



Researchstudie (Anno)

Verona Pharma plc



**Hohe Finanzierungszusagen für Kapitalerhöhung sichern
klinische Weiterentwicklung von RPL554**

Kursziel: 0,15 EUR

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

EXECUTIVE SUMMARY

- Auf der am 22.07.2016 stattfindenden außerordentlichen Hauptversammlung plant die Verona Pharma plc die Genehmigung zur bisher größten Kapitalerhöhung der Unternehmensgeschichte einzuholen. Für den geplanten Bruttoemissionserlös in Höhe von 44,70 Mio. GBP liegen bereits feste Zeichnungszusagen von bestehenden Aktionären sowie von einigen renommierten neuen Biotech-Investoren vor. Zudem plant Verona ein Listing an der NASDAQ (US IPO), im Rahmen dessen in den kommenden Quartalen ebenfalls eine Kapitalerhöhung stattfinden soll. Der Großteil des eingeworbenen Kapitals soll für die klinische Weiterentwicklung von RPL554 verwendet werden.
- Mit dem Schwerpunkt auf der Entwicklung von innovativen Arzneimitteln zur Behandlung von Atemwegserkrankungen (COPD; Mukoviszidose; Asthma) befindet sich die Verona Pharma plc derzeit in der klinischen Zulassungsphase des Hauptproduktes RPL554. Am weitesten fortgeschritten ist dabei die klinische Zulassung für die Behandlung von COPD (chronic obstructive pulmonary disease; chronisch obstruktive Lungenerkrankung), einer Erkrankung, welche von hohen Fallzahlen und damit von einem hohen Marktvolumen geprägt ist.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 standen die Beschleunigung sowie die Ausweitung der klinischen Entwicklung von RPL554 im Vordergrund. Insgesamt wurden dabei im Rahmen von drei klinischen Studien neue Daten gesammelt sowie neue Anwendungsbereiche des Hauptproduktes erforscht. Im Mai 2016 hat Verona vielversprechende erste Ergebnisse der klinischen Studie Phase IIa (COPD in Kombination mit Standardtherapien) veröffentlicht. Dabei konnten sowohl das Primärziel (bronchienerweiterte Wirkung) als auch das Sekundärziel (Verringerung der in der Lunge eingeschlossenen Luft) mit einer hohen Signifikanz erreicht werden.
- Auf Grundlage des Vermarktungszeitplans rechnen wir mit den ersten Umsätzen ab dem Geschäftsjahr 2020. Dabei planen wir den Vermarktungsbeginn von RPL554 für den Einsatz im Krankenhaus und bei Fachärzten, primär für den Bereich COPD sowie bei Asthma. Ausgehend von der hohen Grundgesamtheit bei den Erkranktenzahlen sollten die Verona-Umsätze im Erfolgsfall schnell auf etwa 200,00 Mio. € (GJ 2023) ansteigen. Konservativ rechnen wir zunächst im Falle einer Eigenvermarktung mit einem niedrigen Marktanteil. Dabei verfügt die Gesellschaft über ein hochskalierbares Geschäftsmodell. Vor diesem Hintergrund unterstellen wir eine nachhaltig erreichbare, hohe EBIT-Marge in Höhe von 78,3 %. Die aktuelle angekündigte Kapitalerhöhung soll für einen über die kommenden Geschäftsjahre hinausreichenden Liquiditätsbestand sorgen.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert (Post Money) von 308,36 Mio. GBP oder 0,15 € (0,12 GBP) je Aktie ermittelt. Damit heben wir den bisherigen fairen Unternehmenswert in Höhe von 114,30 Mio. GBP (siehe Researchstudie vom 22.02.2016) deutlich an. Diese Anhebung erfolgt vor dem Hintergrund des bei erfolgreicher Kapitalerhöhung geringeren Risikos, da die Finanzierung der klinischen Produktentwicklung von RPL554 nahezu vollständig sichergestellt ist. Es handelt sich hier um eine Post Money-Bewertung unter Berücksichtigung der kommenden Kapitalmaßnahmen. Für die Ermittlung des Kursziels haben wir einen Bewertungsabschlag von 77,2 % vorgenommen. Dies entspricht dem im Rahmen einer Metaanalyse ermittelten Risiko, wonach 77,2% der Arzneimittel in einer Studienphase-II die Marktzulassung nicht erreichen. Bei einem entsprechenden klinischen Fortschritt reduziert sich das Risiko und folglich erhöht sich das Kursziel. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs von 0,03 GBP vergeben wir das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

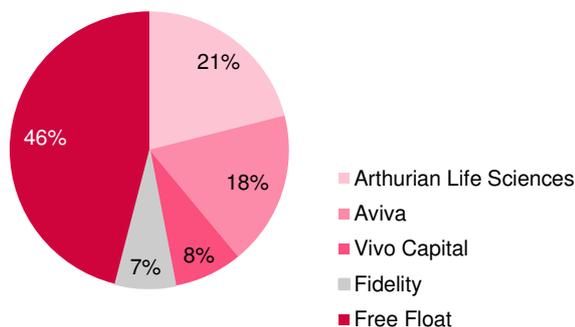
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Aktuelle Kapitalerhöhung	4
Eckdaten der Kapitalerhöhung	4
Mittelverwendung	4
Neue renommierte Biotech-Investoren	5
Entwicklungspipeline.....	5
RPL554 für den Indikationsbereich COPD.....	6
Indikationsbereich Mukoviszidose.....	8
Indikationsbereich Asthma.....	8
Operative Kennzahlen zum 31.12.2015.....	10
Umsatz- und Ergebnisentwicklung zum 31.12.2015.....	10
Finanzielle und bilanzielle Situation zum 31.12.2015.....	11
Prognosen und Modellannahmen	12
Prognosegrundlagen.....	12
Umsatzprognosen 2016 - 2023.....	12
Ergebnisprognosen 2015 – 2022	13
Wichtige Bewertungsparameter	14
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	28.06.2016
Arthurian Life Sciences	21%
Aviva	18%
Vivo Capital	8%
Fidelity	7%
Free Float	46%

Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG



Aktuelle Kapitalerhöhung

Eckdaten der Kapitalerhöhung

Auf der am 22.07.2016 einberufenen außerordentlichen Hauptversammlung plant Verona, sich die Genehmigung zur bisher größten Kapitalerhöhung der Unternehmensgeschichte einzuholen. Zunächst ist dabei die Ausgabe von 1,55 Mrd. neuen Aktien zu einem Ausgabepreis von 2,873 Pence geplant, wodurch sich ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 44,70 Mio. GBP ergibt. Gemäß Unternehmensangaben gibt es für diese bezugsrechtslose Kapitalmaßnahme bereits feste Zeichnungszusagen, hauptsächlich von bekannten Biotech-Fonds aus den USA, Großbritannien und Europa.

