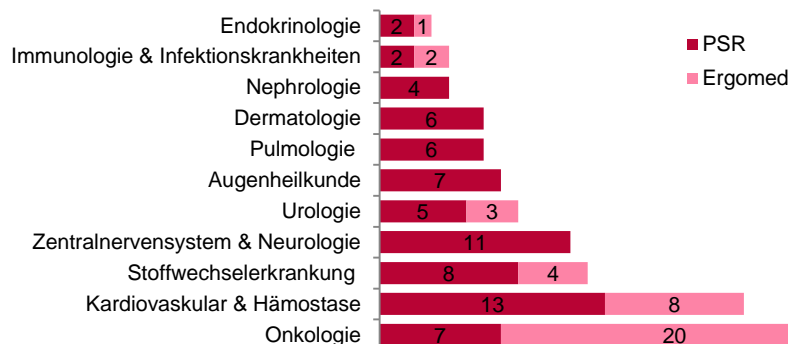
Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC; *Ab 2016 bereinigt um die erstattungsfähigen Kosten

Auch das Segment CRS lieferte einen wichtigen Umsatzbeitrag durch den starken Fokus auf Orphan Drugs. So steigerte das Segment den Netto-Umsatz um 9,1% auf 17,39 Mio. £ (VJ: 15,94 Mio. £) bei einem organischen Wachstum von 3%, was einem Netto-Umsatz von 16,42 Mio. £ im Jahr 2017 entsprechen würde. Hintergrund dieses vergleichsweise geringen organischen Wachstums war zum einen ein Währungseffekt, welcher sich positiv in 2016 auswirkte und in 2017 einen gegenläufigen Effekt hatte und zum anderen der unerwartete Ausfall eines Großprojektes. Dennoch ist die Marktdynamik in diesem Segment weiterhin hoch und bietet viel Potenzialen. So leiden weltweit rund 30 Mio. Menschen an einer seltenen Krankheit und mit dem Trend zur personalisierten Medizin und dem günstigen regulatorischen Umfeld bieten sich hieraus maßgeblich Wachstumschancen.

Erfahrung nach Indikationsgebieten (in Jahren) von PSR und Ergomed



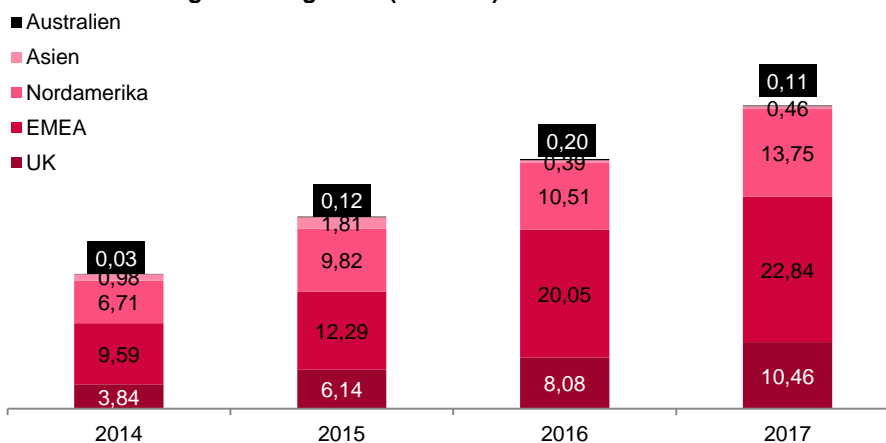
Quelle: Ergomed, GBC

In dem Bereich Orphan Drugs-CRS konnte Ergomed mit der PSR-Akquisition noch mehr Erfahrung über ein wesentlich breiteres Spektrum an klinischen Studien abdecken. PSR wurde für bis zu 5,1 Mio. £ erworben und ist ebenfalls auf Orphan Drugs spezialisiert. Die obenstehende Grafik zeigt, dass Ergomed insbesondere im Bereich der Onkologie

deutlich mehr Erfahrung aufweist als PSR, jedoch hat PSR in einer Vielzahl von anderen medizinischen Disziplinen langjährige Erfahrungen gesammelt. PSR sollte insbesondere von Ergomed's Site Management und den örtlichen Ärzteteams profitieren. Insgesamt kommt Ergomed durch diese Akquisition dem erklärten Ziel eines der global führenden CRS Unternehmens im Bereich Orphan Drugs zu werden näher.

Geografisch zeichnet sich ab, dass UK und Nordamerika weiterhin die wichtigsten Wachstumstreiber waren. Das UK-Geschäft konnte um 29,5% auf 13,75 Mio. £ (VJ: 10,51 Mio. £) ausgebaut werden und in Nordamerika steigerte sich Ergomed um 30,8% auf 13,75 Mio. £ (VJ: 10,51 Mio. £). Die umsatzstärkste Region EMEA steigerte sich trotz des bereits hohen Niveaus nochmals um 13,9% auf 22,84 Mio. £ (VJ: 20,05 Mio. £). Um das zukünftige Wachstum zu unterstützen, hat das Unternehmen erhebliche Investitionen in das Geschäft mit klinischen Forschungsdienstleistungen getätigt, insbesondere in den USA. Dies sollte den aktuell hohen Wachstumstrend in den USA noch weiter beschleunigen.

Umsatzentwicklung nach Regionen (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Ergomed ist in sehr dynamischen Märkten aktiv und schafft es darüber hinaus über das starke Wachstum sukzessive Marktanteile zu gewinnen.

