GBC AG
Investment Research

Researchstudie (Initial Coverage)

ERGOMED

Stabile Cashflows mit hohem Anteil wiederkehrender Erlöse
-
Biotech-Portfolio mit hohem Upside-Potenzial

Kursziel: 3,22 € (2,73 £)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 41

Fertigstellung: 13.09.2016 **Erstveröffentlichung: 14.09.2016**

Ergomed plc*5a,5b,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,22 € (2,73 £)

Aktueller Kurs:
1,338 € / 13.9.2016 / ETR
121,50 GBP /13.09.2016 / AIM

Währung: GBP

Stammdaten:

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

Aktienanzahl³: 39,864
Marketcap³: 53,34
Enterprise Value³: 49,38
³ in Mio. / in Mio. £

Streubesitz: 34,3 %

Transparenzlevel: -

Marktsegment:
AIM/Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Oddo Seydler

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 42

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

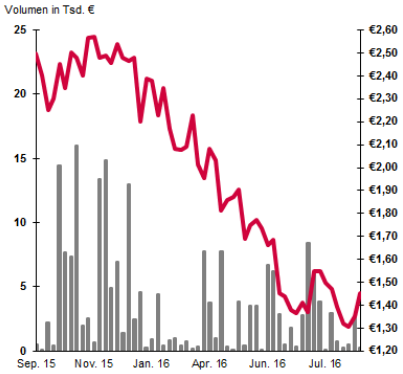
Fokus: Services: Entwicklungsdienstleistungen, Arzneimittelüberwachung; Produkte: Produktentwicklung

Mitarbeiter: ~400

Gründung: 1997

Firmensitz: Guildford/England

Vorstand: Dr. Miroslav Reljanovic (CEO), Stephen Stamp (CFO), Andrew Mackie (CBO)



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

GuV in Mio. £ \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Nettoerlöse	30,18	34,96	40,38	45,02
EBITDA	2,79	2,09	2,37	3,29
EBIT	2,07	1,39	1,57	2,39
Jahresergebnis	1,55	1,13	1,29	1,96
Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,05	0,03	0,03	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00
Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,64	1,41	1,22	1,10
EV/EBITDA	17,73	23,63	20,83	15,01
EV/EBIT	23,85	35,52	31,45	20,66
KGV	34,41	47,20	41,35	27,22
KBV	3,15			

Finanztermine
26.09.2016: Halbjahresbericht
Okt. 2016: Roadshow Deutschland
21.11.2016: GBC Ivory Club Frankfurt
21.-23.11.16: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Ergomed plc (Ergomed) konnte in den vergangenen Jahren sehr dynamische Wachstumsraten aufweisen, mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von über 25,0 % beim Umsatz zwischen 2011 und 2015. Im GJ 2015 lag der Zuwachs sogar bei 42,7 %, womit sich das Wachstumstempo sogar noch einmal beschleunigte. Ergomed ist dabei in den beiden Segmenten **Services** und **Produkte** aktiv.
- Der **Segment Services** bildet das stabile Fundament des Geschäftsmodells der Ergomed, wobei das Unternehmen eine einzigartige Positionierung am Markt für sich beansprucht, mit einer synergetischen Verbindung der beiden Geschäftsfelder Auftragsentwicklung (CRO) und Arzneimittelüberwachung (Pharmakovigilanz). Beide Felder haben sich in den vergangenen Jahren sehr stark entwickelt und bilden die Basis für eine nachhaltige hohe Rentabilität und steigende Cashflows.
- Die starke Positionierung des Unternehmens zeigt auch der Auftragsbestand in Höhe von 59 Mio. £ zu Jahresbeginn, der bereits einen Großteil der Planung für das Jahr 2016 abdeckt. Der Bereich Arzneimittelüberwachung ist zudem von hohen Anteilen wiederkehrender Erträge gekennzeichnet, bei gleichzeitig hohen Wechselhürden für bestehende Kunden. Mit EBITDA-Margen von 25 % ist der Bereich in der Konsequenz sehr profitabel.
- Im **Segment Produkte** profitiert Ergomed von ihrem langjährigen Know-how im Bereich der Medikamentenentwicklung, indem sich das Unternehmen an den Entwicklungskosten von besonders aussichtreichen Produkten beteiligt, um im Gegenzug Beteiligungen an den zukünftigen Erträgen aus diesen zu erhalten. Mit dem Portfolio an Produktbeteiligungen kann Ergomed an dem großen Upside der Arzneimittelentwicklung partizipieren, bei einem gleichzeitig sehr gut kalkulierbaren Risiko.
- Im Fall der Haemostatix Ltd. wurde vor dem Hintergrund des besonders hohen Potenzials und einer hohen Erfolgswahrscheinlichkeit sogar eine Übernahme des gesamten Unternehmens vorgenommen. Die Blutungsstiller des Unternehmens sind den bisher auf dem Markt vorhandenen Produkten weit überlegen und wir gehen für beide Produkte zusammen von einem Marktvolumen von 400 Mio. USD pro Jahr aus. Zudem soll die erste Markteinführung bereits 2020 erfolgen.
- Im Produktportfolio ist bereits kurzfristig, im weiteren Jahresverlauf 2016 bzw. Anfang 2017, das Erreichen weiterer Meilensteine zu erwarten. Mehrere Produkte befinden sich darüber hinaus bereits in den klinischen Studienphasen II und III, womit schon in den kommenden Jahren mit einer Markteinführung zu rechnen ist.
- Die Bewertung der Ergomed wurde auf Basis einer Sum-of-the-parts Analyse erstellt. Der Service-Bereich wird erwartungsgemäß weiterhin zweistellig wachsen und unverändert positive EBITDA-Werte beibehalten. Auf Basis unseres DCF-Models beträgt der faire Wert des **Service-Geschäfts** zum Ende des GJ 2017 56,48 Mio. £. Für den **Geschäftsbereich Produkte** ist in Zukunft ebenfalls von einem signifikanten Upside-Potenzial auszugehen. Wir haben für den Bereich einen Wert von 54,95 Mio. £ ermittelt.
- **In der Kombination des Service-Geschäfts und dem Produktportfolio haben wir einen fairen Wert für die Ergomed von 111,43 Mio. £ bzw. 2,73 £ pro Aktie (3,22 € pro Aktie) ermittelt. Somit ergibt sich ein maßgebliches Aufwärtspotenzial für die Aktie. Entsprechend vergeben wir das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

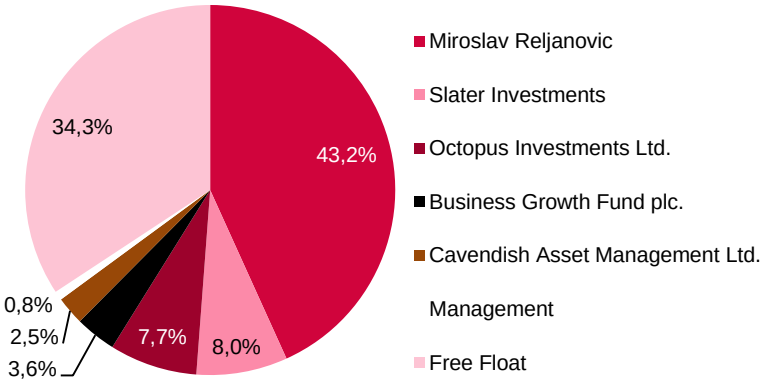
Executive Summary **2**
Unternehmen **4**
Aktionärsstruktur 4
Durchgeführte Kapitalmaßnahmen 4
Auszug von Referenzkunden 4
Management Team 5
Geschäftstätigkeit 7
Unternehmenshistorie im Kurzüberblick 7
Geschäftsmodell 7
1. Services 8
Services – Entwicklungsdienstleistungen (Clinical Research Services) 8
Services – Arzneimittelüberwachung (Drug Safety + Medical Information) ... 11
2. Produkte 12
Produkte – Co-Entwicklung 12
Produkte – Eigenentwicklung 14
Haemostatix 14
Wettbewerb 16
Markt und Marktumfeld **17**
Der Markt für klinische Entwicklungsdienstleistungen 17
Der Markt für Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz 20
Markt für pharmazeutische Produkte 20
Markt für Hämostase-Produkte 21
Unternehmensentwicklung & Prognose **22**
Kennzahlen im Überblick 22
Historische Geschäftsentwicklung 23
Entwicklung der Umsatzerlöse 23
Ergebnisentwicklung 26
Bilanzielle und finanzielle Situation 29
Entwicklungen im bisherigen GJ 2016 30
SWOT-Analyse 31
Prognosen und Modellannahmen 32
Umsatzprognosen 32
Ergebnisprognosen 33
Wahl des Bewertungsmodells **35**
Bewertung des Service-Geschäfts **36**
(Teilbewertung 1) **36**
Annahmen DCF-Modell 36
Bestimmung der Kapitalkosten 36
Bewertungsergebnis Service-Geschäft (Teilbewertung 1) 36
DCF-Modell – Service-Geschäft 37
Bewertung des Produktportfolios **38**
(Teilbewertung 2) **38**
Bewertungsergebnis Produktportfolio (Teilbewertung 2) 40
Gesamtbetrachtung der Bewertung **40**
Anhang **41**

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2016
Miroslav Reljanovic	43,2%
Slater Investments	8,0%
Octopus Investments Ltd.	7,7%
Business Growth Fund plc.	3,6%
Cavendish Asset Management Ltd.	2,5%
Management	0,8%
Free Float	34,3%
Gesamt	100,0 %

Quelle: Ergomed, GBC



Durchgeführte Kapitalmaßnahmen

Datum	Aktien neu	Bezugspreis	Betrag Kapitalerhöhung	Aktien gesamt	Grund für Kapitalerhöhung
31.12.2013				20.000.000	
Juli 2014	6.875.000	1,60 £	11.000.000 £	26.875.000	IPO
Juli 2014	1.875.000	1,60 £	3.000.000 £	28.750.000	Übernahme PrimeVigilance
Mai 2016	4.415.051	1,40 £	6.181.071 £	33.165.051	Übernahme Haemostatix
Mai 2016	6.560.850	1,40 £	9.185.190 £	39.725.901	Wachstumsfinanzierung
Juni 2016	138.329	1,37 £	189.511 £	39.864.230	Übernahme O+P/GASD

Quelle: Ergomed, GBC

Auszug von Referenzkunden

Quelle: Ergomed

Management Team

Dr. Miroslav Reljanovic – Gründer und CEO

Dr. Miroslav Reljanovic ist promovierter Arzt mit dem Spezialgebiet der Neurologie. Während er als Mediziner in einem WHO Collaborating Centre in Zagreb praktizierte, nahm er als klinischer Forscher an zahlreichen Phase II und Phase III-Studien auf dem Feld der Neurologie teil und arbeitete als Berater für verschiedene Pharmaunternehmen. 1997 gründete Dr. Reljanovic Ergomed und führte das neuartige *Study Site Management-Modell* als wesentlichen Teil für die Durchführung von klinischen Studien ein. Dieses Modell wurde das Grundprinzip für Ergomed und ist der Grundpfeiler höchster Qualität bei der Durchführung klinischer Studien.

Dr. Reljanovic etablierte erfolgreich das erste europäische Co-Entwicklungsgeschäft und schloss zahlreiche Transaktionen mit europäischen und nordamerikanischen biopharmazeutischen Unternehmen ab. Zusammen mit Elliot Brown, MB, MRCGP, FFPM, einem international renommierten Medizin-Sicherheits-Experten, gründete Dr. Reljanovic 2008 darüber hinaus PrimeVigilance, welches schnell eines der führenden Unternehmen im Bereich der Arzneimittelüberwachung für die pharmazeutische Industrie wurde.

Stephen Stamp – CFO

Stephen Stamp bringt bei Ergomed mehr als 30 Jahre Erfahrung in den Bereichen Corporate Finance und General Management ein, wobei er bei notierten und nicht notierten Unternehmen in Großbritannien und den USA aktiv war. Vor Ergomed war Herr Stamp bei dem US-Unternehmen AssureRx Health, Inc. beschäftigt, ein Unternehmen im Bereich der personalisierten Medizin und Bio-Informatic, wo er die Rolle des CFO inne hatte. Davor war er ebenfalls als CFO bei EZCORP, Inc., einem Finanzdienstleistungsunternehmen sowie Xanodyne Pharmaceuticals, Inc., einem Spezialpharmaunternehmen, aktiv.