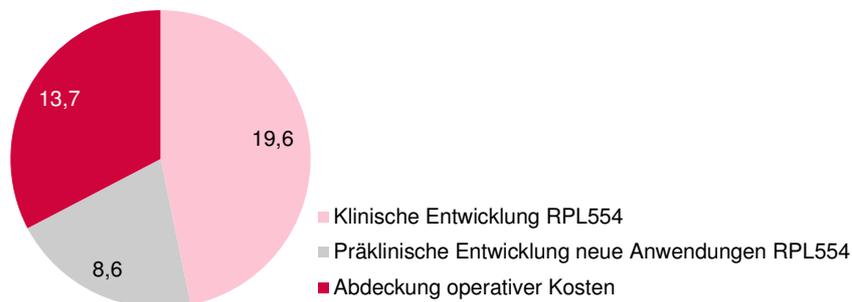
Die im Rahmen der geplanten Kapitalmaßnahme herausgegebenen Aktien enthalten jeweils einen zusätzlichen Optionsbestandteil, welcher zum künftigen Bezug von 0,4 Verona-Aktien zu einem Preis von 3,4476 Pence berechtigt. Der vierjährige Ausübungszeitraum der Aktienoptionen beginnt ein Jahr nach der geplanten Kapitalmaßnahme. Bei einer vollständigen Ausübung würden damit insgesamt zusätzlich 622 Mio. neue Aktien ausgegeben werden.

Ein dritter Bestandteil der mit Meldung vom 17.06.2016 angekündigten geplanten Kapitalerhöhung ist die geplante Platzierung einer zweiten Tranche, welche mit einem Listing an der NASDAQ (US IPO) gekoppelt ist. Demnach zielt Verona darauf ab, im Rahmen eines Erstlisting am US-Amerikanischen Aktienmarkt weitere Aktien in einem noch nicht genannten Umfang herauszugeben. Auch für diese zweite Tranche bestehen bereits Zusagen seitens der Großaktionäre bzw. US-amerikanischen Aktionären.

Mittelverwendung

Bei einem Bruttoemissionserlös der ersten Tranche in Höhe von 44,70 Mio. GBP erwartet die Gesellschaft einen Nettoliquiditätszufluss in Höhe von ca. 41,9 Mio. GBP. Der überwiegende Teil des Emissionserlöses soll dabei für die klinische Weiterentwicklung des Hauptproduktes RPL554 verwendet werden. Insgesamt 19,6 Mio. GBP sollen für eine Phase IIb-Dosisfindungsstudie (COPD), für eine kurzlaufende Studie für den Nachweis des antientzündlichen Effektes sowie darüber hinaus für die Weiterentwicklung im Indikationsbereich zystische Fibrose (Mukoviszidose) verwendet werden. Weitere 8,6 Mio. GBP sollen für die präklinische Entwicklung weiterer Anwendungsformen von RPL554 verwendet werden. Die restlichen 13,7 Mio. GBP sind zur Abdeckung der allgemeinen operativen Kosten vorgesehen:

Mittelverwendung (in Mio. GBP)



Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Bis zur Beendigung der klinischen Zulassungsphase und damit bis zum Vermarktungsbeginn von RPL554, haben wir einen Kapitalbedarf von insgesamt nahezu 115 Mio. GBP ermittelt. Alleine durch die aktuelle Kapitalerhöhung dürfte die Verona in der Lage sein, die klinische Entwicklung des Hauptproduktes nahezu vollständig zu finanzieren.

Neue renommierte Biotech-Investoren

Für die geplante Kapitalerhöhung liegen bereits feste Zeichnungszusagen insbesondere von den renommierten Schlüsselinvestoren Vivo Capital, OrbiMed und Edmond de Rothschild Investment Partners vor. Weitere bekannte Investoren sind New Enterprise Associates, Novo A/S, Abingworth und Aisling Capital sowie die bereits bestehenden Investoren Arix Bioscience, Hargreave Hale und Polar Capital. Nach Abschluss der geplanten Kapitalmaßnahme verfügt die Gesellschaft damit über eine breite Basis an renommierten Investoren aus dem Biotechbereich, wodurch in unseren Augen das Finanzierungsrisiko der klinischen Entwicklung von RPL554 sowie mögliche weitere Finanzierungsrunden bereits frühzeitig deutlich verringert wird.

Insbesondere der Umstand, wonach die Verona in der Lage ist, gleich mehrere namhafte Biotech-Investoren für sich zu gewinnen ist hier erwähnenswert. Offensichtlich wird hier dem Management sowie dem Produkt ein hohes Erfolgspotenzial zugetraut.

Entwicklungspipeline

Projekt	Indikation	Präklinisch	Phase I	Phase II		Phase III	Anwendung
				a	b		
RPL554	COPD – Exazerbation	█	█	█			Krankenhaus Facharzt
RPL554	COPD- Erhaltungstherapie	█	█	█			Stabilisierungstherapie
RPL554	Akute Asthma	█	█	█			Krankenhaus Facharzt
RPL554	Zystische Fibrose (CF)/Mukoviszidose	█					Krankenhaus Facharzt
RPL554	COPD/CF Dry powder	█					Krankenhaus Facharzt

Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Die Entwicklungspipeline der Verona Pharma plc (kurz: Verona) umfasst die Entwicklung von innovativen verschreibungspflichtigen Arzneimitteln zur Behandlung von Atemwegserkrankungen. Das Hauptprodukt der Gesellschaft ist dabei RPL554, ein dualer Inhibitor (Hemmstoff), welcher auf die beiden Enzyme Phosphodiesterase 3 (PDE3) und Phosphodiesterase 4 (PDE4) einwirkt. Aufgrund der umfangreichen Wirkungsweise dieses Produktes können verschiedene Indikationsgebiete im Bereich der Atemwegserkrankungen abgedeckt werden.