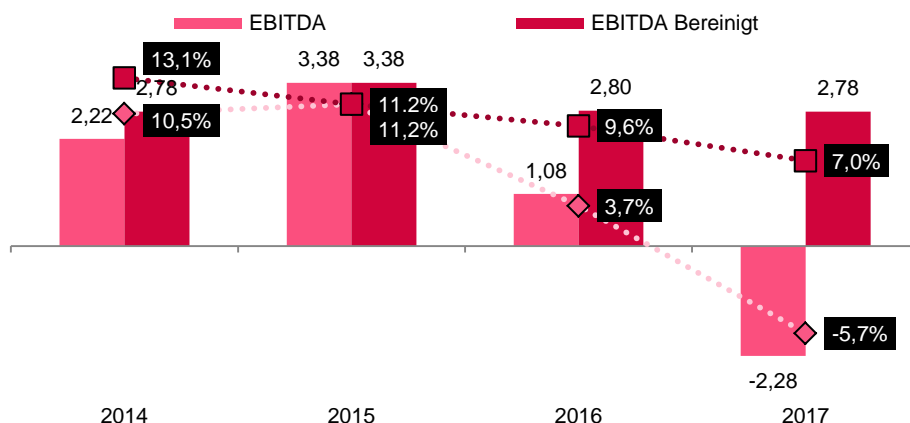
Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig entwickelte sich das Unternehmen stabil mit einem bereinigten EBITDA auf Vorjahresniveau in Höhe von 2,78 Mio. £ (VJ: 2,80 Mio. £). Jedoch reduzierte sich im gleichen Zeitraum auch die bereinigte EBITDA-Marge von 9,6% (2016) auf 7,0% (2017) durch höhere Verwaltungsaufwendungen. Bereinigt wurde das EBITDA maßgeblich um Einmalaufwendungen, welche im Rahmen von Akquisitionen angefallen sind. Im bereinigten EBITDA sind jedoch noch nicht die Forschungs- und Entwicklungskosten für Haemostatix berücksichtigt, welche den Servicebereich belasten. In die Produktentwicklung von Haemostatix wurden im Jahr 2017 2,69 Mio. £ investiert im Vergleich zu 1,25 Mio. £ im Jahr 2016. Somit würde sich das bereinigte EBITDA exklusive der Forschungsaufwendungen um 35,1% auf 5,47 Mio. £ (VJ: 4,05 Mio. £) gesteigert haben.

In der Segmentbetrachtung wird deutlich, dass der Bereich DSMI weiterhin der maßgebliche Ergebnistreiber ist. So erzielte das Segment eine EBITDA-Steigerung von 22,0% auf 4,38 Mio. £ (VJ: 3,59 Mio. £). Die Marge reduzierte sich auf 19,5% (VJ: 26,6%) aber befindet sich weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Zudem arbeitet das Unternehmen an einer robotergestützten Automatisierung von Standardprozessen im Bereich der

Pharmakovigilanz. Dies sollte erhebliches Margenpotenzial mit sich bringen, da das PV-Geschäft vergleichsweise personalintensiv ist.

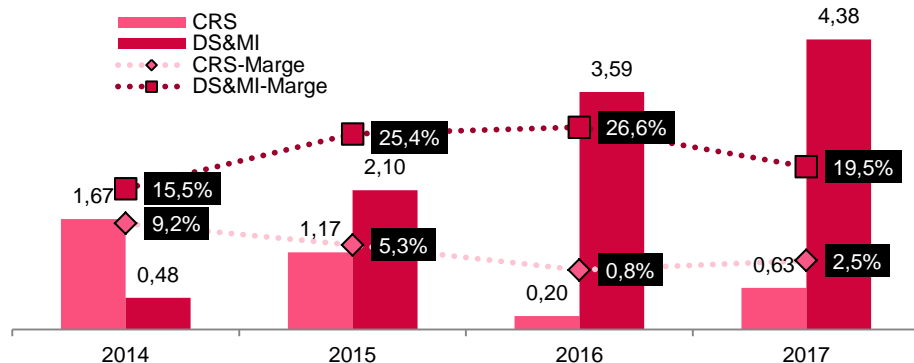
EBITDA (in Mio. £) und EBITDA Marge (in %) sowie bereinigtes EBITDA (in Mio. £) und bereinigte EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Ergomed, GBC; *Ab 2016 bezieht sich die Marge auf den Netto-Umsatz

Im Vergleich hierzu steigerte das Segment CRS das EBITDA um 210,8% auf 0,63 Mio. £ (VJ: 0,20 Mio. £) und verbesserte die Marge von 0,8% auf 2,5%. Der Grund für dieses vergleichsweise niedrige Ergebnis- und Margenniveau ist zum einen, dass dem Segment die meisten administrativen Kosten zugerechnet werden und zum anderen, dass Kosten über die Co- und Development-Pipeline anfallen.

EBITDA (in Mio. £) und EBITDA Marge (in %) nach Segmenten



Quelle: Ergomed, GBC *Ab 2016 bezieht sich die Marge auf den Netto-Umsatz

Das Management plant nun, sich vermehrt auf das profitable Servicegeschäft zu fokussieren, welches exklusive des bestehenden Co-Development-Portfolios wahrscheinlich ein deutlich höheres EBITDA als die 5,75 Mio. £ aus dem reinen Servicegeschäft erwirtschaftet hätte. Es sollen jedoch weiterhin kleinere Co-Development Vereinbarungen getroffen werden, sofern dies hilft um attraktive CRS-Projekte zu gewinnen. Diese Vereinbarungen sollten sich jedoch stark in Grenzen halten, so dass keine wesentlichen neuen Projekte zu der Co-Development Pipeline hinzukommen und auch keine Ad-hoc-Publizitäts-Pflicht besteht. Andererseits ist auch davon auszugehen, dass ein erfolgreiches Produkt aus dem Co- und Development-Portfolio signifikante Ergebniserhöhungen nach sich ziehen würde.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 konnte das Unternehmen trotz der umfangreichen Co-Development-Projekte abermals das selbstgesetzte Ziel eines positiven EBITDA erzielen. Wir gehen davon aus, dass die Entwicklung insbesondere im Segment DSMI als äußerst nachhaltig anzusehen ist und hier noch weitere Ergebnisverbesserungen möglich sind.

Bilanzielle und finanzielle Situation

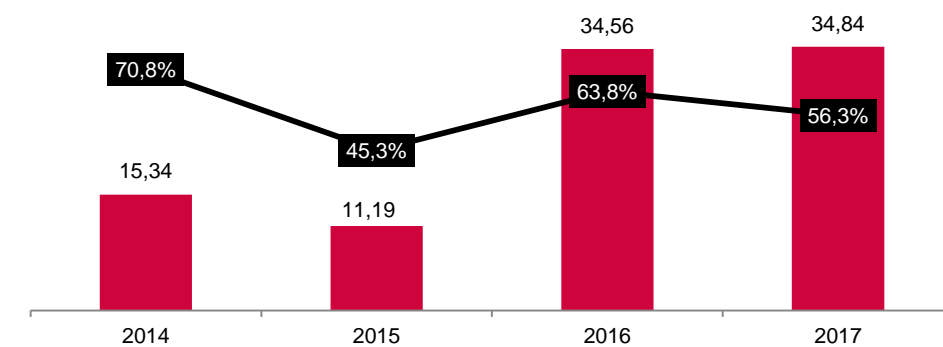
in Mio. £	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Eigenkapital	16,94	34,40	34,84
EK-Quote (in %)	68,6%	63,5%	56,3%
Goodwill	7,49	12,29	15,27
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,82	19,84	20,23
Operatives Anlagevermögen	10,64	32,84	36,58
Working Capital	2,30	6,61	5,90
Net Debt	-3,96	-4,42	-3,20
Bilanzsumme	24,69	54,19	61,91

Quelle: Ergomed, GBC

Bilanziell ist das Unternehmen solide aufgestellt und weist gegenwärtig keine verzinslichen Fremdkapitalpositionen aus. In Summe verfügt das Unternehmen so über Net Cash in Höhe von 3,20 Mio. £ (VJ: 4,42 Mio. £).