Bevor Herr Stamp verschiedenen Positionen in den USA bekleidete, war er als Group Finance Director bei Shire Pharmaceuticals beschäftigt, bei welcher er das IPO an der London Stock Exchange verantwortete sowie mehrere Akquisitionen und Finanzierungen durchführte. Während seiner Zeit bei Shire stieg die Marktkapitalisierung des Unternehmens von 20 Mio. GBP auf 3.1 Mrd. GBP. Darüber hinaus war er Group Finance Director bei Regus Plc, die er ebenfalls erfolgreich an die Börsen in London und an die NASDAQ brachte. Seine Karriere begann Herr Stamp bei KPMG in London, wo er die Qualifikation Chartered Accountant erlangte und danach als Investment Banker bei Lazard in London arbeitete, wo er viele börsennotierte Unternehmen im Bereich von internationalen M&A-Transaktionen und Coporate Finance-Angelegenheiten beriet.

Andrew Mackie – CBO

Andrew Mackie kam 2015 als Chief Business Officer zu Ergomed, nachdem er zuvor seit 2004 beratend für das Unternehmen tätig war. Er hat entscheidend zum Aufbau des Co-Entwicklungsgeschäfts beigetragen und die bis heute vereinbarten Partnerschaften verhandelt. Herr Mackie arbeitete zuvor im Business Development bei Eli Lilly und davor als Head of Life Sciences bei IP Group und Head of Alliance Management bei Antisoma. Er

bringt über 25 Jahre Branchenerfahrung in den Bereichen prä-klinische Entwicklung, klinische Entwicklung und Business Development ein.

Nach 10 Jahren in Forschungspositionen bei Novartis, Sanofi and MDS wechselte Herr Mackie 1996 zu Antisoma als Head of Clinical Development. Er baute die Abteilung für klinische Entwicklung auf und führte zahlreiche onkologische Phase I bis Phase III Programme durch. Später managte er die strategische Allianz mit Hoffman-La Roche. Bei der IP Group managte er verschiedene Portfolio-Unternehmen und arbeitete mit verschiedenen Universitätspartnern, um neue Geschäftsmodelle aufzubauen.

Herr Mackie hat einen BSc in Biochemie von der Queen's University (Kanada), einen LLB von der University of London und einen MBA von der London Business School.

Neil Clark FCA – Geschäftsführer PrimeVigilance

Neil Clark kam im Januar 2009 als CFO zu Ergomed und begleitete auch den IPO im Juli 2014, bevor er im Januar 2016 CEO von PrimeVigilance wurde. Herr Clark war von Anfang an eng in die Entwicklung von PrimeVigilance eingebunden. Vor seiner Zeit bei Ergomed war Herr Clark CEO von CeNeS Pharmaceuticals plc, einem in London gelisteten Biotech-Unternehmen. Dort arbeitete er seit 1997, als es noch ein mit Venture Capital finanziertes privates Biotech-Unternehmen war. Er war bei CeNeS beim Börsengang 1999 involviert und als CFO und später CEO führte er das Unternehmen bis hin zum Verkauf im Jahr 2008.

Vor CeNeS arbeitete Herr Clark über 10 Jahre für PWC in Cambridge, wobei er eine Vielzahl an lokalen, nationalen und internationalen Prüfungsaufträgen, Corporate Finance und Beratungsmandaten begleitete. Herr Clark trägt den Titel Q*ualified Chartered Accountant* (FCA).

Geschäftstätigkeit

Unternehmenshistorie im Kurzüberblick

Jahr	Ereignis
1997	Gründung in Zagreb, Kroatien
2000	Gründung der Holdinggesellschaft in Großbritannien
2001	Start der internationalen Expansion
2006	Erster Co-Entwicklungs-Deal unterzeichnet
2008	Gründung von PrimeVigilance Ltd. in Großbritannien
2013	Co-Entwicklungs-Deals mit CEL-SCI und Aeterna Zentaris unterzeichnet
2014	Co-Entwicklungs-Deals mit Ferrer unterzeichnet
2014	Listing an der AIM der Londoner Börse
2014	Übernahme der PrimeVigilance Ltd.
2015	Co-Entwicklungs-Deal mit Dilaforette unterzeichnet
2015	Handelsaufnahme auf XETRA
2015	Übernahme der Sound Opinion Ltd.
2016	Übernahme der Haemostatix Ltd.
2016	Übernahme der Dr. Oestreich + Partner GmbH sowie der Gesellschaft für angewandte Statistik + Datenanalyse mbH

Quelle: Ergomed, GBC

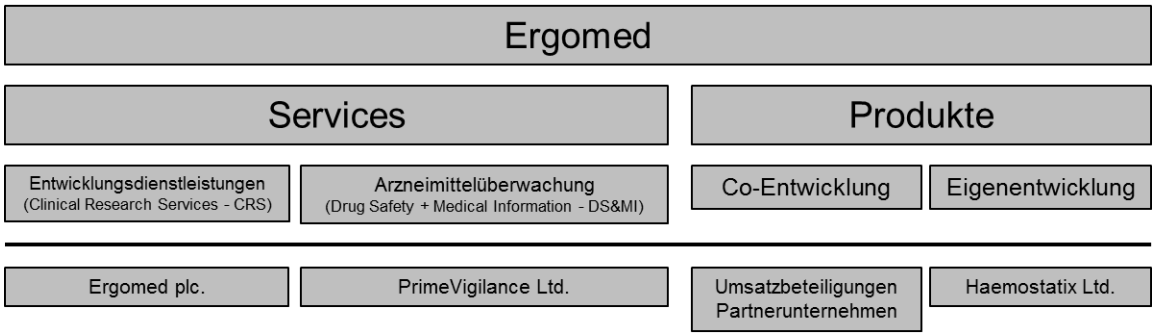
Geschäftsmodell

Die Ergomed plc. (Ergomed) mit Sitz in Guildford/England ist ein Auftragsentwicklungsunternehmen (CRO = Clinical Research Organisation), das die Planung und Durchführung von klinischen Studien mit Arzneimitteln für Pharma- und Biotechnologie-Unternehmen übernimmt. Zusätzlich bietet Ergomed den Bereich Arzneimittelüberwachung (Pharmakovigilanz) an, welcher die laufende, systematische Überwachung der Sicherheit von Fertigarzneimitteln umfasst. Beide Bereiche werden unter dem **Geschäftsbereich Services** zusammengefasst.

Darüber hinaus gliedert Ergomed sich in den **Geschäftsbereich Produkte**. Hier werden aussichtsreiche, in der Entwicklungsphase befindliche, Arzneimittel in Partnerschaft mit Biotechnologieunternehmen entwickelt, wobei Ergomed seine Expertise in den Entwicklungsprozess für Arzneimittel einbringt sowie sich finanziell an der Entwicklung beteiligt (**Co-Entwicklung**). Im Rahmen dieser Entwicklungspartnerschaften erhält Ergomed im Gegenzug Umsatzbeteiligungen an den Produkten oder direkte Anteile an den Unternehmen. In der Arzneimittelentwicklung sind die Ausfallraten und damit die Risiken naturgemäß hoch, auch bei sorgfältiger Produktauswahl. Mit dem derartigen Aufbau eines Portfolios an Produktbeteiligungen kann Ergomed an dem großen Upside der Arzneimittelentwicklung partizipieren, ohne dass das Risiko einzelner Fehlschläge die Substanz des Unternehmens gefährden würde. Dabei steigt mit der Anzahl der Partnerschaften die statistische Erfolgswahrscheinlichkeit für das Unternehmen.

Bei zwei besonders aussichtsreichen Präparaten zur Blutungsstillung (Hämostase) hat sich Ergomed Mitte 2016 dazu entschieden, das gesamte dahinterstehende Unternehmen, die Haemostatix Ltd., zu übernehmen. Damit findet die Entwicklung dieser Produkte nicht in Partnerschaft statt, sondern in der vollständigen **Eigenentwicklung**. Hier wird ein besonders hohes Potenzial erwartet.

Überblick über die Geschäftsbereiche

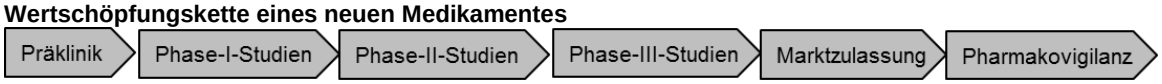


Quelle: Ergomed, GBC

1. Services

Ergomed betreibt zwei sich komplementierende Service-Geschäftsbereiche. Unter den Geschäftsbereich Services fallen die Bereiche **Entwicklungsdienstleistungen** (Clinical Research Services / CRS) und **Arzneimittelüberwachung** (Pharmakovigilanz). Der Weg bis zur Zulassung eines potenziellen neuen Medikaments umfasst mehrere klinische Studien, in welcher die Wirksamkeit und Verträglichkeit der Substanz überprüft werden. Diese klinischen Studien werden als Dienstleistung für Pharma- und Biotechnologieunternehmen von Ergomed durchgeführt.

Wertschöpfungskette eines neuen Medikamentes



Quelle: GBC

Nach einer erfolgreichen Produktzulassung müssen diese Medikamente auch weiter überprüft und kontinuierlich Berichte (sog. Reports) zur Produktsicherheit und -verträglichkeit erstellt werden. Diese Aufgaben werden unter dem Begriff Pharmakovigilanz (Arzneimittelüberwachung) zusammengefasst und von der 100 %igen Tochtergesellschaft der Ergomed, **PrimeVigilance Ltd.**, angeboten. PrimeVigilance wurde wie auch die Ergomed von CEO Herrn Dr. Miroslav Reljanovic gegründet um beim Börsengang in die Ergomed eingebracht. Mit dem Bereich Arzneimittelüberwachung bietet Ergomed demnach ergänzend zu den Entwicklungsdienstleistungen für neue Medikamente auch das Berichtswesen an, um die notwendigen regulatorischen Anforderungen nach einer Marktzulassung zu erfüllen. Eine besondere Stärke des Bereichs Arzneimittelüberwachung ist, dass dieser stark von wiederkehrenden Erlösen geprägt ist, da die Dokumentation ein fortlaufender Prozess ist, über die gesamte Lebensdauer eines Medikaments durchgeführt werden muss und die Unternehmen mit dem Dienstleister in der Regel langjährige Partnerschaften aufbauen.

Services – Entwicklungsdienstleistungen (Clinical Research Services)

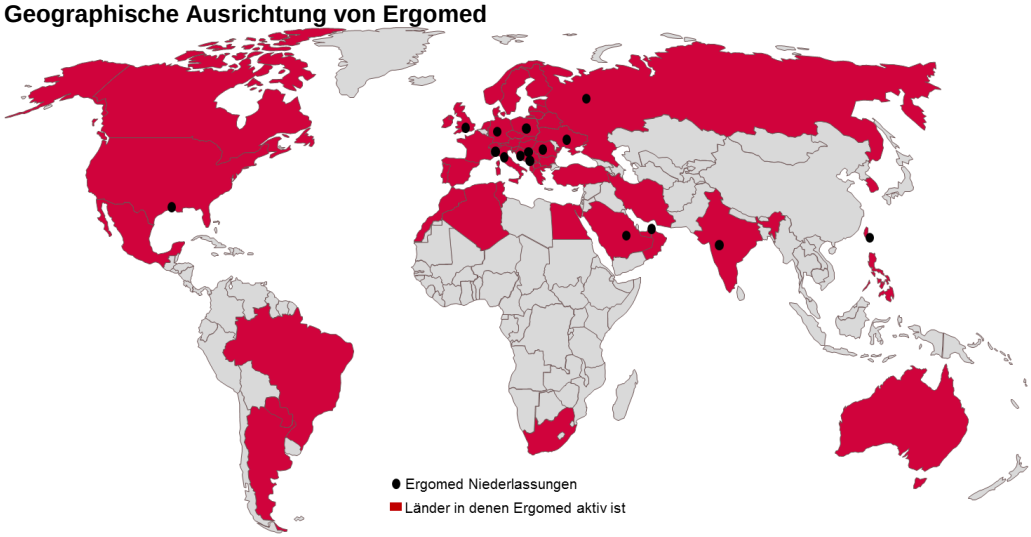
Ergomed verfügt über 16 Jahre Erfahrung in der klinischen Entwicklung. Dabei hat das Unternehmen einen speziellen strategischen Ansatz entwickelt, der die Durchführung von klinischen Studien deutlich robuster und schneller ermöglicht, als die vieler Mitbewerber.