Derzeit wird bei RPL554 die Zulassung für drei Indikationsgebiete angestrebt. Am weitesten fortgeschritten ist die klinische Zulassung für die stationäre Behandlung bei voranschreitender COPD (chronic obstructive pulmonary disease = Chronisch obstruktive Lungenerkrankung), für die bereits im Rahmen einer Phase-IIa-Studie eine gute Toleranz und damit gute Verträglichkeit nachgewiesen wurde. Flankierend hierzu wird aktuell eine klinische Zulassungsstudie für die Verwendung von RPL554 bei COPD als zusätzliche Behandlung zur aktuellen Standardbehandlung geplant. Hier handelt es sich um die stationäre Behandlung sowie um eine 30tägige darauffolgende Therapiephase bei einer akuten COPD-Verschlechterung.

Eine zweite und sehr interessante Indikation ist Mukoviszidose. Hier wurden präklinisch ermutigende Wirksamkeitsdaten generiert, die eine klinische Entwicklung nahe legen. Im Rahmen der klinischen Entwicklung bei Asthma, einem weiteren Indikationsbereich von RPL554, wurde eine Phase-IIa-Studie in UK und Schweden erfolgreich abgeschlossen.

RPL554 für den Indikationsbereich COPD

COPD (chronic obstructive pulmonary disease) ist eine global weit verbreitete und irreversible Lungenerkrankung. Der Begriff „obstructive“ besagt, dass es sich bei dieser Krankheit um eine Verengung der Atemwege handelt, welche von Atemnot, Husten und Auswurf (AHA-Anzeichen) begleitet wird. Da der typische Auslöser und damit der größte Risikofaktor für diese permanente Verengung der unteren Atemwege das Rauchen ist, wird COPD als auch „Raucherhusten“ bezeichnet.

Der grundsätzlich vielfältige Therapieansatz bei COPD richtet sich nach dem Schweregrad der Erkrankung. Das Behandlungsziel besteht primär darin, das Fortschreiten der Erkrankung zu verlangsamen und damit die Lebensqualität zu erhalten. Aufgrund der Irreversibilität von COPD ist eine Ausheilung zwar nicht mehr möglich, das Fortschreiten der Erkrankung lässt sich jedoch über mehrere Jahre hinweg hinauszögern. Zu den Behandlungsstandards werden derzeit sowohl medikamentöse als auch nicht-medikamentöse Verfahren herangezogen.

Die Standardbehandlung von COPD ist die Inhalation oder, je nach körperlicher Verfassung, die Einnahme von Bronchodilatoren in Verbindung mit Kortikosteroiden. Durch diese Kombination sollen sowohl eine Muskelrelaxation als auch eine Hemmung einer möglichen Entzündung erreicht werden. Während diese Standardbehandlung bei einem soliden sowie milden Krankheitsverlauf gut anspricht, kann jedoch die Wirkung bei akuten und schweren COPD-Verläufen, insbesondere bei einer stationären Behandlung, nicht ausreichend sein (Quelle: www.thelancet.com/respiratory). Das Sicherheitsprofil der derzeitigen Standardbehandlungsmethoden ist zudem ein wichtiger Faktor. Beispielsweise hatten im Jahr 2010 Mitglieder der FDA (Food and Drug Administration) die Sorge über ein erhöhtes Risiko bei der Behandlung von Asthma mit langanhaltenden Beta-2-Agonisten zum Ausdruck gebracht. Demnach wurde im Rahmen von Studien eine erhöhte Gefahr für schwere und lebensbedrohliche Asthmaanfälle ermittelt. Letztendlich hat dies zur Empfehlung geführt, langhaltende Beta-2-Agonisten immer als Kombinationstherapie anzuwenden, um das Risiko eines Anfalls zu reduzieren.

Zudem wurde im Rahmen einer umfangreichen Untersuchung ein hohes Risiko von schweren Lungenentzündungen bei der Behandlung von COPD mit Kortikosteroiden ermittelt (Quelle: Inhaled corticosteroids in COPD and the risk of serious pneumonia). Dabei wurde die Kortikosteroid-Behandlung mit einer 69%igen Steigerung schwerer Lungenentzündungen bei COPD-Patienten in Verbindung gebracht.

Vor diesem Hintergrund soll das von Verona entwickelte, dual wirkende RPL554 auf Grundlage von Inhibition der PDE3- und PDE4-Enzyme einen hohen medizinischen Bedarf abdecken. Die PDEs (Phosphodiesterase) sind eine Gruppe von Enzymen, die für verschiedene Gewebefunktionen verantwortlich sind. Durch die Inhibition (Hemmung) dieser Enzyme können dabei die entsprechenden Funktionen ausgeschaltet und damit eine gewünschte Wirkung erzielt werden.

PDE3-Inhibitoren wurden dabei ursprünglich als orale Therapien für die Behandlung bei Herzerkrankungen entwickelt, da durch die Hemmung von PDE3 die Kontraktionskraft des Herzens erhöht wird. Da jedoch PDE3 auch in der Atemmuskulatur vorkommt, führt die entsprechende Hemmung dieses Enzyms zu einer Erweiterung der Atemwege und damit zu einer Verringerung des Atemwiderstands. Da es sich bei RPL554 um ein zu inhalierendes Produkt handelt, werden mögliche Grenzwerte für Herz-Kreislaufkrankungen eingehalten. PDE4, als zweites Enzym des Verona-Produktes, ist das wichtigste PDE-Enzym innerhalb der Entzündungszellen und hat bei entsprechender Hemmung bereits einen nachgewiesenen hohen antientzündlichen Effekt. Neuesten Erkenntnissen zufolge geht eine Kombination aus PDE3 und PDE4-Inhibitoren mit hohen Synergieeffekten einher, wodurch mit einer insgesamt höheren Wirksamkeit zu rechnen ist, als beim alleinigen Einsatz einer der beiden Inhibitoren.