Die Cash-Position wurde im Wesentlichen durch den Investitions- und Finanzierung-Cashflow beeinflusst. Der Investitions-Cashflow reduzierte sich von -5,83 Mio. £ (31.12.2016) auf -3,92 Mio. £ (31.12.2017) bedingt durch deutlich geringe Akquisitionskosten. Gleichzeitig reduzierte sich auch der Finanzierungs-Cashflow von 8,66 Mio. £ (31.12.2016) auf 2,68 Mio. £ (31.12.2017) durch geringe Kapitalerhöhungen. Durch die stetige Akquisitionsstrategie der Ergomed sollte auch zukünftig noch eine vergleichsweise hohe Korrelation zwischen dem Finanzierungs- und dem Investitions-Cashflow bestehen. Auch auf Basis des operativen Cashflows konnten deutliche Verbesserungen erzielt werden. Der operative Cashflow belief sich auf 0,00 Mio. £ (31.12.2017) im Vergleich zu -2,37 Mio. £ im Jahr 2016.

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



Quelle: Ergomed, GBC

Das bilanzielle Eigenkapital blieb mit 34,84 Mio. £ (VJ: 34,56 Mio. £) auf einem stabilen Niveau. So konnte die Gesellschaft zum 31.12.2017 eine weiterhin sehr hohe Eigenkapitalquote von 56,3% ausweisen (VJ: 63,8%). Eigenkapitalerhöhend wirkte sich auch die Kapitalerhöhung zum 28.09.2017 aus, in der 2,90 Mio. £ eingeworben wurden, um die Akquisition des Unternehmens PSR zu ermöglichen.

Insgesamt ist das Unternehmen defensiv finanziert mit hohem Eigenkapital und keinen verzinslichen Schulden. Unseres Erachtens sollte mit der zunehmenden Profitabilität in Zukunft auch der operative Cashflow dazu beitragen können das Unternehmen zu finanzieren.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • 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 Auftragsbestandes 	<ul style="list-style-type: none"> • 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
<ul style="list-style-type: none"> • 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 PrepoStat (Haemostatix) könnte das Unternehmen durch den Patentschutz über 15 Jahre hinweg als alleiniger Anbieter von den Erträgen profitieren 	<ul style="list-style-type: none"> • CRO-Markt ist stark von wenigen großen Wettbewerbern dominiert, welche einen aktiven Konsolidierungsprozess verfolgen. Dadurch könnten Marktanteile verloren gehen • Eins 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 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse (Brutto)	47,62	53,00	64,50
Erstattungsfähige Kosten	7,61	6,00	10,00
Umsatzerlöse (Netto)	39,65	47,00	54,50
EBITDA (bereinigt)	2,78	2,80	5,00
EBITDA-Marge (bereinigt)	7,0%	6,0%	9,2%
EBITDA	-2,28	-3,00	-1,00
EBITDA-Marge	-4,8%	-5,7%	-1,6%
EBIT	-3,90	-4,55	-2,40
EBIT-Marge	-8,2%	-8,6%	-3,7%
Jahresüberschuss	-4,50	-4,59	-2,59
EPS in £	-0,11	-0,10	-0,06

Quelle: Ergomed, GBC

Umsatzprognosen

Das Unternehmen konnte in der Vergangenheit äußerst dynamisch wachsen und wir gehen davon aus, dass dieser Trend auch zukünftig fortgesetzt werden kann. Dies zeigt sich auch in dem stetig steigenden Auftragsbestand, welcher sich zum 31.12.2017 um 25,7% auf 88 Mio. £ erhöhte (VJ: 70 Mio. £).

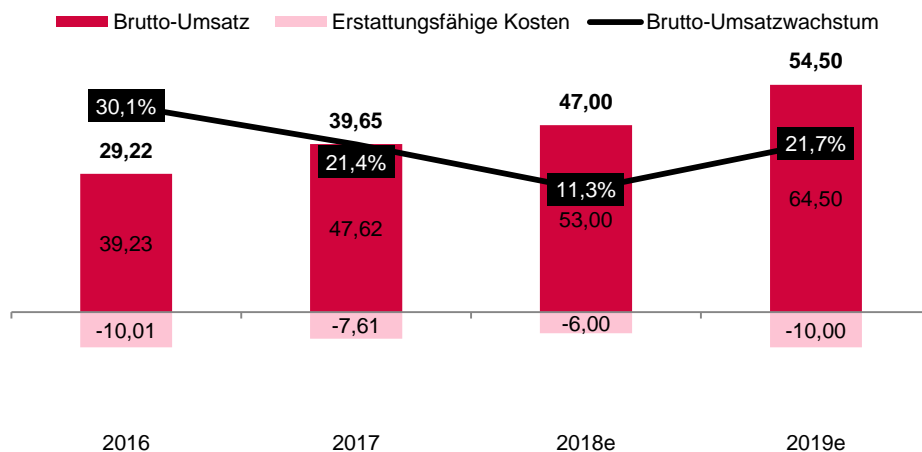
Zum 28.06.2018 vermeldet das Unternehmen eine Anpassung der Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2018. So soll der Umsatz etwa 5% unter dem Marktkonsens liegen und sich das EBITDA etwa auf Vorjahresniveau belaufen. Hintergrund dieser Entwicklung waren Projektverschiebungen in den Bereichen CRS und DSMI, welche jedoch keine mittel- bis langfristigen negativen Auswirkungen haben sollten. Im Segment CRS kam es zu einer Verschiebung einer umfangreichen Phase 3 Studie, welche ursprünglich im Februar 2018 beginnen sollte, nun aber erst im August 2018 anläuft. Hauptursächlich für diese Verschiebung waren anhaltende Verhandlungen zwischen dem Auftraggeber und den Regulierungsbehörden, welche nun beigelegt werden konnten. Weiterhin sollte ein Projekt an Ergomed übergeben werden, welches von einem anderen CRO-Anbieter betreut wurde, jedoch nicht die geplante Patientenrekrutierungszahl erreichte. Kurz vor der Übergabe des Projektes konnte der vorherige CRO-Anbieter doch noch eine größere Anzahl an Patienten gewinnen und so wurde das Projekt nicht an Ergomed übertragen.