Ergomed bietet in der klinischen Entwicklung die gesamte Wertschöpfungskette an. Dabei werden in der Phase II bis Phase IV befindliche Studien von Ergomed selbst durchgeführt. Für Produkte, die sich in der klinischen Phase I befinden, greift Ergomed auf die Zusammenarbeit mit anderen Dienstleistern zurück. Hintergrund dessen ist, dass

das Aufsetzen von Phase-I-Studien kostenintensiv und der Markt insgesamt klein und sehr wettbewerbsintensiv ist.

Geographisch gesehen, ist Ergomed sehr breit aufgestellt und führt klinische Studien in 54 Ländern weltweit durch. Dies ist erforderlich, um internationale Programme erfolgreich durchführen zu können. Die Reichweite des Unternehmens auch in abgelegene Regionen ermöglicht besonders bei selteneren Krankheiten (Orphan Diseases) eine hohe Erfolgsaussicht, da auf ein sehr dichtes Netzwerk zurückgegriffen werden kann. Die rund 400 Mitarbeiter des Unternehmens konnten seit Gründung von Ergomed bereits mehr als 300 klinische Studien, mit mehr als 50.000 Patienten, durchführen. Das breite, internationale Netzwerk bietet dem Unternehmen insbesondere eine erfolgreiche und schnelle Patientenrekrutierung für die klinischen Studien.

Geographische Ausrichtung von Ergomed



Quelle: Ergomed, GBC

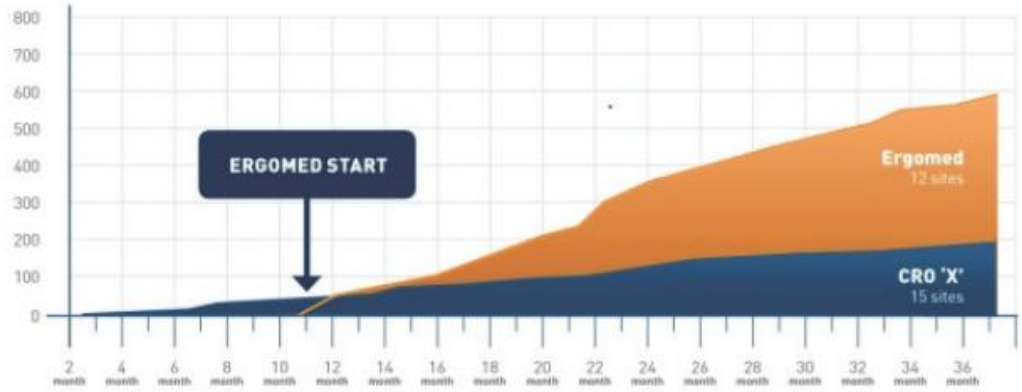
Eine typische Charakteristik im CRO-Markt ist, dass Studien in der Regel länger dauern als geplant und somit häufig auch über dem geplanten Budget liegen. In 2013 wurde von *Tufts Center for the Study of Drug Development* geschätzt, dass 80 % aller klinischen Studien länger als geplant laufen und in 48 % der Fälle die geplanten Patientenzahlen nicht erreicht werden.

Hier setzt Ergomed mit einem innovativen *Study Site Management* und einem *Study Physician Team* an. Durch diese zwei innovativen Modelle schafft es Ergomed deutlich besser als der Wettbewerb, Zeitpläne einzuhalten und kann somit meist innerhalb des geplanten Budgets operieren.

Das innovative *Study Site Management* bedeutet, dass Ergomed in den Krankenhäusern, in denen die klinischen Studien durchgeführt werden, aktiv geschulte und speziell ausbildete Personen - vielfach Krankenschwestern – den Teams zur Seite stellt. Ergomed hat festgestellt, dass klinische Studien besonders zuverlässig durchgeführt und dokumentiert werden, wenn derart gut ausgebildete zentrale Ansprechpartner in den Krankhäusern stationiert sind. Dies ist besonders wichtig für eine erfolgreiche Rekrutierung von Patienten und trägt entscheidend dazu bei, dass die Patienten bis zum Studienende in den klinischen Studien verbleiben (Retention). Gegenwärtig verfügt Ergomed über ein Netzwerk von etwa 300 lokalen *Study Site Managern* und somit über einen deutlichen Vorteil gegenüber den teilweise deutlich größeren Mitbewerbern.

Die nachfolgende Grafik zeigt ein typisches Beispiel für Ergomed´s erfolgreiche Patientenrekrutierung:

Beispiel für den Rekrutierungserfolg von Patienten

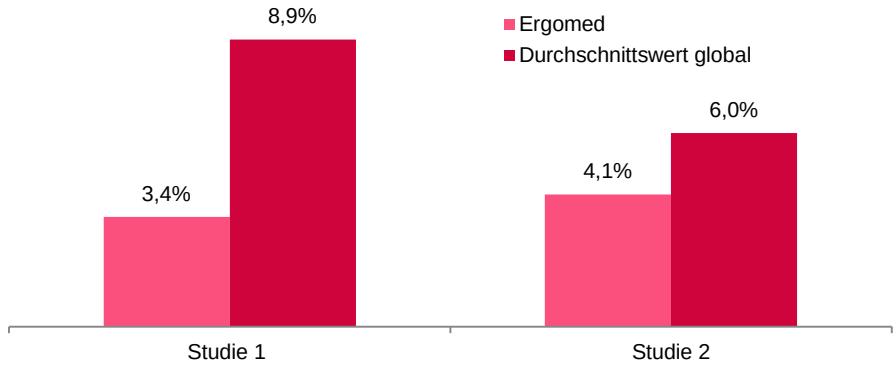


Quelle: Ergomed, GBC

Ergomed wurde 11 Monate nach Beginn der Studie hinzugezogen, um mehr Patienten zu rekrutieren. Schlussendlich wurden von den insgesamt 762 Patienten 571 von Ergomed rekrutiert. Dies zeigt, wie erfolgreich das *Study Site Management* von Ergomed funktioniert. Besonders beachtlich ist, dass Ergomed nur 12 Standorte zur Patientenrekrutierung nutzte, während das Partner-CRO-Unternehmen auf 15 kam. Somit konnte Ergomed mit weniger Standorten, dennoch deutlich mehr Patienten rekrutieren und somit eine deutlich höhere Effizienz ausweisen.

Mit einem höheren Anteil an Patienten, die bis zum Studienende verbleiben, steigt auch die Erfolgswahrscheinlichkeit der Studien. Hier birgt das von Ergomed praktizierte Modell klare Vorteile gegenüber dem Wettbewerb.

Ausgewählte Beispiele von Ausstiegsraten von Patienten aus klinischen Studien



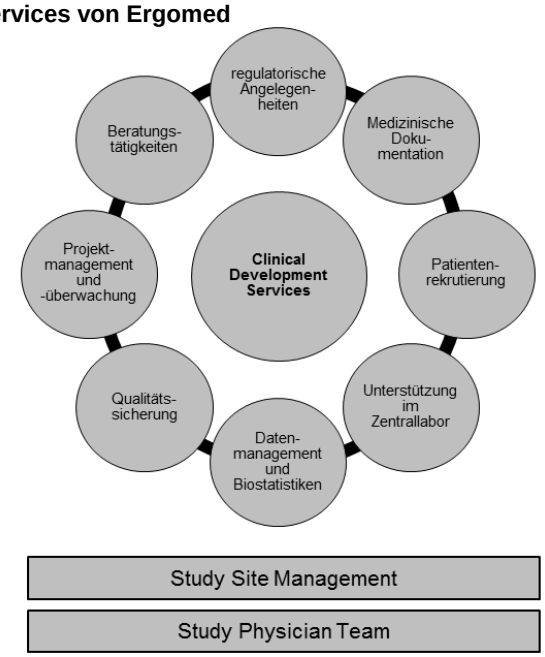
Quelle: Ergomed, GBC

Darüber hinaus unterstützt Ergomed die weltweit durchgeführten klinischen Studien mit einem 10-köpfigen Expertenteam (*Study Physician Team*). Dabei handelt es sich um Ärzte mit ausgewiesener Expertise in der Durchführung von klinischen Studien, welche die lokalen Studienzentren besuchen, beraten sowie motivieren. Dies ist ein nicht zu unterschätzender Faktor, da klinische Studien ein langwieriger und komplexer Prozess sind, der konstant neue Herausforderungen mit sich bringt. Diese lokale Unterstützung von Experten ist zum Beispiel relevant bei Standorten bzw. Krankenhäusern, die noch wenig Erfahrung in der Durchführung von Studien besitzen. Zudem sind Studien besonders in dem Bereich Orphan Drugs, also Medikamente für seltene Krankheiten, häufig sehr komplex und die Patientenrekrutierung und anschließende Behandlung schwierig

und Ergomeds besonders erfahrenes Spezialisten-Team und breites Netzwerk an Orphan Drug Spezialisten eine große Unterstützung für die Sicherung des Projekterfolgs.

Neben diesen zwei strategischen Wettbewerbsvorteilen kann Ergomed zudem einen signifikanten Track-Record nachweisen. Insbesondere in den Bereichen Onkologie, Neurologie, Schmerztherapie, Autoimmunerkrankungen und Orphan Drugs.

Clinical Research Services von Ergomed



Quelle: Ergomed, GBC

Services – Arzneimittelüberwachung (Drug Safety + Medical Information)

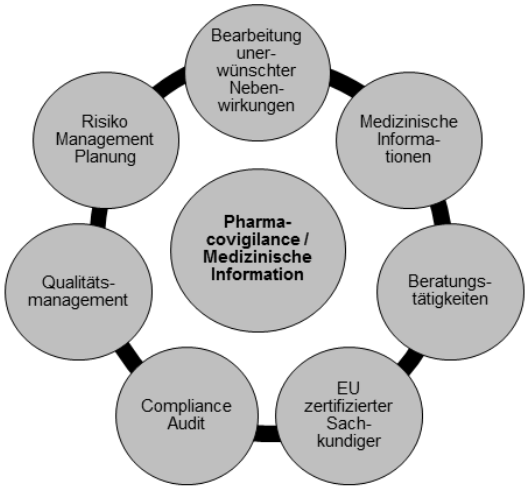
Die zweite Sparte des Service-Geschäfts ist der Bereich Arzneimittelüberwachung (Pharmakovigilanz). Hier findet die laufende und systematische Überwachung der Sicherheit von Fertigarzneimitteln statt. Diese weitere kontinuierliche Überwachung aller Präparate nach der Zulassung ist erforderlich, da die Patientenzahl in den klinischen Studien vergleichsweise gering ist und die Patienten unter speziellen Kriterien für die klinische Prüfung ausgesucht wurden. Sie ist rechtlich reguliert und wird mit der Zulassung eines neuen Medikamentes gefordert. Pharmakovigilanz wird betrieben, um nach der Zulassung noch Erkenntnisse zu unerwünschten Arzneimittelwirkungen zu sammeln und auszuwerten, um diese dann den Behörden zu übermitteln.

Ergomed betreibt das Arzneimittelüberwachungs-Geschäft in der 100 %igen Tochtergesellschaft **PrimeVigilance Ltd.,** welche alle regulatorischen und wissenschaftlichen Elemente anbietet, die notwendig sind, um eine Produktzulassung in Europa und den USA zu bekommen und aufrecht zu erhalten. Bedingt durch die global ansteigenden Vorschriften bezüglich Pharmakovigilanz, gliedern Pharmaunternehmen diese Aufgabe zunehmend aus. Besonders in den wichtigen Märkten USA und Europa herrschen strenge Vorschriften zur weiteren Kontrolle nach der Marktzulassung.

PrimeVigilance verfügt über ein breites Angebot an Dienstleistungen rund um die Arzneimittelüberwachung. Darunter fällt vor allem das Outsourcing der Überwachung der Medikamentensicherheit durch qualifizierte Fachkräfte, ein regelkonformes PV-System mit einem robusten Qualitätsmanagement, eine konsistente Datenerfassung für Nebenwirkungen, eine unverzügliche Berichterstellung, ein Literaturscreening, die Vorbereitung von regelmäßigen aktualisierten Unbedenklichkeitsberichten, die Erfassung und Auswer-

tung von Signalen sowie eine Nutzen-Risiko-Bewertung. Weiterhin bietet das Unternehmen konkrete Beratung und Handlungsempfehlungen bezüglich regulatorischen Änderungen sowie Formulierungshilfen bezüglich der Pharmakovigilanz-Zulassung an. Zudem werden Risiko Management Planungen, Schulungen oder weitere Beratungen angeboten.