Klinische Studien belegen die Wirksamkeit und Verträglichkeit von RPL554

Studie	Indikationsbereich	Endpunkt	Studienzeitraum ab	Studienzeitraum bis	Anzahl Probanden
Phase I/IIa	Heuschnupfen + Asthma	Sicherheit + Wirkung	02.2009	09.2009	34
Dosierungsstudie	Mildes Asthma	Sicherheit bei höherer Dosierung von RPL554	11.2010	02.2011	20
Phase II	COPD	Nachweis über Bronchodilatation + Sicherheit	04.2011	08.2011	12
Phase II	Milde Asthma	Nachweis über Bronchodilatation	05.2011	08.2011	12
Experimentelle Studie	COPD	Nachweis des antientzündlichen Effektes	07.2012	03.2013	21
Phase I/II (SAD/MAD)	COPD	Sicherheit + Bronchodilatation bei neuer Zusammensetzung von RPL554	01.2015	09.2015	bis zu 120
Phase IIa	Asthma	Dosierungsfindung	06.2015	Studie läuft noch	bis zu 30
Phase IIa	COPD	Nachweis der Bronchodilatation bei RPL554 in Kombination mit Beta-2-Agonisten und Anticholinergika	10.2015	Primär- und Sekundärziel wurden erreicht	bis zu 30

Quelle: Verona Pharm plc; GBC AG

Für beide Indikationsbereiche COPD und Asthma hat Verona in insgesamt acht verschiedenen Studien bis zu etwa 240 Probanden mit RPL554 behandelt. Neben der Sicherheit stand dabei die kombinierte Wirkweise dieses Produktes, mit dem Effekt einer Bronchodilatation sowie der antientzündlichen Wirkung im Vordergrund.

Aufgrund der schnellen Wirksamkeit bei der Anwendung der kombinierten PDE3/PDE4-Inhibitoren ist eine Anwendung von RPL554 in akuten Situationen denkbar. Demnach adressiert Verona zunächst den Klinikbereich, in dem akute Exazerbationen bei COPD behandelt werden. Der Einsatz von RPL554 bei langfristigen Stabilisierungstherapien ist jedoch auch möglich. Diesbezüglich wird derzeit eine Phase IIa-Studie zum Nachweis der Bronchodilatation in Kombination mit Beta-2-Agonisten und Anticholinergika durchgeführt. Dabei soll das Verona-Produkt als Zusatzmedikation bzw. Stand-Alone-Therapie zur Standardtherapie bei stabilen COPD-Patienten aufgebaut werden. Gemäß ersten Ergebnissen (Mai 2016) konnten im Rahmen dieser IIa-Studie sowohl das Primär- als auch das Sekundärziel erreicht werden. Dabei wurde in der Kombination mit den Standardtherapien eine hochsignifikante bronchienerweiternde Wirkung sowie der Nachweis über eine Verringerung der in der Lunge eingeschlossenen Luft erbracht.

Zudem wurde eine neue Zusammensetzung von RPL554, mit dem Ziel einer besseren Anwendbarkeit für Patienten sowie einer leichteren Kommerzialisierung, entwickelt. Innerhalb einer in 2015 umfangreich durchgeführten Phase-I/II-Studie wurde bei bis zu 120 Patienten das Sicherheitsprofil dieser neuen Zusammensetzung untersucht. Das primäre Studienziel wurde gemäß Unternehmensmeldung vom 29. September 2015 erreicht, wobei eine gute Verträglichkeit über alle Dosierungen hinweg (bis zu 16 Mal höher als bisherige Dosierungen) zu beobachten war. Darüber hinaus verbesserte sich, im Einklang mit den bisherigen Studienergebnissen, die Lungenfunktion signifikant.

Indikationsbereich Mukoviszidose

Ende September 2014 hat Verona bekannt gegeben, dass auch eine Abdeckung des Indikationsbereiches Mukoviszidose (zystische Fibrose) beabsichtigt ist. Diese Ausweitung basiert dabei auf der Erkenntnis, dass RPL554 in der Lage ist, den so genannten CFTR (Cystic Fibrosis Transmembrane Conductance Regulator), ein Protein, dessen Fehlen für die Entstehung von Mukoviszidose verantwortlich ist, zu aktivieren. Zudem scheint der anti-entzündliche Wirkansatz in Kombination mit dem Bronchodilatations-Effekt bei der Behandlung von Mukoviszidose vielversprechend, da im Rahmen des aktuellen Behandlungsstandards genau diese beiden Wirkungen beabsichtigt werden. Damit wird der mögliche vielfältige Einsatz von RPL554 bei Atemwegserkrankungen sichtbar und folglich das Zukunftspotenzial belegt.

Indikationsbereich Asthma

Aufgrund des ähnlichen Krankheitsbildes und der vergleichbaren Therapie zwischen Asthma und COPD ist eine Abdeckung beider Indikationsbereiche für die klinische Entwicklung von RPL554 möglich. Im März 2016 wurde eine Dosierungsfindungsstudie (Phase-IIa) in UK und Schweden an insgesamt bis zu 30 Patienten erfolgreich abgeschlossen. Auch bei Asthma handelt es sich um eine chronisch-entzündliche Erkrankung der unteren Atemwege, welche von Atemnot, einer vermehrten Bildung von Schleim sowie Verkrampfung der Bronchialmuskulatur geprägt ist. Dementsprechend sind die pharmakologischen Therapien, insbesondere bei akuten Asthmaanfällen, vergleichbar mit der COPD-Therapie.