Im Segment DSMI kam es zudem durch einen finalen Vertragsabschluss ebenfalls zu einer Verschiebung. Ergomed hat im Bereich DSMI nun eine kritische Größe erreicht, um auch von den großen Marktteilnehmern Aufträge zu erhalten. So konnte das erste Top-10 Pharmaunternehmen gewonnen werden. Der Umfang des Auftrags sowie die Preise sollen bereits final abgestimmt worden sein, jedoch nahm die Finalisierung des Vertragsentwurfs mehr Zeit in Anspruch als erwartet. Der Grund hierfür sind die hohen juristischen und Compliance-Anforderungen der großen Pharma-Unternehmen, welche komplexe Vertragsanhänge erfordern. Laut dem Management liegt der Vertrag nun final unterschrieben vor und sollte zukünftig maßgebliche Umsatz- und Ertragsbeiträge liefern. Allerdings wurden bereits seit Anfang des Jahres rund 100 weitere Mitarbeiter im Zusammenhang mit dem Großauftrag im Bereich DSMI eingestellt und verursachten entsprechende Kosten. Dennoch konnte der Auftrag nun final Verbucht werden sollte 2019 einen wichtigen Ergebnisbeitrag liefern. Dies zeigt sich auch im gesteigerten Auftragsbestand von über 100 Mio. € zum 28.06.2018

Durch die genannten Verschiebungen erwarten wir auf Bruttoebene gehen wir im Jahr 2018 von einem Brutto-Umsatzanstieg von 11,3% auf 53,00 Mio. £ aus, gefolgt von einem Umsatzwachstum von 21,7% auf 64,50 Mio. £ im Jahr 2019.

Hintergrund dieser Entwicklung ist weiterhin das hohe Wachstumsniveau des Segments DSMI, sowie eine Verbesserung der Wachstumsdynamik im Segment CRS. Das Unternehmen orientiert sich zunehmend an den Netto-Umsatzerlösen, da hier die erstattungsfähigen Kosten abgezogen werden. Die Höhe der erstattungsfähigen Kosten richtet sich größtenteils nach der Zusammensetzung der klinischen Studien im Segment CRS. Wir gehen davon aus, dass sich die erstattungsfähigen Kosten im Jahr 2018 leicht unter dem Vorjahresniveau befinden werden und sich somit auf 6,00 Mio. £ belaufen werden, gefolgt von 10,00 Mio. £ im Jahr 2019. Somit sollte der Netto-Umsatz im Jahr 2018 um 18,6% auf 47,00 Mio. £ steigen und im Jahr 2019 um 16,0% auf 54,50 Mio. £ anwachsen.

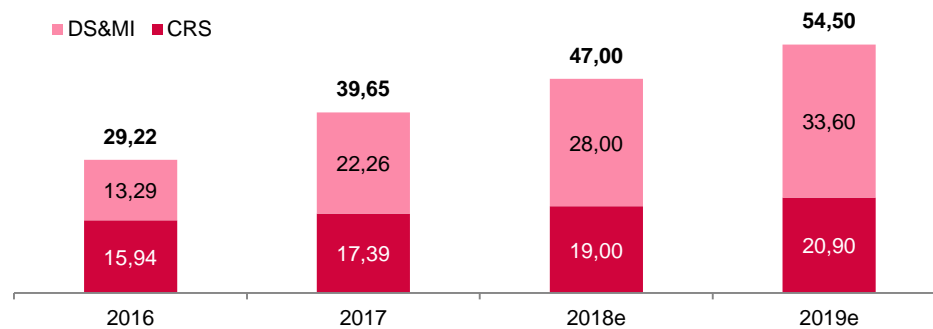
Prognose des Brutto- und Netto-Umsatzes sowie der erstattungsfähigen Kosten (in Mio. £)



Quelle: GBC; * 2017 wurden die Lizenzgebühren in Höhe von 0,37 Mio. £ nicht ausgewiesen

Wir gehen davon aus, dass das Segment CRS zukünftig wieder an Wachstumsdynamik gewinnt, da das Unternehmen plant, sich nun weniger auf die Co-Development-Pipeline zu konzentrieren. Dennoch sollen auch weniger signifikante Co-Development Vereinbarungen getroffen werden, um attraktive CRS-Projekte zu gewinnen. Diese kleineren Co-Development-Deals sollten sich jedoch weniger auf den Umsatz und vor allen weniger auf die Marge des Segments CRS niederschlagen. Gleichsam profitiert das Unternehmen durch die Akquisition von PSR. So sollte zum einen anorganischer Umsatz dem Unternehmen zufließen, zum anderen sollten aber auch die zusätzliche Erfahrung und die Kundenbeziehungen von PSR weiteres Wachstumspotenzial bieten. Nachdem das Segment CRS im vergangenen Jahr durch Wechselkurseffekte und den Wegfall eines Großprojektes um 3% organisch gewachsen ist, erwarten wir im kommenden Jahr 2018 ein Umsatzwachstum um 9,3% auf 19,00 Mio. £ (VJ: 17,39 Mio. £) gefolgt von einem weiteren Wachstum um 10,0% auf 20,90 Mio. £ im Jahr 2019. Dieses Wachstum entspricht auch dem Unternehmensziel ein führender CRS-Anbieter im Bereich Orphan Drugs zu werden. Unseres Erachtens bedeutet dies, dass das Unternehmen sich mehr als 20% Marktanteil in diesem attraktiven Nischenmarkt sichern möchte. Vor dem Hintergrund dieses ambitionierten Ziels erwarten wir auch in den kommenden 5 Jahren ein starkes Wachstum, so dass ein Umsatz in Höhe von 40 bis 45 Mio. £ erreicht werden sollte.