Arzneimittelüberwachungs-Services der Ergomed



Quelle: Ergomed, GBC

2. Produkte

In den Bereich Produkte fallen zum einen die Co-Entwicklungen und zum anderen die eigenen Produkte der Ergomed. Bei der Analyse von anstehenden CRS-Projekten werden von Ergomed vielversprechende Produkte identifiziert und den Unternehmen dann sehr selektiv günstigere CRS-Konditionen angeboten, die an eine Umsatzbeteiligung oder Unternehmensanteile als Gegenleistung gebunden sind. Bei den eigenen Produkten handelt es sich um die Produkte der Haemostatix Ltd., die sich noch in der Entwicklung befinden. Die Produkte der Haemostatix wurden als besonders erfolgversprechend eingestuft, weshalb die Haemostatix Ltd. von Ergomed komplett akquiriert wurde.

Produkte – Co-Entwicklung

Ein Herausstellungsmerkmal der Ergomed sind die Entwicklungsprojekte im Produktbereich. Auf Grund des tiefen Einblicks in die verschiedenen Programme und der jahrelangen Erfahrung in diesem Bereich hat sich Ergomed entschieden, sich an besonders erfolgsversprechenden Produkten zu beteiligen. Dabei bietet das Unternehmen bei interessanten Kandidaten an, einen Teil der Entwicklungskosten zu übernehmen und dem Zulassungsprozess mit den eigenen Ressourcen zu unterstützen. Für eine Kostenübernahme der Entwicklung in Höhe von 30-50% erhält Ergomed im Gegenzug eine Umsatzbeteiligung in Höhe von 5-15 % an den Produkten oder direkte Anteile am Unternehmen.

Gegenwärtig sind 5 Produkte in der Co-Entwicklungspipeline in unterschiedlichen Entwicklungsphasen. Der große Vorteil dieser Co-Entwicklungen ist die vergleichsweise risikoarme Erfolgsbeteiligung. Es fallen primär Opportunitätskosten an und im Gegenzug haben die Produkte einen extrem hohen potenziellen Marktwert. So kann Ergomed an dem großen Upside der Arzneimittelentwicklung partizipieren, ohne dass das Risiko einzelner Fehlschläge die Substanz des Unternehmens gefährden würde. Zudem steigt bei einem derartigen Aufbau eines Portfolios an Produktbeteiligungen die statistische

Erfolgswahrscheinlichkeit für das Unternehmen mit der Anzahl der Partnerschaften. Ergomed beabsichtigt, dass pro Jahr zwei weitere erfolgversprechende Produkte in der Portfolio aufgenommen werden sollen; es soll jedoch mehr als zehn Produkte parallel nicht überschreiten.

Ergomed nutzt also die über 16 Jahre Erfahrung aus dem CRS-Geschäft, um erfolgversprechende Projekte identifizieren zu können und an deren Entwicklung zu partizipieren.

Produkte der Ergomed

Produkt	Partner	Nächster Meilenstein	Präklinisch	Phase I	Phase II	Phase III
Co-Entwicklung						
Zoptrex	Aeterna Zentaris	1. HJ 2017	Gebärmutterkrebs			
Multikine	CEL-SCI	2018	Kopf-Hals-Tumore			
Lorediplon	Ferrer	2. HJ 2016	Schlaflosigkeit			
Sevuparin	Dilaforette	2017	Sichelzellenkrankheit			
Multikine	Cel-Sci	TBC	Peri-anale Warzen			
Eigenentwicklung						
PeproStat	-	1. HJ 2018	Blutungsstillung			
ReadyFlow	-	2018	Blutungsstillung			

Quelle: Ergomed, GBC

Aeterna Zentaris

Mit dem Wirkstoff AEZS108 von Aeterna Zentaris Inc. soll Gebärmutterkrebs behandelt werden und bereits im 1. HJ 2017 wird voraussichtlich der nächste wichtige Meilenstein erreicht. Gegenwärtig wird eine potenziell zulassungsrelevante Phase III-Studie von Zoptrex bei Endometriumkarzinomen in 115 klinischen Zentren in 22 Ländern durchgeführt. Die Patientenrekrutierung war bereits vorzeitig erfolgreich abgeschlossen worden und im Laufe der Studie wurde vom ‚Data and Safety Monitoring Board' eine Weiterführung der Phase III-Studie empfohlen.

Der Wirkstoff hat das Potenzial die erste von der FDA zugelassene Therapie für Gebärmutterhalskrebs in fortgeschrittenem Stadium zu werden. Dabei ist aufgrund des hohen Bedarfs eine zügige Marktdurchdringung zu erwarten.

CEL-SCI

Cel-Sci entwickelt das Produkt Multikine zur Behandlung von Kopf-Hals-Tumoren, welches den nächsten Meilenstein im Jahr 2018 erreichen soll. Die großangelegte potenziell zulassungsrelevante Phase III-Studie soll etwa 880 Patienten einschließen und wird in 105 klinischen Zentren in 24 Ländern durchgeführt. Gemäß dem letzten Update vom 1. April 2016 wurden bereits 756 Patienten rekrutiert.

Das Produkt verfolgt einen einzigartigen Ansatz, indem die Behandlung erfolgt, bevor das Immunsystem schwächende Faktoren wie Bestrahlung, Chemotherapie oder eine Operation zum Einsatz kommen. Bisherige Therapien kommen erst zum Einsatz, wenn die primäre Therapie keine Wirkung entfaltet hat.

Das zweite Produkt von CEL-SCI ist Multikine zur Behandlung von peri-analen Warzen bei HIV/HPV. Da sich das Produkt noch in der Phase-I befindet, wird die Studie zurzeit mit 15 Patienten in 2 klinischen Zentren durchgeführt. Laut CEL-SCI verläuft die klinische Studie planmäßig, aktuelle Patientenzahlen wurden nicht veröffentlicht.

Ferrer
Ferrer entwickelt mit dem Wirkstoff Lorediplon ein Medikament gegen Schlaflosigkeit. Gegenwärtig befindet sich das Produkt in einer Phase-IIa-Studie und der nächste Meilenstein soll bereits im 2. HJ 2016 erreicht werden. In der Studie werden 130 Patienten in 11 klinischen Zentren in 3 Ländern untersucht. Bereits im Januar 2016 wurden mehr als 45 Patienten eingeschlossen.

Der Wirkstoff Lorediplon weist auf Grund seiner starken Schlafmitteleigenschaften und einer verlängerten Halbwertzeit in Hinblick auf Durchschlafdauer und Schlafstruktur der Patienten eine mögliche Überlegenheit gegenüber bisher am Markt befindlichen Produkten auf.

Dilaforette
Das Produkt Sevuparin gegen die Sichelzellenkrankheit von Dilaforette befindet sich in einer Phase II-Studie und der nächste Meilenstein soll 2017 erreicht sein. Das Medikament mit Orphan-Drug-Status wird in der Studie, die in 11 klinischen Zentren in 5 Ländern durchgeführt wird, an bis zu 154 Patienten untersucht. Der genaue Termin für die Ergebnisse wird noch festgelegt.

Im Gegensatz zu den anderen Co-Entwicklungsprojekten, wurde bei Dilaforette keine direkte Erfolgsbeteiligung vereinbart, sondern es wurde eine Eigenkapitalbeteiligung eingegangen. Der Hintergrund dessen war zum einen, dass die Bewertung von Dilaforette als sehr günstig eingeschätzt wurde und zum anderen handelt es sich bei Dilaforette um ein Ein-Produkt-Unternehmen. Somit ist eine Erfolgsbeteiligung bei dem Gesamtunternehmen ähnlich zu bewerten wie eine Produkt-Erfolgsbeteiligung.

Produkte – Eigenentwicklung

Haemostatix

Haemostatix Ltd. ist ein britisches Unternehmen, das sich auf die Forschung und Entwicklung von blutungsstillenden (Hämostase) Produkten spezialisiert hat. Im Rahmen einer zunächst geplanten Zusammenarbeit mit Ergomed bei den anstehenden klinischen Studien wurde das große Potential der sich in Entwicklung befindlichen Produkte identifiziert. In diesem Zusammenhang akquirierte Ergomed die Haemostatix schließlich vollständig. Durch die Übernahme wird Haemostatix vollkonsolidiert und somit werden alle Kosten, aber auch alle zukünftig anfallenden Erträge, bei Ergomed erfolgswirksam. Durch die im Mai 2016 durchgeführte Akquisition wurde das Geschäftsmodell von Ergomed um Produkte erweitert, die komplett eigenentwickelt werden. Gegenwärtig hat Haemostatix zwei blutungsstillende Produkte in der Pipeline, zum einen PeproStat, welches die Phase-I bereits Ende 2015 abgeschlossen hat und zum anderen ReadyFlow, ebenfalls ein Hämostase-Mittel, dass sich noch in der präklinischen Phase befindet.

Bei der Akquisition von Haemostatix wurde eine 7 Mio. £ Sofortzahlung vereinbart, wobei 0,8 Mio. £ in Cash und 6,2 Mio. £ durch die Ausgabe neuer Aktien beglichen wurden. Zusätzlich hat Ergomed ein Darlehen über 1 Mio. £ an Haemostatix gewährt. Des Weiteren fallen weitere zukünftige Zahlungen über bis zu 20 Mio. £ an, die jedoch an das Erreichen von Meilensteinen geknüpft sind.

Die Milestone-Zahlungen setzen erst nach der ersten erfolgreichen Patientenrekrutierung einer Phase III-Studie für eines der beiden Produkte ein. Die Zahlungen sind zudem abhängig von Ergomeds Marktkapitalisierung zu diesem Zeitpunkt sowie von den kumuliert erzielten Umsatzerlösen mit von Haemostatix entwickelten Produkten und damit stark an den Erfolg der Transaktion geknüpft.

Milestone-Zahlungen nach der ersten erfolgreichen Patientenrekrutierung einer Phase III-Studie für PeproStat oder ReadyFlow			
1. Marktkapitalisierung von Ergomed	**≥ 150 Mio. £**	**100-150 Mio. £**	**≤ 100 Mio. £**
Zu leistende Zahlung (alternativ)	4 Mio. £	2 Mio. £	0 Mio. £
2. Umsatz	**≥ 10 Mio. $**	**≥ 100 Mio. $**	**≥ 200 Mio. $**
Zu leistende Zahlung (additiv)	8 Mio. £	4 Mio. £	4 Mio. £

Quelle: Ergomed, GBC

Die ersten 4 Mio. £ fallen bei der ersten erfolgreichen Patientenrekrutierung für eine Phase III-Studie bei einem von Haemostatix´ Produkten an, sofern die Marktkapitalisierung der Ergomed zu diesem Zeitpunkt mindestens 150 Mio. £ beträgt. Sofern die Marktkapitalisierung unter 150 Mio. £, aber über 100 Mio. £ liegt, beträgt die Zahlung 2 Mio. £ und die ausstehenden 2 Mio. £ fallen erst bei Erreichen einer Marktkapitalisierung von 150 Mio. £ an. Keine Zahlungen erfolgen, sofern die entsprechende Marktkapitalisierung unter 100 Mio. £ liegt.

Weitere 8 Mio. £ an Milestone-Zahlungen fallen an, sobald mit den beiden Produkten kumuliert 10 Mio. USD Umsatz erzielt wurden und weitere 8 Mio. £. Zahlungen müssen geleistet werden, wenn 100 Mio. USD und 200 Mio. USD kumulierter Umsatz erreicht werden.

Zunächst soll der 3,5 Mrd. USD starke Hämostase-Markt mit **PeproStat** adressiert werden. Haemostatix hat bereits die Phase I-Studie mit 20 Patienten erfolgreich beendet und konnte zeigen, dass PeproStat verträglich und wirksam ist. Es konnten 95% der Blutungen innerhalb von 3 Minuten gestoppt werden und im Durchschnitt dauert dies sogar nur 1,4 Minuten. Damit wirkte PeproStat deutlich schneller als die gegenwärtigen Konkurrenz-Produkte, die zwischen 3 und 6 Minuten benötigen. Ein weiterer Vorteil gegenüber den existierenden Produkten ist, dass PeproStat nicht erst vorbereitet werden muss, sondern sofort angewendet werden kann. Dies ist besonders relevant für medizinische Operationen bei denen vorher noch unklar ist, wie viel Hämostase-Mittel benötigt wird.