In einer akuten Situation werden dabei in der Regel, neben der primären Sauerstoffzufuhr (Sonde, Maske) kurzwirksame Beta-2-Agonisten inhalativ oder intravenös verabreicht. Ähnlich wie bei COPD steht hier die schnelle Bronchodilatation im Vordergrund, welche durch ein Andocken an die so genannten Beta-2-Rezeptoren umgesetzt wird. Zu der Gruppe der so genannten „Reliever“ zählen auch die Anticholinergika, die gleichfalls eine Entspannung der Atemmuskulatur bewirken.

Parallel dazu wird mit einem anti-entzündlichen Therapieansatz die zugrundliegende akute Entzündung bekämpft. Gemäß der „Handlungsleitlinie Asthma bronchiale“ wird hier die Beigabe von Kortikosteroiden empfohlen, einer Wirkungsklasse, welche auch bei der Behandlung von COPD verwendet wird.

Der duale Wirkansatz von RPL554 deckt damit beide notwendigen Handlungsstränge bei der Standardbehandlung akuter Asthmaanfälle innerhalb eines Produktes ab. Die positive Wirkung, insbesondere in Bezug auf eine beabsichtigte Bronchodilatation, wurde bei einer im Jahr 2011 durchgeführten klinischen Phase-II-Studie in UK erbracht.

OPERATIVE KENNZAHLEN ZUM 31.12.2015

Umsatz- und Ergebnisentwicklung zum 31.12.2015

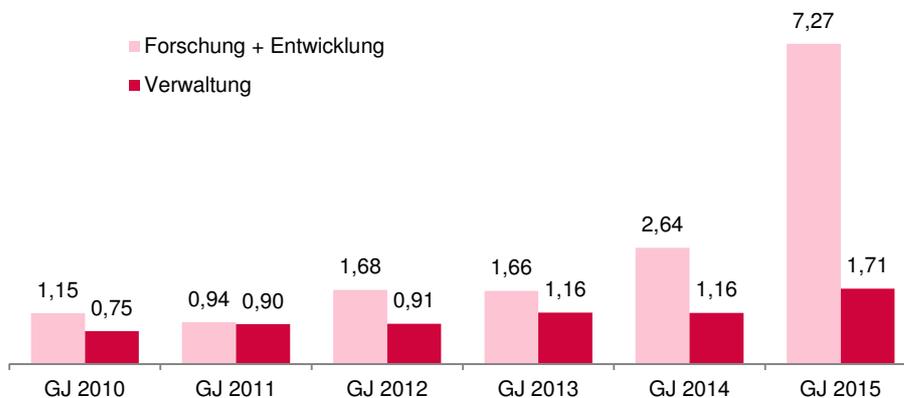
in Mio. GBP	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00
F&E-Kosten	1,68	1,66	2,64	7,27
Verwaltungsaufwand	0,91	1,16	1,16	1,71
EBIT	-2,59	-2,82	-3,79	-8,97
Nachsteuerergebnis	-2,52	-2,53	-2,76	-7,42

Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Erwartungsgemäß haben in 2015 die Forschungs- und Entwicklungskosten der Verona, im Zuge der Beschleunigung und Ausweitung der klinischen Entwicklung des Hauptproduktes RPL554, deutlich auf 7,27 Mio. GBP (VJ: 2,64 Mio. GBP) zugelegt. Dabei wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015, im Rahmen von drei klinischen Studien, neue Daten gesammelt sowie neue Anwendungsbereiche des Hauptproduktes erforscht. Im Einzelnen handelt es sich dabei um folgende Studien:

- Phase I/II-Studie (SAD/MAD) an insgesamt 120 COPD-Patienten
- Phase IIa-Studie zur Dosierungsfindung an insgesamt 29 Asthma-Patienten
- Phase IIa-Studie als Kombination zu bisherigen Standardtherapien an 30 COPD-Patienten

F&E-Aufwand und Verwaltungsaufwand (in Mio. GBP)



Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Flankierend hierzu erhöhten sich die Verwaltungsaufwendungen auf 1,71 Mio. GBP (VJ: 1,16 Mio. GBP). Neben der mit den Studien in Verbindung stehenden höheren Verwaltungskosten hängt diese Entwicklung vornehmlich mit der Vorstands- und Aufsichtsraterweiterung zusammen. Um die Expertise in den entsprechenden klinischen Indikationsgebieten zu erhöhen, wurde der Vorstand in 2015 um den Chief Medical Officer Dr. Kenneth Newman und der Aufsichtsrat um Dr. Anders Ullman sowie Dr. Ken Cunningham erweitert.

In Summe kletterten demnach die operativen Aufwendungen auf 8,98 Mio. GBP (VJ: 3,80 Mio. GBP), was, bei naturgemäß noch fehlenden Umsätzen, zu einer entsprechenden Ergebnisreduktion geführt hat. Erwähnenswert ist die für 2015 ausgewiesene Steuergutschrift (auf F&E) in Höhe von 1,51 Mio. GBP (liquiditätswirksam in 2016), wodurch das Nachsteuerergebnis in Höhe von -7,42 Mio. GBP in etwa im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen ist. Für 2015 (siehe Researchstudie vom 22.02.2016) hatten wir ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -7,25 Mio. GBP prognostiziert.