Netto-Umsatzprognose nach Segmenten (in Mio. £)



Quelle: GBC

Darüber hinaus sollte das Segment DS&MI weiterhin den hohen Wachstumstrend beibehalten und wir erwarten, dass ein Wachstum um 25,8% auf 28,00 Mio. £ im Jahr 2018 möglich sein sollte. Im Folgejahr 2019 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von 20,0% auf 33,60 Mio. £. Hintergrund dieser Entwicklung sind eine Vielzahl von Mikro- und Makrofaktoren. Auf der Makroebene führt eine sukzessive Zunahme an regulatorischen Verschärfungen zu einer höheren Pflicht an Pharmakovigilanz. Gleichsam werden insbesondere in den USA zunehmend Nischenmedikamente zugelassen, welche nur eine vergleichsweise kleine Anzahl an Teilnehmern in den klinischen Studien aufgewiesen haben. Dies führt dazu, dass die Regulatoren bei einer Markteinführung eine intensive Pharmakovigilanz für beispielsweise die ersten 1.000 Patienten verlangen oder, dass alle Patienten in den ersten 12 Monaten konsequent kontrolliert werden. Darüber hinaus setzen nun auch Entwicklungsländer vermehrt auf die konsequente Einhaltung von Pharmakovigilanz-Richtlinien. Diese sehr guten Marktbedingungen spiegeln sich positiv im Segment DS&MI wider.

Darüber hinaus wurden auf der Mikroebene ebenfalls viele Erfolge verzeichnet, die ebenso für ein weiteres Wachstum sprechen. So verarbeitet Ergomed nun über 100.000 Fälle pro Jahr und hat damit eine kritische Größe erreicht, um auch von größeren Marktteilnehmern als ernstzunehmender Pharmakovigilanz-Partner eingestuft zu werden. So erhält das Unternehmen nun zunehmend Zugang zu Großkunden. Diese vergeben in der Regel erstmals nur Standardaufgaben im Bereich PV, z.B. die Fallbearbeitung. Mit der Zeit werden dann in der Regel kritischere und umfangreichere Aufgaben wie z.B. die Risikobewertung an Ergomed abgegeben. So setzte sich das Wachstum von Ergomed im Bereich DS&MI im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 aus 73% Bestandskunden und 27% Neukunden zusammen. Im vorangegangenen Jahr 2016 lag die Anzahl der Bestandskunden noch bei 90%. So kann Ergomed zunehmend auch neue Kunden für den Bereich Pharmakovigilanz gewinnen.

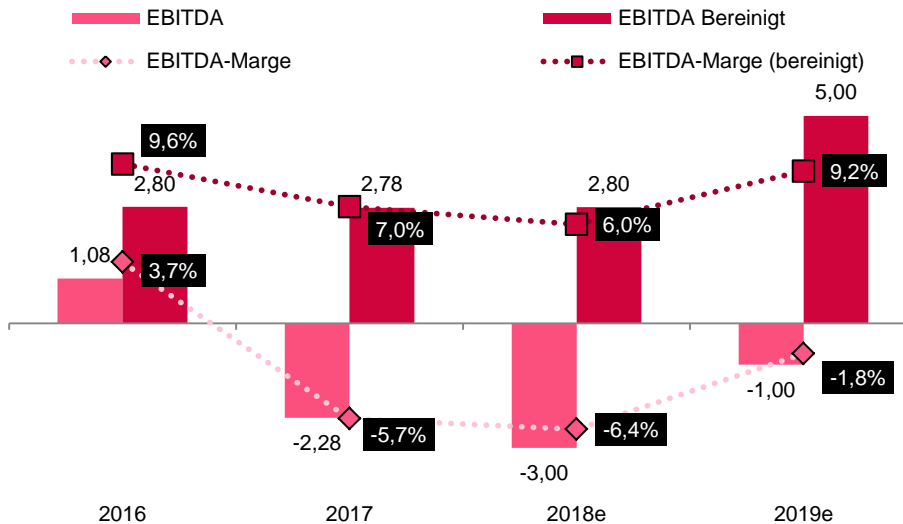
Ergebnisprognosen

Im Zuge der deutlichen Umsatzverbesserungen gehen wir nach der Verschiebung von einer sukzessiven Margenverbesserung aus und erwarten ein bereinigtes EBITDA in Höhe von 2,80 Mio. £ in 2018 und ein weiteres EBITDA-Wachstum um 78,6% auf 5,00 Mio. £ in 2019. Dies würde einer Marge von 6,0% in 2018 und 9,2% in 2019 entsprechen. Im erwarteten EBITDA sind für 2018 und 2019 jeweils 1,00 Mio. £ für die Forschung und Entwicklung inkludiert.

Bereinigt um F&E-Aufwendungen für die Entwicklung von Haemostatix würde sich somit ein Service-EBITDA in Höhe von 3,80 Mio. £ in 2018, bzw. 6,00 Mio. £ in 2019 ergeben. Wir gehen davon aus, dass die F&E-Aufwendungen nicht 1,00 Mio. £ überschreiten sollten, da Ergomed plant, die weitere Entwicklung der Produkte gemeinsam mit einem

Partnerunternehmen durchzuführen. Den getätigten Investitionen stehen bei einer erfolgreichen Markteinführung jedoch deutlich positive Ergebnisbeiträge gegenüber.

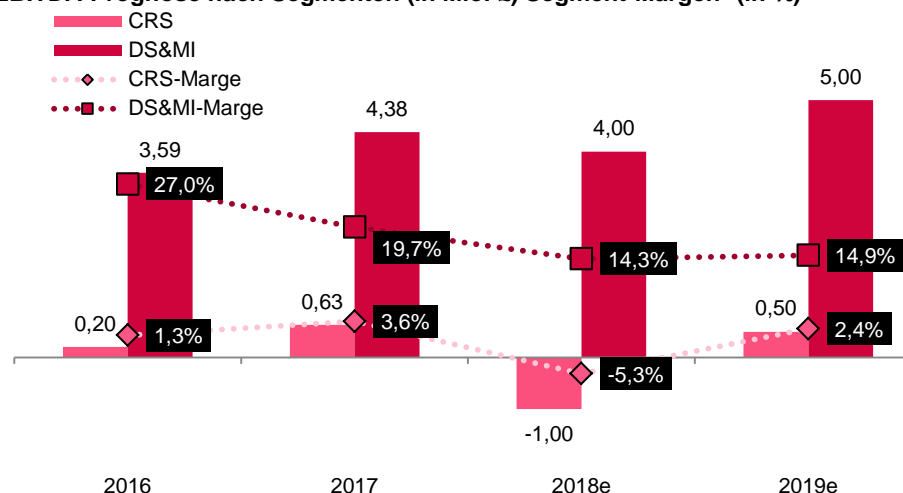
Prognose des EBITDA und der EBITDA-Marge