Ein weiterer Vorteil gegenüber den existierenden Produkten ist laut Ergomed, dass PeproStat synthetisch hergestellt werden kann. Andere Produkte werden auf Basis von menschlichem oder tierischem Blut produziert, was viele Nachteile mit sich bringt. Zum einen können Krankheiten mit übertragen werden und zum anderen ist die Zulieferkette deutlich schwieriger aufrecht zu erhalten. Somit ist PeproStat den gegenwärtig auf dem Markt befindlichen Produkten deutlich überlegen, da es schneller wirkt, einfacher anzuwenden und leichter herzustellen ist. Die nächste klinische Studie-IIb soll 120 Patienten einschließen und bereits Anfang 2018 abgeschlossen sein. Zudem wird eine Phase III-Studie mit 600 Patienten in 2018/2019 angestrebt, und somit wäre im Erfolgsfall mit einer möglichen Markteinführung im Jahr 2020 zu rechnen.

Haemostatix hat als zweites Produkt **ReadyFlow** in der Produktpipeline, welches auf den gleichen Wirkungsmechanismen wie PeproStat basiert, aber ausgelegt ist, um schwer zu erreichende Stellen bzw. unebene Oberflächen zu behandeln. Zurzeit befindet sich ReadyFlow noch in der präklinischen Entwicklungsphase. ReadyFlow ist ein Gel, welches direkt in Spritzen angeboten werden würde, um auch tiefe Wunden zu erreichen. Ein weites Anwendungsfeld wäre hier auch der militärische Nutzen, da ReadyFlow leicht zu lagern ist und leicht angewendet werden kann.

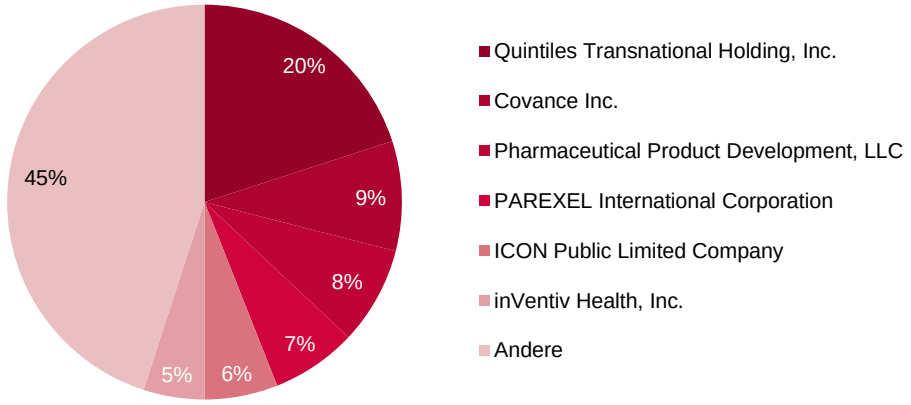
Wettbewerb

Der CRO- Markt ist stark konsolidiert. Laut IMAP besaßen 2011 die zehn größten CRO-Unternehmen einen Marktanteil von 75 %. Der Grund hierfür sind die hohen Markteintrittsbarrieren. Zum einen unterliegt das CRO-Geschäft strengen Regulierungen und zum anderen ist das Geschäft relativ kostenintensiv. Hintergrund der hohen Kostenintensität ist das globale Netzwerk, welches notwendig ist, um Patienten zu rekrutieren. Weiterhin konsolidiert sich der CRO-Markt zunehmend, bedingt durch einen steigenden Wettbewerbsdruck. CRO-Anbieter versuchen vermehrt über M&A Aktivitäten zu Komplett-Anbietern zu werden, mit einem noch engeren internationalen Netzwerk. Im Gegensatz hierzu gibt es einige Nischenanbieter, die Spezialisten in einzelnen Bereichen der Wertschöpfungskette sind.

Unternehmen	Umsatz (GJ 2015)	Umsatzwachstum 2015 yoy
Quintiles	4,3 Mrd. USD	5,5 %
Parexel	2,0 Mrd. USD	4,0 %
inVentiv Health	2,0 Mrd. USD	10,4 %
Icon	1,6 Mrd. USD	4,8 %
Ergomed	**30,1 Mio. GBP**	**42,7 %**

Quelle: Unternehmensberichte soweit verfügbar

Marktanteile der Contract Research Organisations (2014)



Quelle: IMAP Global Pharma & Biotech M&A Report 2014, GBC

Zwischen 2007 und 2012 wurden 45 % aller kleinen- und mittelständischen CRO-Unternehmen von größeren Marktteilnehmern übernommen.

Quintiles, als größter CRO-Anbieter der Welt, wurde vor kurzem sowohl für 2015 und 2016 als „Most Admired Company“ von Forbes gekürt. Grund für die Ehrung waren die Qualität des Unternehmens, Dienstleistungen, globale Wettbewerbsfähigkeit, langfristige Investitionen und soziale Verantwortung. Der Branchenriese hat immenses Wachstum erlebt seit dem Erwerb von „Novella Clinical“, einem CRO für medizinische Geräte und Diagnostik, im Jahr 2013, und „Encore“, einem Unternehmen für elektronische Gesundheitsakten, im Jahr 2014. Quintiles ist auch Marktführer nach durchgeführten klinischen Studien. Quintiles konnte im Jahr 2015 einen Umsatz von 4,3 Mrd. USD ausweisen mit erwarteten Umsatzsteigerungen bis 2016 von 6-8,5%.

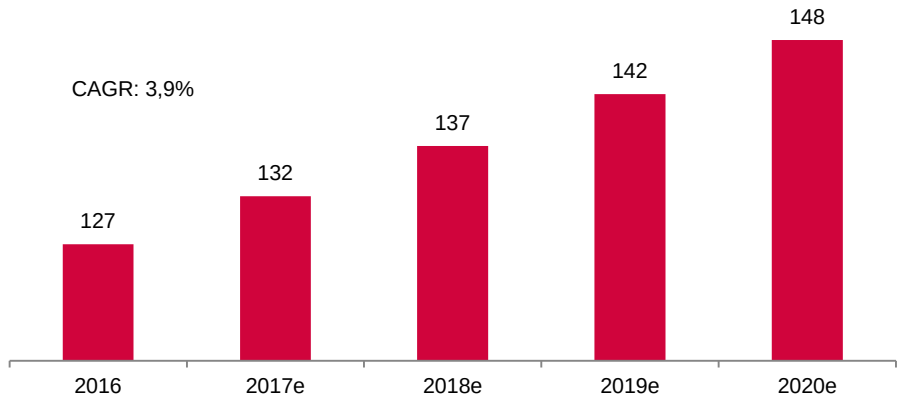
Der zweitgrößte Marktteilnehmer, Covance, wurde Ende 2014 von LabCorp für 6,1 Mrd. USD übernommen. Covance konnte nach der Übernahme 2,2 Mrd. USD Umsatz für LabCorp generieren. Parexcel als drittgrößter CRO-Anbieter plant 2,1 Mrd. USD in 2016 zu erreichen und mit starken Kostensparmaßnahmen mit simultaner Expansion in Niedriglohnländer deutliche Margenverbesserungen zu erzielen.

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Markt für klinische Entwicklungsdienstleistungen (Clinical Research Services - CRO)

Die globalen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) der Pharma-Industrie steigen jährlich deutlich an. So wurden 2016 weltweit 127 Mrd. USD für F&E-Aktivitäten ausgegeben. Es wird weiterhin prognostiziert, dass diese Ausgaben jährlich um 3,9 % ansteigen, auf 148 Mrd. USD im Jahr 2020. Hintergrund ist zum einen die starke Konkurrenz unter den Pharmaunternehmen, die noch verstärkt wird durch auslaufende Patente und den Einstieg von Generikaproduzenten. Zum anderen verschiebt sich die Forschung hin zu komplexeren Krankheitsbildern, die deutlich höhere Misserfolgsquoten aufweisen und kostenintensiver sind. Hinzu kommen die gestiegenen regulatorischen Anforderungen, die erfüllt werden müssen und ebenfalls Kosten verursachen.

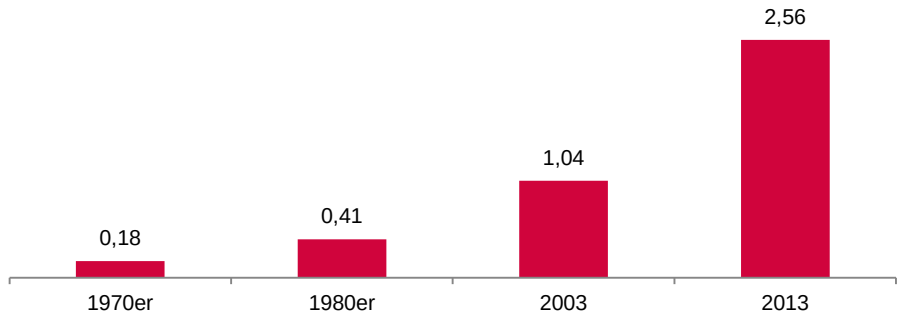
Globale Ausgaben für Forschung und Entwicklung der Pharma-Industrie (in Mrd. USD)



Quelle: BCG

Folglich haben sich die durchschnittlichen F&E-Kosten einer Medikamentenzulassung in den letzten Jahrzehnten deutlich erhöht. Während sie in den 1970ern bei 179 Mio. USD lagen, sind die Kosten in 2013 bereits auf 2,6 Mrd. USD angestiegen. Neben den bereits genannten Faktoren liegt der Kostenanstieg auch im Wandel begründet, hin zu zielgerichteten Therapien, die nur die spezielle Krankheit adressieren. Eine höhere Fokussierung führt ebenfalls zu strikteren Auswahlkriterien der Patienten in den klinischen Studien. Hinzu kommen erweiterte Erfordernisse der Datenvielfalt und zusätzliche Besuche der Patienten in den Untersuchungszentren. Dies führt zu längeren Studienphasen sowie zu einer aufwendigeren Rekrutierung von geeigneten Patienten, was sich in deutlich höheren Kosten niederschlägt.

Durchschnittliche F&E Kosten einer Medikamentenzulassung (in Mrd. USD)



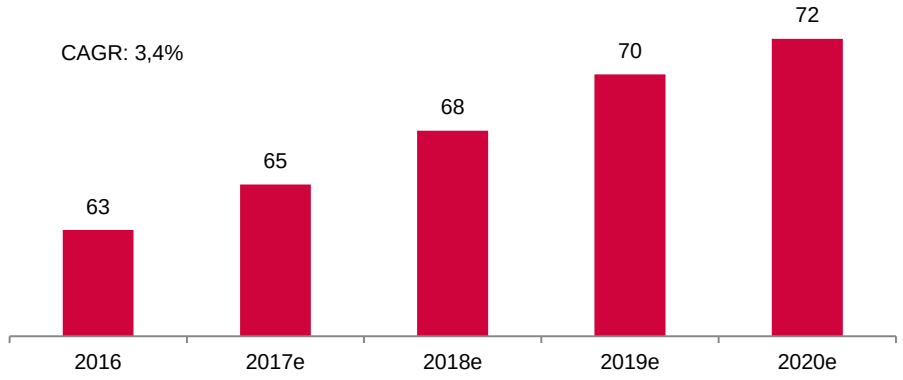
Quelle: INC Research

Die aufwendigen und kostenintensiven klinischen Studien weisen zudem eine extrem hohe Ausfallquote auf. Nur 12% aller medizinischen Produkte in der Phase I werden später von der amerikanische Zulassungsstelle (FDA - Food and Drug Administration) zugelassen.

Bedingt durch den konstanten Druck durch auslaufende Patente, dem Konkurrenzdruck aus der Generikaindustrie und den steigenden Kosten, hat die Pharma-Industrie ihre Forschungs- und Entwicklungsabteilungen neu strukturiert. Das Resultat ist, dass klinische Studien vielfach an externe Forschungsinstitute outgesourced werden. CROs (Clinical Research Organisation, dt. Auftragsentwicklungsinstitut) übernehmen die Durchführungen dieser Studien und können die neuen Produktkandidaten von Phase I bis IV komplett begleiten. Der CRO-Markt ist durch eine starke anhaltende Konsolidierung geprägt. Inzwischen kontrollieren die Top 10 der Marktteilnehmer rund 75 % des gesamten Marktes. Die restlichen 25% des Marktes sind fragmentiert und werden von kleineren und mittleren CROs beherrscht. IMAP geht von einer weiteren Konsolidierung aus, da nur wenige neue Marktteilnehmer versuchen den Markt zu erobern, bedingt durch die hohen Eintrittsbarrieren der regulatorischen Anforderungen.