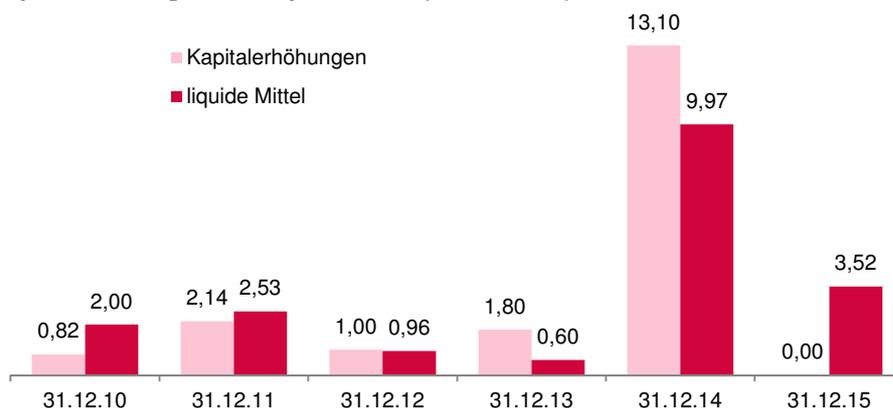
Finanzielle und bilanzielle Situation zum 31.12.2015

in Mio. GBP	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	2,60	2,07	12,60	5,59
EK-Quote	92,9%	80,9%	96,0%	75,5%
Verlustvortrag	10,62	13,13	15,73	23,10
Liquide Mittel	0,96	0,60	9,97	3,52
Kapitalerhöhung	1,00	1,80	13,10	0,00
Cashflow – operativ	-2,53	-2,05	-3,54	-6,35
Cashflow – Investition	-0,05	-0,11	-0,20	-0,09
Cashflow – Finanzierung	-1,02	1,80	13,10	0,00

Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Bei den Bilanzkennzahlen forschender Biotechunternehmen nimmt die Liquiditätsausstattung traditionell einen wichtigen Stellenwert ein. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hatte Verona den finanziellen Bedarf im Wesentlichen im Rahmen von Kapitalmaßnahmen abgedeckt. Die letzte Kapitalerhöhung wurde im März 2014 mit einem Nettoemissionserlös in Höhe von 13,10 Mio. GBP erfolgreich durchgeführt.

Kapitalerhöhungen und liquide Mittel (in Mio. GBP)



Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Ausgehend vom operativen Liquiditätsverbrauch in Höhe von -6,35 Mio. GBP (hauptsächlich im Zusammenhang mit F&E) hat sich der Liquiditätsbestand zum 31.12.2015 auf 3,52 Mio. GBP (31.12.14: 9,97 Mio. GBP) reduziert. Angesichts der angekündigten Kapitalerhöhung, welche einen erwarteten Nettoliquiditätszufluss in Höhe von 41,9 Mio. GBP generieren dürfte, erwarten wir einen deutlichen Anstieg des Liquiditätsbestandes zum Geschäftsjahresende 2016.

Das Eigenkapital hat sich zum 31.12.2015 infolge des Bilanzverlustes auf 5,59 Mio. GBP (12,60 Mio. GBP) reduziert. Erwähnenswert ist dabei der hohe Bestand bei den kumulierten Verlustvorträgen in Höhe von 23,10 Mio. GBP, wodurch beim Erreichen eines positiven Ergebnisniveaus zunächst nur geringe Steueraufwendungen anfallen werden.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

In Mio. GBP	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	0,00	0,00	0,00	0,00	17,27	115,51	173,49	198,40
EBIT	-12,95	-21,37	-34,25	-43,54	0,25	89,59	135,84	155,62
Nachsteuerergebnis	-21,32	-21,37	-34,25	-43,54	0,25	89,59	95,09	108,93
EPS	-0,02	-0,02	-0,03	-0,04	0,00	0,09	0,09	0,11

Quelle: Verona Pharma plc; GBC AG

Prognosegrundlagen

Das derzeitige Verona-Hauptprodukt RPL554 bildet die ausschließliche Basis unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen. Derzeit liegt der Fokus des klinischen Zulassungsprozesses auf den beiden primären Indikationsbereichen „COPD-Exazerbation“, und „COPD-Stabilisierungstherapie“. Der zweite Indikationsbereich „Mukoviszidose“ ist hoch attraktiv und verspricht ein hohes Marktvolumen. Derzeit gibt es jedoch noch keine klinischen Daten, aber sehr vielversprechende In-vitro-Daten. Daher beziehen wir diesen Indikationsbereich noch nicht in unsere Bewertung mit ein und haben die Modellierung der Prognosen insbesondere auf die beiden COPD-Indikationen gestützt. Zudem haben wir „Akutes Asthma“ in die Prognoseplanung einbezogen, da dieses der COPD-Indikation ähnelt und wahrscheinlich die nächste Indikation sein wird.

Ungeachtet dessen ist der Einbezug weiterer Indikationsbereiche, aufgrund einer vielfältigen Wirkweise des Verona-Produktes, denkbar. Folgender Zeitplan bildet dabei die Grundlage für unsere Prognosen:

Wir rechnen mit dem Vermarktungsbeginn von RPL554 für den Einsatz im Krankenhaus und bei Fachärzten für COPD und Asthma ab dem Geschäftsjahr 2020. Die Vermarktung für die COPD-Stabilisierungstherapie ist, ausgehend vom aktuell noch etwas früheren Entwicklungsstadium, für das Geschäftsjahr 2021 möglich. Damit dürften die ersten Vermarktungsumsätze ab dem Geschäftsjahr 2020 erwirtschaftet werden.

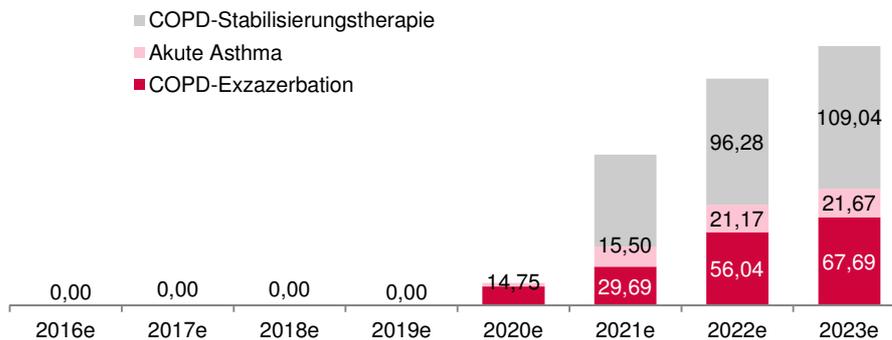
Für die klinische Zulassung aller drei Indikationsbereiche liegt der Kapitalbedarf gemäß unseren aus Statistiken abgeleiteten Prognosen (Journal of Health Economics; The price of innovation: new estimates of drug development costs), bei geschätzt nahezu 115 Mio. GBP. Der überwiegende Teil dieser Kosten dürfte dabei von der angekündigten Kapitalerhöhung bzw. von den noch anstehenden bekannt gegebenen Finanzierungsrunden abgedeckt sein. Zunächst dürfte Verona aus der angekündigten Kapitalerhöhung einen Bruttoerlös in Höhe von 44,70 Mio. GBP generieren. In Verbindung mit dem geplanten Listing an der NASDAQ ist mit einem zusätzlichen Bruttoerlös im zweistelligen Millionenbereich zu rechnen. Durch die somit umgesetzte überwiegende Eigenkapitalfinanzierung der klinischen Entwicklung von RPL554 entfällt unserer Ansicht nach die Notwendigkeit einer vorzeitigen Auslizenzierung des Produktes, wodurch die Verona-Aktionäre im Erfolgsfall vollständig von den hohen Potenzialen in den jeweiligen Indikationsbereichen profitieren sollten.