Quelle: GBC

Wichtigster Ergebnistreiber sollte weiterhin das Segment DS&MI sein, welches bereits in der Vergangenheit ein sehr dynamisches Wachstum bei sehr hohen Margen erreicht hat. Wir gehen davon aus, dass die beschriebenen Mikro- und Makrofaktoren zukünftig zu einer deutlichen Ausweitung der Umsätze führen sollten. Mit den steigenden Umsätzen sollten sich weitere Skalierungseffekte heben lassen und entsprechend erwarten wir eine sukzessive Margenverbesserung. Konkret gehen wir davon aus, dass sich die EBITDA-Marge auf 14,3% in 2018 belaufen wird und dann auf 14,9% in 2019 ansteigen sollte. Dies würde einem EBITDA in Höhe von 4,00 Mio. £ in 2018, bzw. 5,00 Mio. £ in 2019 entsprechen.

EBITDA-Prognose nach Segmenten (in Mio. £) Segment-Margen* (in %)



Quelle: GBC; *bezogen auf den Netto-Umsatz

Langfristig sollte die robotergestützte Automatisierung ebenfalls zu einer Margenerhöhung führen. Gegenwärtig handelt es hierbei noch um ein Pilotprojekt mit einem Roboter. Langfristig sollte sich dies jedoch zu einem klaren Wettbewerbsvorteil bzw. Margentreiber entwickeln. Durch die Roboterlösung sollte sich bei der Bearbeitung von Standardfällen eine deutliche Zeitersparnis erzielen lassen und gleichzeitig eine höhere Genauigkeit erreicht werden.

Im Segment CRS sollten ebenfalls sukzessive Margenverbesserungen möglich. Hintergrund dieser Entwicklung sollten zum einen Skalierungseffekte sein und zum anderen die Fokussierung auf weniger Co-Development Projekte. Die Unternehmerische Weiterentwicklung ist äußerst positiv zu sehen, da hierüber das zuverlässige Service-Geschäft weiter gestärkt wird. Somit sollten zukünftig geringe Belastungen durch die Co- und Development-Pipeline entstehen und somit höhere Ergebnisniveaus möglich sein. Dennoch bestehen hier durch die Internationalisierung zunehmend Fremdwährungsrisiken, welche das Unternehmen jedoch größtenteils abgesichert hat.

WAHL DES BEWERTUNGSMODELLS

Zur Bewertung der Ergomed plc. haben wir einen Sum-of-the-parts-Ansatz gewählt. Dabei haben wir das Servicegeschäft sowie das Produktgeschäft separat bewertet. Das Servicegeschäft haben wir im Rahmen der vorstehenden Prognosen mittels eines Discounted-Cashflow-Modells (Teilbewertung 1) bewertet. Hintergrund dessen ist die recht stabile Geschäftsentwicklung dieses Bereichs, einhergehend mit einer guten Planungssicherheit, der Free Cashflows der kommenden Jahre betreffend. Zu berücksichtigen ist dabei, dass zwar die Kosten für die Entwicklung der Produkte in der DCF-Betrachtung des Servicegeschäfts enthalten sind, nicht jedoch die Potenziale aus den Produkten.

Im Produktgeschäft (Co-Entwicklung/Eigenentwicklung) generiert die Ergomed plc. derzeit keine Umsatzerlöse bzw. positiven Cashflows. Zudem ist die Realisierung der sich in der Entwicklungsphase befindlichen Medikamente heute noch ungewiss. Zwar sind die Kosten für die Entwicklung der Produkte in der DCF-Betrachtung des Servicegeschäfts enthalten, nicht jedoch die Potenziale aus den Produkten. Daher haben wir zusätzlich die Potenziale des Produktportfolios mittels risikoadjustierter, diskontierter Erwartungswerte ermittelt (Teilbewertung 2). Dabei haben wir die zu erwartenden Erlöse aus dem Medikament wahrscheinlichkeitsgewichtet und vom zu erwartenden Vermarktungszeitpunkt aus diskontiert.

Zur Gesamtbewertung gelangen wir durch die Addition der fairen Werte des Servicegeschäfts sowie des Produktgeschäftes.

BEWERTUNG DES SERVICE-GESCHÄFTS (TEILBEWERTUNG 1)

Annahmen DCF-Modell

Die Ergomed plc. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 12,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,0 % angenommen, da wir nach Beendigung der initialen Entwicklungsaufwendungen für Haemostatix davon ausgehen, dass die historisch erreichten Margenniveaus wieder erzielt werden. Die Steuerquote haben wir mit 18,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Ergomed plc werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,25 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,71.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,68 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,68 %.

Bewertungsergebnis Service-Geschäft (Teilbewertung 1)

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,68 % errechnet. Den fairen Wert des Service-Geschäfts haben wir mit einem Wert von 63,27 Mio. £ ermittelt.