Der CRO-Markt entwickelt sich nach wie vor dynamisch. In 2016 wurde der globale CRO-Markt auf 63 Mrd. USD geschätzt und soll bei einem jährlichen Wachstum von 3,4 % 72 Mrd. USD im Jahr 2020 erreichen. Dabei korreliert der CRO-Markt sehr stark mit den F&E-Ausgaben der Pharma-Industrie, da es sich bei Auftragsforschung primär um outgesourcete klinische Studien handelt. In deren Durchführung bieten CROs einen entscheidenden Vorteil. Neben der Kostenkontrolle für die Pharma-Unternehmen besitzen CROs meist ein globales Netzwerk zur Patientenrekrutierung, welches zum Beispiel bei großen internationalen Studien oder bei selteneren Krankheiten (Orphan Diseases) ein besonders wichtiger Faktor ist. Daher ist ein Abbruch des Wachstumstrends nicht absehbar. Der globale CRO-Markt ist die relevanteste Bemessungsgröße für Ergomeds Hauptgeschäft. Neben den positiven Wachstumsaussichten des CRO-Marktes, weist Ergomed ein deutliches organisches Wachstum im CRO-Geschäft auf und gewinnt daher deutlich Marktanteile.

Globaler Markt für CRO (in Mrd. USD)

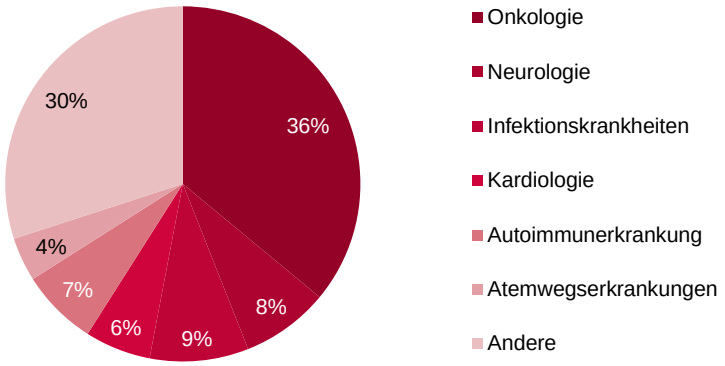


Quelle: BCG

Das deutliche überproportionale Wachstum von Ergomed lässt sich zum einen durch die strategische Fokussierung auf die wichtigsten Märkte erklären. Betrachtet man die Klassifizierung der sich in Entwicklung befindlichen Pharmazeutika, so wird deutlich, dass besonders der Bereich Onkologie mit 38% den größten Forschungsbereich abdeckt; ein Bereich in dem auch Ergomed aktiv ist. Besondere Expertise besitzt Ergomed in den Feldern Onkologie, Neurologie, Immunologie und seltenere Krankheiten (Orphan Dise-

ases). Somit liegen 51 % des Gesamtmarktes der sich im Entwicklungsstadium befindlichen Pharmazeutika in Ergomeds Kerngebieten. Neben diesen Schwerpunkten werden aber auch andere klinische Studien durchgeführt, und somit erzielt Ergomed eine sehr weite Marktabdeckung.

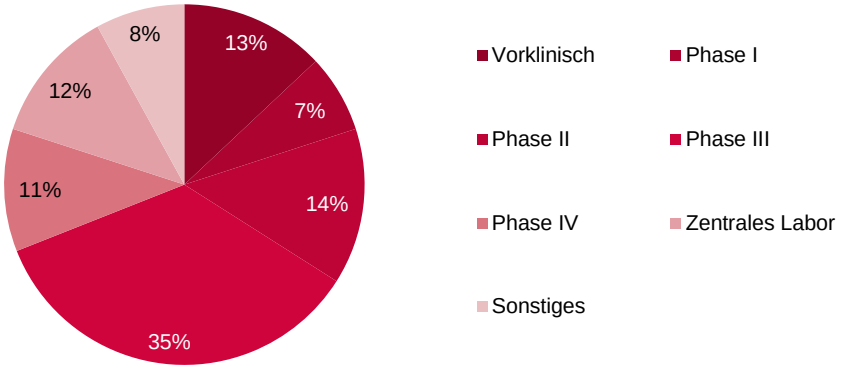
Klassifizierung der Pharmazeutika in Entwicklung (2015) – in % der in Entwicklung befindlichen Pharmazeutika



Quelle: INC Research

Neben der strategischen Fokussierung auf die wichtigsten Indikationsbereiche werden von Ergomed ebenfalls die wichtigsten Schritte der klinischen Entwicklung abgedeckt. Ergomed entwickelt in den Phasen I bis IV. Die unterschiedliche Gewichtung der einzelnen Phasen ist durch den erforderlichen Umfang erklärbar. Studien der Phase I erfordern in der Regel einen kleineren Patientenkreis, um eine Grundverträglichkeit und in manchen Fällen erste Wirksamkeitssignale nachzuweisen. Erst in der Phase III werden großflächige klinische Studien mit sehr vielen Patienten durchgeführt, um den Nachweis der Wirksamkeit und Verträglichkeit des Prüfpräparats an einer repräsentativen Patientenpopulation zu gewährleisten. Daher entfällt der größte Anteil des CRO-Markts auf dieses Stadium. Nachgelagert dient die Phase IV-Studie dazu, den therapeutischen Einsatz eines zugelassenen Medikaments in der breiten Anwendung zu untersuchen und eine Bestätigung der Nutzen-Risiko-Abwägung zu erhalten.

Globaler CRO-Markt nach Segmenten (2015)



Quelle: IMAP Report

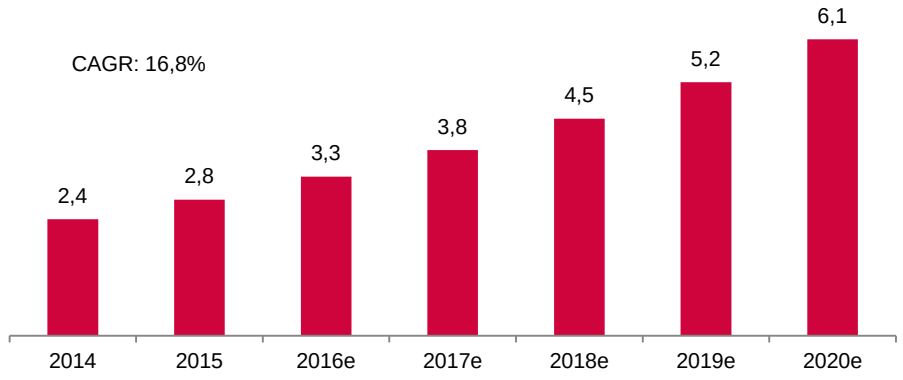
Neben dem Service-Geschäft betreibt Ergomed im Geschäftsbereich Produkte eine partnerschaftliche Biotechnologie-Entwicklung. Bei besonders erfolgversprechenden Produkten arbeitet die Gesellschaft direkt mit Unternehmen zusammen. So werden

günstigere Konditionen für die Durchführung von klinischen Studien angeboten, die im Gegenzug mit einer Erfolgsbeteiligung an den darauf hervorgehenden Produkten oder Unternehmensanteilen verbunden sind. Gegenwärtig hat Ergomed 5 Co-Entwicklungsprodukte in der Pipeline, die bei Erfolg ein sehr hohes Gewinnpotenzial mit sich bringen. Bezogen auf den Gesamtmarkt für pharmazeutische Produkte, herrscht bei biopharmazeutischen Medikamenten das größte Marktwachstum vor.

Der Markt für Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz

Neben der Durchführung von klinischen Studien ist Ergomed in dem sehr dynamischen Markt für Arzneimittelüberwachung (Pharmakovigilanz) aktiv. Pharmakovigilanz ist ein Kernelement eines effektiven Medikamentenregulierungssystems, um die möglichen Nebenwirkungen verfolgen und erfassen zu können. Dabei geht es um die laufende systematische Überwachung der Sicherheit eines Fertigarzneimittels, die für alle Präparate nach der Zulassung gefordert wird. Dies ist erforderlich, da die Patientenzahl in den klinischen Studien vergleichsweise gering ist und die Patienten unter speziellen Kriterien für die klinische Prüfung ausgesucht wurden. Die Komplexität vieler neuer Medikamente erfordert eine noch umfangreichere Arzneimittelüberwachung und so wächst der Markt weiter sehr dynamisch. Er wird für 2015 auf 2,8 Mrd. USD geschätzt, soll auch weiter mit durchschnittlich 16,8 % stark wachsen und im Jahr 2020 6,1 Mrd. USD erreichen. Ergomed hat sich in diesem dynamischen Markt als eines der führenden europäischen Unternehmen sehr stark positioniert und hat mit einem historischen Wachstum zwischen 2012-2015 von 45 % deutlich stärker als der Markt zugelegt und kontinuierlich seinen Marktanteil ausgebaut.

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

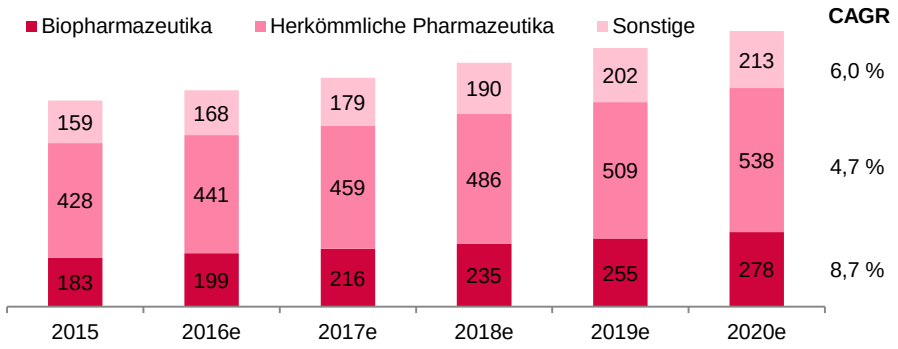


Quelle: Transparency Market Research

Markt für pharmazeutische Produkte

Der globale Markt für pharmazeutische Produkte belief sich im Jahr 2015 auf 770 Mrd. USD und davon entfielen 183 Mrd. USD auf Biopharmazeutika. Bei herkömmlichen Pharmazeutika handelt es sich um Produkte, deren Komponenten meist auf chemischer oder pflanzlicher Basis hergestellt werden. Der Hauptunterschied besteht in den Produktionsverfahren: Traditionelle Pharmazeutika werden häufig durch chemische Synthesen erzeugt, wohingegen Biopharmazeutika in lebenden Organismen wie Bakterien, Hefe oder Zellen von Säugetieren erzeugt werden. Bis 2020 sollen der gesamte Markt, bestehend aus Biopharmazeutika, herkömmlichen Pharmazeutika und Sonstige Pharmazeutika, auf 1.029 Mrd. USD anwachsen, bei einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,9 %. Besonders der biopharmazeutische Markt soll dabei deutlich überproportional wachsen mit 8,7 %.

Globaler Markt für pharmazeutische Produkte (in Mrd. USD)

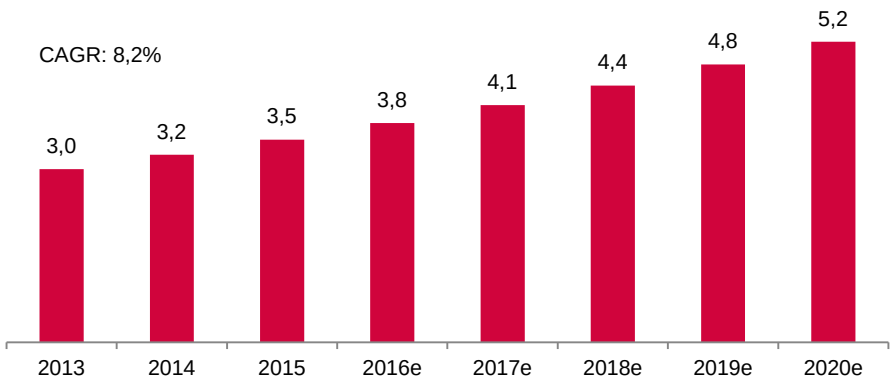


Quelle: EvaluatePharma

Markt für Hämostase-Produkte

Neben den Co-Entwicklungsprodukten hat Ergomed kürzlich auch eine komplette Unternehmensübernahme einer besonders erfolgsversprechenden Produktreihe im Bereich der Hämostase (Blutungsstiller) durchgeführt. Das Unternehmen Haemostatix konnte bereits in einer klinischen Studie Phase I zeigen, dass das Prüfpräparat deutlich schneller wirkt und leichter anwendbar ist als die Konkurrenzprodukte. Darüber hinaus kann es im Gegensatz zu existierenden Produkten synthetisch hergestellt werden, was besondere Vorteile birgt.