Umsatzprognosen 2016 - 2023

Für die Umsatzprognosen beziehen wir die Grundgesamtheit bei den Erkrankungen mit COPD und akutem Asthma in Europa und den USA ein. Zusätzlich zu Europa plant Verona dabei auch eine Marktzulassung in den USA. Noch im laufenden Geschäftsjahr 2016 sollen die Gespräche mit der amerikanischen Zulassungsbehörde FDA im Hinblick auf die klinische Entwicklung in den USA aufgenommen werden.

Die von uns ermittelte behandlungsfähige Grundgesamtheit bei COPD (Exazerbation + Stabilisierungstherapie) liegt bei insgesamt 24,3 Mio. Patienten. Bis zum Jahr 2023, als Basis unseres letzten konkreten Prognosezeitraums, sollte die Patientenzahl auf 27,7 Mio. ansteigen. Hier reicht ein bereits geringer Marktanteil, welcher im Jahr 2023, also im dritten Vermarktungsjahr, vorliegen dürfte, um bei den Umsatzerlösen ein hohes Niveau zu erreichen. Bei akutem Asthma unterstellen wir, bei einer Grundgesamtheit von 5,4 Mio. Patienten (GJ 2023), einen etwas höheren Marktanteil. Ausgehend von den aktuellen Marktpreisniveaus bei der Behandlung der genannten Indikationen, wobei aufgrund der kombinierten Wirkweise von RPL554 eine Hochpreisstrategie umgesetzt werden kann, ergeben sich folgende Umsatzprognosen:

Umsatzprognosen (in Mio. GBP)

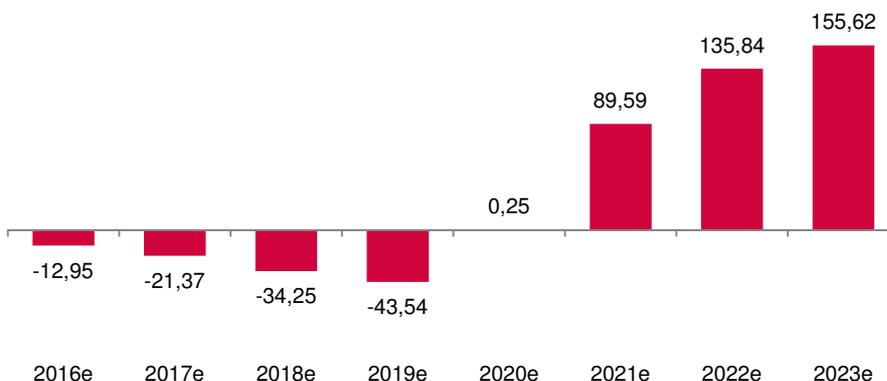


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2015 – 2022

Bis zur Erzielung der ersten Vermarktungsumsätze wird die Ergebnisentwicklung von den Aufwendungen im Zusammenhang mit den klinischen Zulassungsprozessen geprägt sein. Basierend auf dem erwarteten Zeitplan haben wir die antizipierten und aus Statistiken (Journal of Health Economics; The price of innovation: new estimates of drug development costs) abgeleiteten Aufwendungen bis zur Zulassung in Höhe von kumuliert nahezu 115 Mio. GBP auf die kommenden Geschäftsjahre verteilt. Darüber hinaus wird die Ergebnissituation der Gesellschaft in einem hierzu untergeordneten Maß von Verwaltungsaufwendungen geprägt sein.

EBIT-Prognose 2015-2022 (in Mio. GBP)



Quelle: GBC AG

Im Zuge der Vermarktung ist es auch geplant, die Herstellung von RPL554 abzudecken. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft hierfür externe Lohnhersteller beauftragen wird. Da es sich bei RPL554 um ein so genanntes kleines Molekül mit einem vergleichs-

weise einfachen Herstellungsprozess handelt, gehen wir von einem Rohertrag in Höhe von 80 % aus.

Es wird deutlich, dass hier ein für Pharmaunternehmen typisches hochskalierbares Geschäftsmodell vorliegt. Bereits im dritten Vermarktungsjahr sollte Verona gemäß unseren Erwartungen im Erfolgsfall eine hohe EBIT-Marge von 78,3 % erreichen, was wir als nachhaltig erreichbare Ziel-Größe für unser DCF-Bewertungsmodell unterstellt haben.

Wichtige Bewertungsparameter

Da sich die klinische Entwicklung von RPL554 derzeit in einer Phase-II-Studie befindet, ist die Vermarktungswahrscheinlichkeit noch mit hohen Unsicherheiten behaftet. Joseph A.DiMasi, der Direktor des Tufts Center für the Study of Drug Development, hat in einer Metaanalyse klinischer Studien (Erschienen im Journal of Health Economics) Statistiken zu den Eintrittswahrscheinlichkeiten in Abhängigkeit zu den klinischen Studienphasen ermittelt. Die Wahrscheinlichkeit zur Marktzulassung eines in Studienphase II befindlichen Arzneimittels liegt dabei bei 22,8 %. Befindet sich das Arzneimittel in der Studienphase III, steigt die Vermarktungschance deutlich auf 58,5 % an.