DCF-Modell – Service-Geschäft

Ergomed - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	12,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,0%	ewige EBITA - Marge	8,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	18,0%
Working Capital zu Umsatz	8,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. GDP									
Umsatz (US)	53,00	64,50	72,27	80,97	90,71	101,64	113,87	127,58	
US Veränderung	11,3%	21,7%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,43	1,72	1,90	2,10	2,33	2,57	2,85	3,15	
EBITDA	-3,00	-1,00	6,50	7,29	8,16	9,15	10,25	11,48	
EBITDA-Marge	-5,7%	-1,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	-4,55	-2,40	5,38	6,15	7,01	7,98	9,06	10,28	
EBITA-Marge	-8,6%	-3,7%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	8,0%	8,1%	8,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,45 10,0%	0,29 12,0%	-0,97 18,0%	-1,11 18,0%	-1,26 18,0%	-1,44 18,0%	-1,63 18,0%	-1,85 18,0%	-1,85 18,0%
EBI (NOPLAT)	-4,09	-2,11	4,41	5,04	5,75	6,54	7,43	8,43	
Kapitalrendite	-9,6%	-4,9%	10,1%	11,5%	12,8%	14,1%	15,6%	17,2%	16,9%
Working Capital (WC)	6,00	6,30	5,78	6,48	7,26	8,13	9,11	10,21	
WC zu Umsatz	11,3%	9,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in WC	-0,10	-0,30	0,52	-0,70	-0,78	-0,87	-0,98	-1,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	37,00	37,50	38,00	38,50	39,00	39,50	40,00	40,50	
AFA auf OAV	-1,55	-1,40	-1,13	-1,14	-1,16	-1,17	-1,19	-1,20	
AFA zu OAV	4,2%	3,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-1,97	-1,90	-1,63	-1,64	-1,66	-1,67	-1,69	-1,70	
Investiertes Kapital	43,00	43,80	43,78	44,98	46,26	47,63	49,11	50,71	
EBITDA	-3,00	-1,00	6,50	7,29	8,16	9,15	10,25	11,48	
Steuern auf EBITA	0,45	0,29	-0,97	-1,11	-1,26	-1,44	-1,63	-1,85	
Investitionen gesamt	-2,07	-2,20	-1,11	-2,34	-2,43	-2,54	-2,66	-2,80	
Investitionen in OAV	-1,97	-1,90	-1,63	-1,64	-1,66	-1,67	-1,69	-1,70	
Investitionen in WC	-0,10	-0,30	0,52	-0,70	-0,78	-0,87	-0,98	-1,10	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,62	-2,91	4,43	3,84	4,47	5,17	5,95	6,83	87,33

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	59,44	68,69
Barwert expliziter FCFs	16,51	21,18
Barwert des Continuing Value	42,93	47,51
Nettoschulden (Net debt)	1,96	5,42
Wert des Eigenkapitals	57,47	63,27
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	57,47	63,27

Kapitalkostenermittlung:

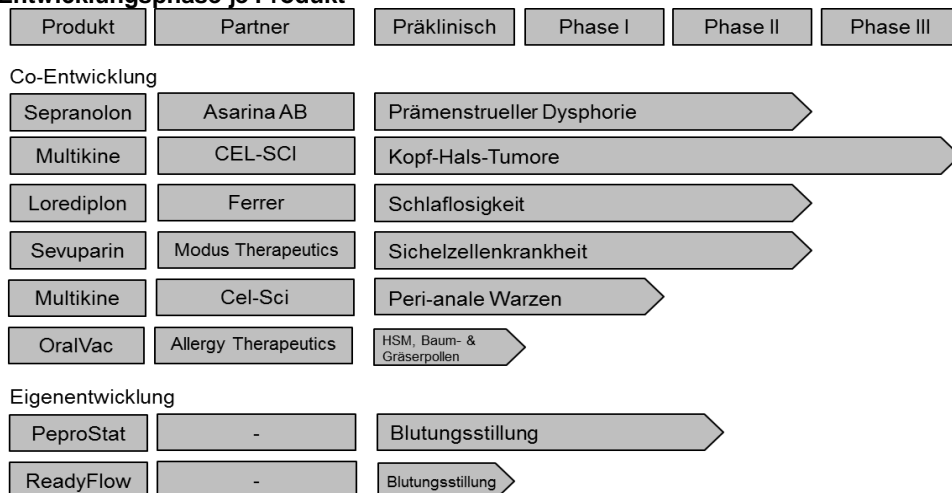
risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,71
Eigenkapitalkosten	10,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,7%

BEWERTUNG DES PRODUKTPORTFOLIOS (TEILBEWERTUNG 2)

Das Produktgeschäft wird in den kommenden Jahren voraussichtlich noch keine Umsatzbeiträge beisteuern, da die sich in der Entwicklung befindlichen Wirkstoffe noch keine Marktreife erlangt haben und auch überwiegend erst in einigen Jahren Marktreife erlangen werden. Jedoch ist auch nicht auszuschließen, dass Ergomed für die Entwicklung der Wirkstoffe der Haemostatix, die zu 100% zu Ergomed gehört, Entwicklungspartnerschaften eingeht. Dies würde bedeuten, dass eine teilweise Auslizenzierung (etwa Rechte für den Vertrieb in bestimmten Regionen) an dritte Partner erfolgt. Je nach Erfolg und Phase der klinischen Studien könnten dadurch signifikante Erträge generiert werden, noch bevor das Medikament die Marktreife erlangt hat. Ähnliches gilt für die Medikamente im Co-Entwicklungs-Portfolio. Hier könnten ebenfalls weitere Partnerschaften lanciert werden, so dass Ergomed im Rahmen der individuellen Vereinbarungen entsprechende Zahlungen erhalten könnte.

Beide möglichen Ertragsströme haben wir in unseren Umsatzprognosen jedoch unberücksichtigt gelassen, da Zeitpunkt und Größenordnung solcher Zahlungen derzeit ungewiss und kaum prognostizierbar sind. Voraussichtlich wären solche Zahlungen jedoch signifikant und würden das Bewertungsergebnis entsprechend beeinflussen. Dieser potenzielle Vorteil ist in unserer Bewertungsmethodik vielmehr in der Bewertung des Entwicklungs-Portfolios abgedeckt, als über Erlösströme innerhalb des DCF-Modells.

Entwicklungsphase je Produkt



Quelle: Ergomed, GBC

Innerhalb des Entwicklungsportfolios sind die Produkte der 100 %igen Tochtergesellschaft Haemostatix Ltd., PrepoStat und ReadyFlow voraussichtlich die Produkte mit dem höchsten Ertragspotenzial. Dies ist zum einen dadurch begründet, dass zukünftige Erträge zu 100 % Ergomed zuzurechnen sind und zum anderen dadurch, dass insbesondere PrepoStat vergleichsweise schnell die Marktreife erlangen soll. Bereits in 2017 wurde hierbei mit der Phase IIb begonnen und schon im Oktober 2017 wurden positive Ergebnisse präsentiert. In der klinischen Studie wurden alle primären Endpunkte erreicht und die Studie konnte 6 Monate vor dem eigentlichen Zeitplan abgeschlossen werden. Gegenwärtig befindet sich das Unternehmen in Verhandlungen mit potenziellen Partnern, um das Produkt gemeinsam in die klinische Phase III zu begleiten. Bezüglich Readyflow sind die präklinischen toxikologischen Arbeiten größtenteils abgeschlossen und die Phase I sollte ebenfalls gegen Ende des Jahres 2018 beginnen. Bei der Entwicklungspartnerschaft mit CEL-SCI wurde von CEL-SCI beschlossen, einen stärkeren Fokus auf die Entwicklung Multikine im Indikationsbereich Kopf-Hals-Tumore zu legen, um

hier schnellstmögliche Erfolge zu erzielen. Im Indikationsbereich Kopf-Hals-Tumore ist die klinische Studie deutlich weiter vorangeschritten als im Indikationsbereich Peri-ale Warzen. Daher gehen wir nun von einer Markteinführung im Jahr 2025 aus (bisher: 2022).