Globaler Markt für Hämostase (in Mrd. USD)



Quelle: Transparency Market Research

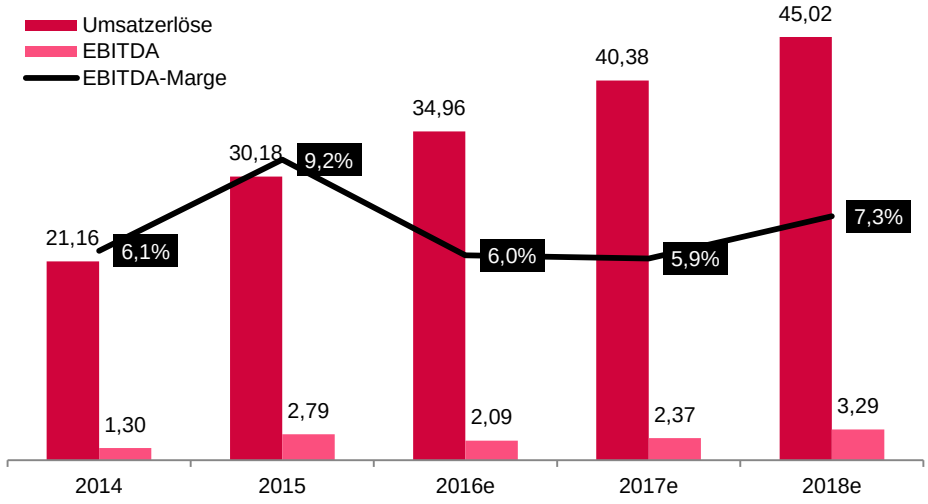
Der globale Markt für Hämostase lag 2015 bei 3,5 Mrd. USD und soll mit 8,2 % jährlichen Wachstums auf 5,2 Mrd. USD im Jahr 2020 anwachsen. Neben den offensichtlichen Vorteilen gegenüber den Konkurrenzprodukten sollte Ergomed mit den neu entwickelten Hämostase-Produkten im Erfolgsfall auch an dem dynamischen Marktwachstum partizipieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. £)	GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e		GJ 2018e	
Umsatzerlöse	**30,18**	**100,0%**	**34,96**	**100,0%**	**40,38**	**100,0%**	**45,02**	**100,0%**
Umsatzkosten	-21,81	-72,3%	-25,00	-71,5%	-28,59	-70,8%	-32,03	-71,1%
Bruttogewinn	**8,37**	**27,7%**	**9,96**	**28,5%**	**11,79**	**29,2%**	**12,99**	**28,9%**
Verwaltungsaufwendungen	-5,19	-17,2%	-5,87	-16,8%	-6,73	-16,7%	-7,00	-15,6%
Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen	0,00	0,0%	-1,50	-4,3%	-2,50	-6,2%	-2,50	-5,6%
sonstige betriebliche Erträge	0,08	0,3%	0,10	0,3%	0,10	0,2%	0,10	0,2%
Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte	-0,60	-2,0%	-0,70	-2,0%	-0,80	-2,0%	-0,90	-2,0%
Beitrag anteilsbasierte Vergütung	-0,29	-1,0%	-0,30	-0,9%	-0,30	-0,7%	-0,30	-0,7%
außerordentliche Aufwendungen	-0,31	-1,0%	-0,30	-0,9%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
EBIT	**2,07**	**6,9%**	**1,39**	**4,0%**	**1,57**	**3,9%**	**2,39**	**5,3%**
Finanzerträge	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Finanzaufwendungen	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
EBT	**2,07**	**6,9%**	**1,39**	**4,0%**	**1,57**	**3,9%**	**2,39**	**5,3%**
Ertragssteueraufwand	-0,52	-1,7%	-0,26	-0,8%	-0,28	-0,7%	-0,43	-1,0%
Jahresüberschuss	***1,55***	***5,1%***	***1,13***	***3,2%***	***1,29***	***3,2%***	***1,96***	***4,4%***
EBITDA	2,79		2,09		2,37		3,29	
in % der Umsatzerlöse	*9,2*		*6,0*		*5,9*		*7,3*	
EBIT	2,07		1,39		1,57		2,39	
in % der Umsatzerlöse	*6,9*		*4,0*		*3,9*		*5,3*	
Ergebnis je Aktie in £	0,05		0,03		0,03		0,05	
Dividende je Aktie in £	0,00		0,00		0,00		0,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	28,750		40,879		40,879		40,879	

Entwicklung der Umsatzerlöse, EBITDA (in Mio. £) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Ergomed, GBC

Historische Geschäftsentwicklung

GuV (in Mio. £)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	12,07	14,61	15,15	21,16	30,18
EBITDA (*Marge*)	0,67 (*5,6%*)	0,52 (*3,6%*)	1,84 (*12,1%*)	1,30 (*6,1%*)	2,79 (*9,2%*)
EBIT (*Marge*)	0,62 (*5,1%*)	0,47 (*3,2%*)	1,78 (*11,7%*)	0,78 (*3,7%*)	2,07 (*6,9%*)
Periodenergebnis	0,54	0,39	1,55	0,58	1,55
EPS in £	0,03	0,02	0,08	0,02	0,05

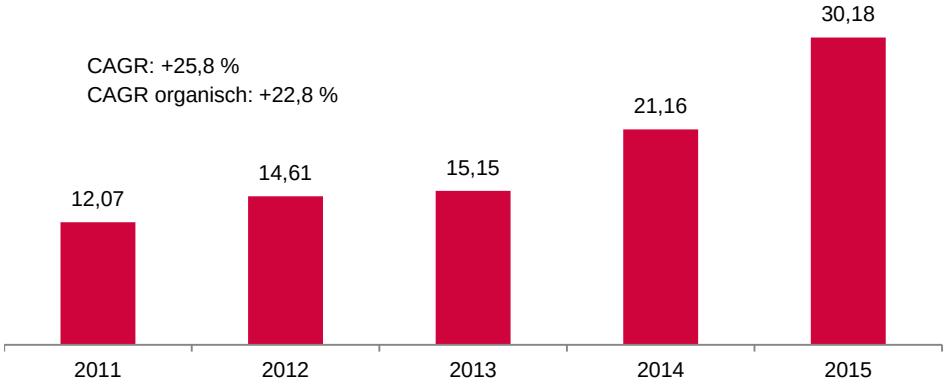
Quelle: Ergomed, GBC

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

Entwicklung der Umsatzerlöse

Über die vergangenen Jahre konnte Ergomed ein beachtliches Wachstumstempo aufweisen. So lag die durchschnittliche jährliche Steigerungsrate der Umsatzerlöse zwischen 2011 und 2015 bei 25,8 %. Absolut betrachtet, haben sich die Umsatzerlöse von 12,07 Mio. £ in 2011 auf 30,18 Mio. £ in 2015 mehr als verdoppelt. Insbesondere seit dem Börsengang im Jahr 2014 hat sich die Wachstumsdynamik deutlich erhöht.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

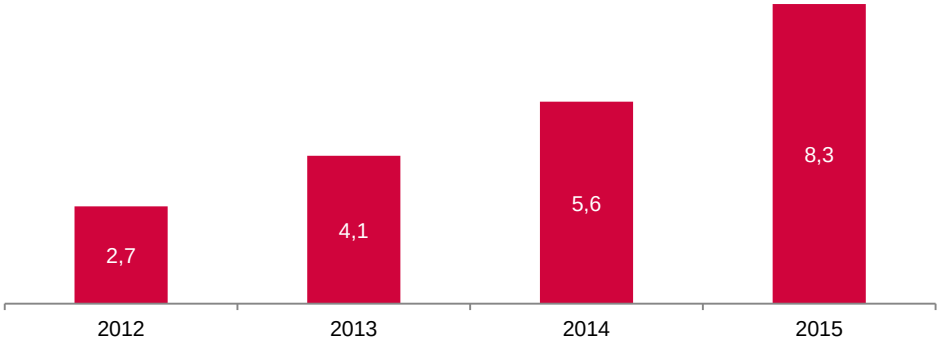
Als Hintergrund dieses hohen Wachstums sind zwei Entwicklungen zu nennen. Der größte Teil des Wachstums wurde organisch erzielt. Hierbei hat sich die gute Positionierung des Unternehmens am Markt bemerkbar gemacht, mit dem Effekt, dass in den Jahren 2014 und 2015 mehrere Phase II und Phase III-Studien im Bereich der Auftragsentwicklung gewonnen werden konnten, welche jeweils mehrere Millionen Pfund an Auftragsvolumen aufwiesen und über mehrere Jahre hinweg laufen. Vor allem im Jahr 2015 hat sich dies sehr positiv auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt. Zudem konnten auch im Segment *Drug Safety and Medical Information Services - DS&MI (Arzneimittelüberwachung)*, welches durch die 100 %ige Tochtergesellschaft PrimeVigilance repräsentiert wird, zahlreiche neue Kunden gewonnen werden.

PrimeVigilance wurde im Jahr 2014 im Zuge des IPO erworben. Der Kaufpreis für das Unternehmen lag bei 9 Mio. £, wobei 6 Mio. £ in Cash und 3 Mio. £ durch die Ausgabe von neuen Aktien (Sacheinlage) beglichen wurden.

PrimeVigilance selbst weist einen seit mehreren Jahren besonders intakten und dynamischen Aufwärtstrend bei den Umsatzerlösen auf. Zuletzt, im Jahr 2015, erwirtschaftete das Unternehmen Umsatzerlöse in Höhe von 8,3 Mio. £, 48,2 % mehr als im Vorjahreszeitraum. Dabei ist zu erwähnen, dass das Geschäft um eine kleine Übernahme ergänzt

wurde (Sound Opinion Ltd.), welche im Jahr 2015 0,21 Mio. £ Umsatz beisteuerte. An der Aussage des hohen organischen Wachstums ändert dies jedoch nichts.

Entwicklung der Umsatzerlöse der PrimeVigliance (in Mio. £)

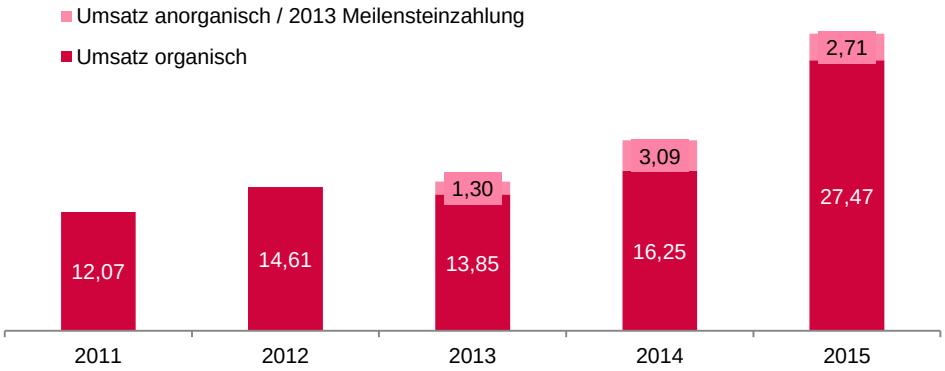


Quelle: Ergomed, GBC

Die Übernahme der PrimeVigilance zum 15.07.2014 berücksichtigt, lag der organische Umsatz im Jahr 2015 bei 27,47 Mio. £, 2,71 Mio. £ sollten entsprechend anorganischer Zuwachs gewesen sein. Auch in 2014 trug PrimeVigilance bereits 3,09 Mio. £ zum anorganischen Wachstum bei. In 2013 war ein Einmaleffekt aus einer einmaligen Meilensteinzahlung eines Kunden aus dem Co-Entwicklungsbereich in Höhe von 1,3 Mio. £ zu verzeichnen. Hierbei ist zu betonen, dass diese Zahlung zwar einen einmaligen Charakter hatte, aber als operativer Ertrag zu klassifizieren ist und keinen anorganischen Ertrag im Zuge einer Übernahme darstellt. Im CRS-Segment waren in 2014 und 2015 keine anorganischen Effekte enthalten.