Für die Ermittlung des fairen Unternehmenswertes haben wir im DCF-Modell, entsprechend dem aktuellen Zulassungsfortschritt von RPL554, eine Wahrscheinlichkeit von 22,8 % unterstellt. Mit Eintritt in die dritte Studienphase ist dann dementsprechend eine Reduktion des Risikos möglich.

Ein weiterer wichtiger und neuer Bewertungsparameter ist die angekündigte Kapitalerhöhung für die bereits feste Zusagen vorliegen. Im Rahmen einer post money-Bewertung beziehen wir dabei den Liquiditätszufluss (Kapitalerhöhung; Optionsscheine; USA-IPO) ein, als notwendige Komponente für die Finanzierung der klinischen Entwicklung von RPL554. Die erfolgte Sicherstellung der Finanzierung hat zudem einen risikomindernden Effekt, welchen wir anhand der nun niedrigeren gewichteten Kapitalkosten (WACC) berücksichtigt haben.

Bewertung

Modellannahmen

Die Verona Pharma plc wurde von uns mittels eines zweistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 - 2023 in der Phase 1, wird in der zweiten finalen Phase ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate der Umsätze in Höhe von 6,0 % und eine Ziel-EBITA-Marge von 78,3 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Verona Pharma 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 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

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 1,72 (bisher: 2,00).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,45 % (bisher: 12,50 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,45 % (bisher: 12,50 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 0,15 € (bisher: 0,15 €) je Aktie. Optisch sieht dies zwar nach einer Bestätigung des bisherigen Kursziels aus, tatsächlich haben wir jedoch den fairen Unternehmenswert von 114,30 Mio. GBP (siehe Researchstudie vom 22.02.2016) auf insgesamt 308,36 Mio. GBP deutlich angehoben. Diese Anhebung erfolgt vor dem Hintergrund des deutlich geringeren Risikos, da die Finanzierung der klinischen Produktentwicklung von RPL554 durch die Kapitalmaßnahmen nahezu vollständig sichergestellt ist. Es handelt sich hier um eine Post Money-Bewertung unter Berücksichtigung der kommenden Kapitalmaßnahmen. Das unveränderte Kursziel resultiert dabei aus der höheren Post Money-Aktienzahl in Höhe von 2.565,72 Mio. Aktien (bisher: 1.009,92 Mio. Aktien) und berücksichtigt damit den Verwässerungseffekt der Kapitalmaßnahmen.

DCF-Modell

Verona Pharma Plc. - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

final - Phase

ewiges Umsatzwachstum	3,0%
ewige EBITA - Marge	79,0%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate									final Endwert
	in Mio. GBP	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
Umsatz (US)		0,00	0,00	0,00	0,00	17,27	115,51	173,49	198,40	
US Veränderung		-	-	-	-	-	569,0%	50,2%	14,4%	6,0%
EBITA		-12,95	-21,37	-34,25	-43,54	0,25	89,59	135,84	155,62	
EBITA-Marge		n.def.	n.def.	n.def.	n.def.	1,5%	77,6%	78,3%	78,4%	79,0%
Steuern auf EBITA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-40,75	-46,69	
zu EBITA		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)		-12,95	-21,37	-34,25	-43,54	0,25	89,59	95,09	108,93	
Kapitalrendite		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	1511,7%	574,5%	443,7%	265,8%
Working Capital (WC)		0,50	0,45	0,40	0,35	1,73	11,55	17,35	29,76	
WC zu Umsatz		n.def.	n.def.	n.def.	n.def.	n.def.	10,0%	10,0%	15,0%	
Investitionen in WC		-0,26	0,05	0,05	0,05	-1,38	-9,82	-5,80	-12,41	
Operatives Anlagevermögen (OAV)		1,10	1,84	2,50	4,00	4,20	5,00	7,20	14,00	
Investitionen in OAV		-0,74	-0,74	-0,66	-1,50	-0,20	-0,80	-2,20	-6,80	
Investiertes Kapital		1,60	2,29	2,90	4,35	5,93	16,55	24,55	43,76	
EBITDA		-12,95	-21,37	-34,25	-43,54	0,25	89,59	135,84	155,62	
Steuern auf EBITA		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-40,75	-46,69	
Investitionen gesamt		-1,01	-0,69	-0,61	-1,45	-1,58	-10,62	-8,00	-19,21	
Investitionen in OAV		-0,74	-0,74	-0,66	-1,50	-0,20	-0,80	-2,20	-6,80	
Investitionen in WC		-0,26	0,05	0,05	0,05	-1,38	-9,82	-5,80	-12,41	
Investitionen in Goodwill		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows		-13,96	-22,06	-34,86	-44,99	-1,32	78,97	87,09	89,72	2555,48

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1332,50
Barwert expliziter FCFs	57,94
Barwert des Continuing Value	1274,56
Nettoschulden (Net debt)	-31,51
Wert des Eigenkapitals	1364,01
Fremde Gewinnanteile	0,00
Wert des Aktienkapitals	1364,01
Vermarktungswahrscheinlichkeit	22,8%
Wert des Aktienkapitals	311,00
Ausstehende Aktien in Mio. *	2565,72
Fairer Wert der Aktie in GBP	0,12
Umrechnungskurs GBP/€	1,20
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,15

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,72
Eigenkapitalkosten	10,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	10,4%

*Post-Money unter Berücksichtigung einer Kapitalerhöhung in Höhe von 1.555,8 Mio. neuen Aktien

Kapitalrendite	WACC				
	8%	9%	10%	11%	12%
166%	0,18	0,12	0,09	0,07	0,06
216%	0,24	0,16	0,12	0,09	0,08
266%	0,29	0,20	0,15	0,11	0,09
316%	0,34	0,23	0,17	0,13	0,11
366%	0,40	0,27	0,20	0,15	0,12

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a;6a;11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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), Lurgiallee 12, 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst
Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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