Darüber hinaus wurde im Dezember 2017 eine weitere Entwicklungspartnerschaft mit Allergy Therapeutics geschlossen. Es sollen für Allergy Therapeutics drei Produkte, nämlich OralVac Hausstaubmilben, OralVac Gräser- und OralVac Baumpollen, alle drei klinische Phasen durchlaufen. Das besondere hierbei ist, dass sich die drei Produkte bereits auf dem deutschen Markt befinden. Jedoch wurden nun vom Bundesgesundheitsministerium klinische Studien zum Nachweis der Wirksamkeit gefordert. Unseres Erachtens könnte sich die Umsatzbeteiligung auf rund 8% nach Abschluss der Phase III belaufen. Gegenwärtig schätzen wir den Marktumsatz der drei Produkte zusammen auf 35. Mio. USD und erwarten einen Abschluss der Studien im Jahr 2022. Zudem gibt es auf dem Markt ähnlich Produkte, die jedoch einen deutlich geringen Marktanteil besitzen. Diese kleineren Produkte sollen ebenfalls dazu aufgefordert worden sein eine Wirksamkeit über klinische Studien nachzuweisen. Es könnte sein, dass der Marktanteil so gering ist, dass sich diese Produkteigentümer gegen die klinischen Studien entscheiden und somit die Produkte vom Markt nehmen müssten. Dies würde dazu führen, dass der potenzielle Marktanteil von OralVac noch einmal zulegen würde.

Insgesamt legen wir für das Produktportfolio folgende Marktpotenziale und Planungen zur Markteinführung zu Grunde:

Unternehmen	Produkte	Phase	Potenzial in \$m	Potenzial in Pfund	Markteinführung
Asarina AB	Sepranolon	Phase II	500	390	2021
CEL-SCI	Multikine	Phase III	1400	1092	2020
Ferrer	Lorediplon	Phase II	650	507	2020
Modus Therapeutics	Sevuparin	Phase II	236	184	2022
CEL-SCI	Multikine	Phase I	300	234	2025
Allergy Therapeutics	OralVac	Phase I	35	26	2022
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	200	156	2020
Haemostatix	Readyflow	Phase I	200	156	2022

Quelle: Aeterna Zentaris, CELI-SCI, Stifel, Oriol, Ergomed, Haemostatix
*Wechselkurs USD/GBP zum 31.06.18: 0,75211

Hinsichtlich der Wahrscheinlichkeit der Produkteinführung haben wir auf Basis von Marktstudien (*Clinical Development Success Rates 2006-2015*) die durchschnittlichen Größenordnungen für das Erreichen der Marktreife für Medikamente in den einzelnen Phasen zu Grunde gelegt. Diese werden mit dem zu erwartenden Anteil an den Erlösen für Ergomed multipliziert und vom Jahr der erwarteten Markteinführung diskontiert. Der Umsatzanteil an den Haemostatix-Produkten beträgt 100 %, da das Unternehmen eine 100 %ige Tochtergesellschaft von Ergomed ist.

Unternehmen	Produkt	Phase	Wahrscheinlichkeit*	Umsatzanteil
Asarina AB	Sepranolon	Phase II	11,6%	9%
CEL-SCI	Multikine	Phase III	33,0%	5%
Ferrer	Lorediplon	Phase II	11,6%	11%
Modus Therapeutics	Sevuparin	Phase II	35,7%	5%
CEL-SCI	Multikine	Phase I	11,1%	5%
Allergy Therapeutics	OralVac	Phase I	67,6%	8%
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	35,7%	100%
Haemostatix	Readyflow	Phase I	10,0%	100%

*Quelle: *Clinical Development Success Rates 2006-2015, Juni 2016*

Wir haben die sich ergebenden Resultate mit drei verschiedenen Faktoren diskontiert (10 %, 15 %, 20 %), um daraus einen Mittelwert zu bilden. Der daraus resultierende Wert des Ertragspotenzials aus dem Produktportfolio beträgt 96,28 Mio. £.

Unternehmen	Produkt	Phase	10%	15%	20%
Asarina AB	Sepranolon	Phase II	2,84	2,43	2,10
CEL-SCI	Multikine	Phase III	13,81	12,37	11,14
Ferrer	Lorediplon	Phase II	4,96	4,44	4,00
Modus Therapeutics	Sevuparin	Phase II	2,08	1,71	1,41
CEL-SCI	Multikine	Phase I	0,62	0,44	0,32
Allergy Therapeutics	OralVac	Phase I	75,33	67,48	60,74
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	9,88	8,10	6,70
Haemostatix	Readyflow	Phase I	0,94	0,77	0,63
Summe			110,45	97,74	87,03
Gewichtung			33 %	33 %	33 %
Wert des Entwicklungsportfolios (Teilbewertung 2)			98,40		

Bewertungsergebnis Produktportfolio (Teilbewertung 2)

Den fairen Wert des **Produktportfolios** haben wir mit einem Wert von **98,40 Mio. £** ermittelt.

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

Aus den Teilbewertungen 1 und 2 ergibt sich eine Gesamtbewertung von 161,67 Mio. £. Auf Basis einer verwässerten Anzahl an Aktien in Höhe von 44,87 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 3,60 £. Umgerechnet in Euro ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 4,08 €.

Wert des Service-Geschäfts (DCF-Modell) – Teilbewertung 1	63,27 Mio. £
Wert des Produktgeschäfts (Diskontierte Erwartungswerte) – Teilbewertung 2	98,40 Mio. £
Gesamtbewertung (Teilwert 1 + Teilwert 2)	161,67 Mio. £
Verwässerte Anzahl an Aktien	44,87 Mio. Stück
Fairer Wert je Aktie in £	3,60 £
Fairer Wert je Aktie in € (Wechselkurs zum 12.07.2018 GBP/EUR: 1,1329)	4,08 €

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 UK 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 anderen 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 § 85 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- 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.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. 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-Str. 24-28, 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

§ 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