Organisch betrug das Wachstum der Ergomed zwischen den Jahren 2011 und 2015 22,8 % und verlief damit nahezu auf dem gleichen hohen Niveau wie das Gesamtwachstum.

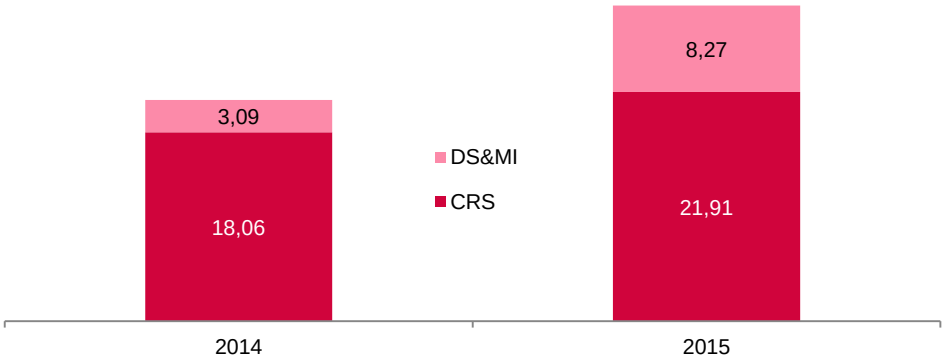
Split der Umsatzerlöse nach organischen und anorganischen Beiträgen (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Seit der Übernahme der PrimeVigilance berichtet Ergomed nach den beiden Segmenten *clinical research services / CRS* (Auftragsentwicklung) sowie *drug safety and medical information services / DS&MI* (Arzneimittelüberwachung). Das Segment DS&MI repräsentiert dabei das Geschäft der PrimeVigilance, welches in 2015 mit 8,27 Mio. £ zu den Umsatzerlösen beitrug. Das CRS-Segment machte in 2015 unverändert mit 72,6 % den größten Umsatzanteil aus.

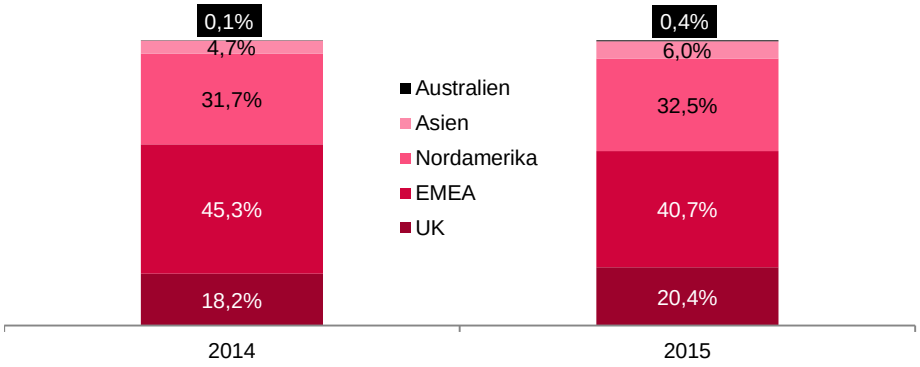
Umsatzentwicklung 2014 und 2015 nach Segmenten (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Die regionale Verteilung der Umsatzerlöse spiegelt die globale Aufstellung der Ergomed wider. Während das Unternehmen rund ein Fünftel der Umsatzlöse auf dem Heimatmarkt Großbritannien erwirtschaftet, werden 80 % der Erlöse international erzielt. Hauptmärkte außerhalb Großbritanniens sind dabei Europa, der Nahe Osten sowie Nordamerika. Die Regionen Europa und USA sind marktseitig betrachtet die attraktivsten Märkte hinsichtlich der Medikamentenentwicklung, was sich auch in der Umsatzverteilung von Ergomed zeigt. Das Unternehmen führt klinische Studien in 54 Ländern der Welt durch, was die globale Aufstellung des Unternehmens, mit 16 internationalen Niederlassungen erklärt.

Umsatzverteilung nach Regionen (in %)



Quelle: Ergomed, GBC

Keine laufenden Umsatzerlöse werden naturgemäß noch im Bereich Co-Entwicklung erzielt. Hier wird das Unternehmen im Erfolgsfall an den Erlösen aus den Produkten beteiligt, sobald diese an den Markt gebracht bzw. auslizensiert werden. Während für die kommenden Jahre hieraus hohe Erträge zu erwarten sind, fallen vor der Marktreife der Produkte zunächst keine Erlöse aus dem regulären Geschäftsbetrieb an. Das gleiche gilt für die in vollständiger Eigenentwicklung befindlichen Produkte der im Mai 2016 erworbenen Haemostatix. Dennoch kann es sein, dass Erträge durch Auslizenzierungen generiert werden.

Insgesamt betrachtet, verfügt die Ergomed über ein Geschäftsmodell, das bereits über viele Jahre hinweg stabile Umsatzerlöse generiert, bei einer gleichzeitig hohen Wachstumsdynamik. Die internationale und einmalige Aufstellung ermöglicht es dem Unternehmen dabei am stark wachsenden Outsourcing-Markt in der Medikamentenentwicklung zu partizipieren. Hinzu kommt das zukünftige Ertragspotenzial aus dem Co-Entwicklungs-Geschäft, das derzeit noch keine Beiträge zum Umsatz leistet.

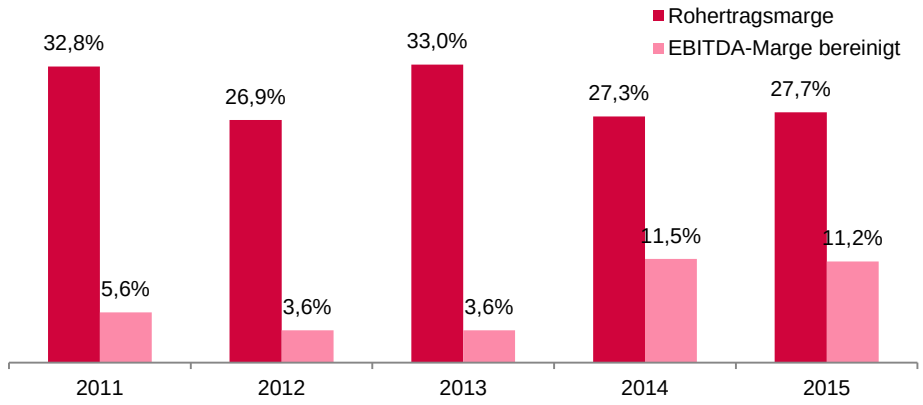
Ergebnisentwicklung

Mit der guten Umsatzentwicklung über die vergangenen Jahre konnte Ergomed auch bei den absoluten Ergebnissen klare Steigerungen aufweisen. Während das EBITDA im Jahr 2011 noch bei 0,67 Mio. £ lag, wurde dieses bis zum Jahr 2015 auf 2,79 Mio. £ gesteigert.

Die Betrachtung der Rohrertragsmarge macht deutlich, dass es dem Unternehmen gelungen ist, mit dem Wachstum gute Skaleneffekte zu erzielen. Denn, während die Rohertragsmarge geschäftsmodellbedingt Schwankungen unterworfen ist, konnte die EBITDA-Marge im Zeitverlauf gesteigert werden, wodurch die Degression der Fixkosten deutlich werden.

Hintergrund der schwankenden Rohertragsmarge ist, dass Ergomed sowohl Entwicklungsdienstleistungen für externe Kunden erbringt, aber auch im Rahmen der Co-Entwicklung in bestimmte Programme mit investiert. Die Co-Entwicklung erfolgt meist zu reduzierten Preisen für die Unternehmen, da Ergomed im Gegenzug einen Ertragsanteil an den Produkten erhält, sobald diese erfolgreich auf dem Markt eingeführt werden oder zum Beispiel im Rahmen von Auslizenzierungen anderweitig zu Erträgen führen. Der Mix aus beiden Modellen führt je nach Periode zu unterschiedlich hohen Rohertragsmargen. Da Ergomed sich aktuell an zwei großen Phase-III-Studien beteiligt, lagen in den Jahren 2014 und 2015 die Rohertragsmargen mit dem Aufbau der Co-Entwicklungs-Pipeline deshalb etwas unterhalb des Niveaus von 2013.

Entwicklung von Rohmarge und bereinigte EBITDA-Marge (in %)



Quelle: Ergomed, GBC

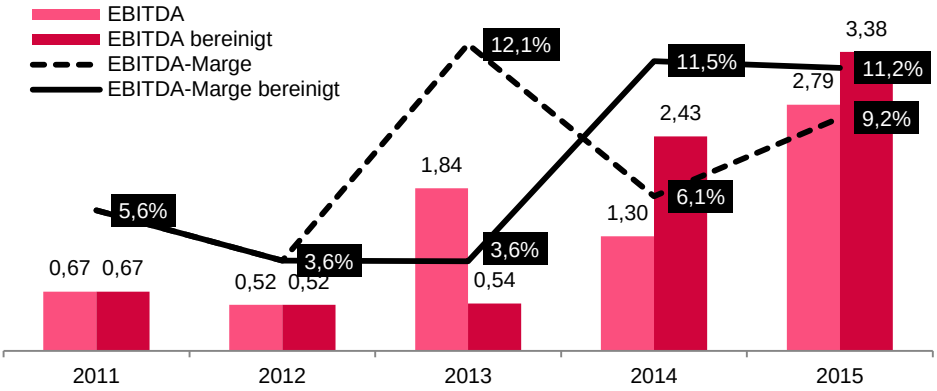
Dass sich schwankenden Rohertragsmargen nicht auf die EBITDA-Marge (bereinigt) ausgewirkt haben, zeigt das obige Schaubild. So lag die bereinigte EBITDA-Marge in den Jahren 2014 und 2015 mit 11,5 %, respektive 11,2 %, klar über den in den Vorjahren erreichten Niveaus. Insofern ist eine wesentliche Verbesserung der Rentabilität zu verzeichnen, welche insbesondere mit der Übernahme der hochprofitablen und margenstarken Tochtergesellschaft PrimeVigilance in Zusammenhang steht.

Zu berücksichtigen ist bei der Ergebnisentwicklung auch, dass diese in den vergangenen Jahren durch Sondereffekte beeinflusst war. So fielen z.B. im Jahr 2014 Kosten für den Börsengang in Höhe von 0,58 Mio. £ an. Zudem werden vor dem Hintergrund ausgegebener Aktienoptionen an das Management jährliche aktienbasierte Vergütungsaufwendungen in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Diese sind jedoch nicht cashwirksam, weshalb Ergomed diese bereinigt. Außerdem wurden Kosten für die getätigten Übernahmen berücksichtigt, die in den Jahren 2014 und 2015 zusammen 0,56 Mio. £ betrugen.

Insgesamt summierten sich die einmaligen bzw. nicht operativen Effekte im GJ 2015 auf 0,60 Mio. £ und auf 1,13 Mio. £ im GJ 2014. Unter Bereinigung dieser Effekte zeigt sich ein stabileres Bild der Entwicklung des EBITDA sowie der EBITDA-Marge. Vor allem die Übernahme der PrimeVigilance im Jahr 2014 hat sich entsprechend margenerhöhend ausgewirkt, da im Bereich DS&MI (Arzneimittelüberwachung) deutlich höhere Margen generiert werden können als im CRS-Segment (Entwicklungsdienstleistungen), wobei im letzteren zu berücksichtigen ist, dass hier die Aufwendungen für die Co-Entwicklungs-Beteiligungen enthalten sind.

Die hohe unbereinigte EBITDA-Marge im Jahr 2013 war auf eine einmalige Royalty-Zahlung von einem Partner im Co-Entwicklungsgeschäft in Höhe von 1,3 Mio. £ zurückzuführen. Dies ist ein erstes Beispiel dafür, wie sich die Beteiligung im Rahmen der Co-Development-Partnerschaften im Erfolgsfall ertragssteigernd auswirkt. Beim bereinigten EBITDA haben wir diese Zahlung eliminiert, um den Ergebnistrend aus dem Service-Bereich klarer zu veranschaulichen. In 2015 ist darüber hinaus wieder eine deutliche Annäherung des ausgewiesenen und bereinigten EBITDA zu beobachten gewesen, unter anderem weil die im Vorjahr angefallenen Kosten für den Börsengang in 2015 entfallen sind.

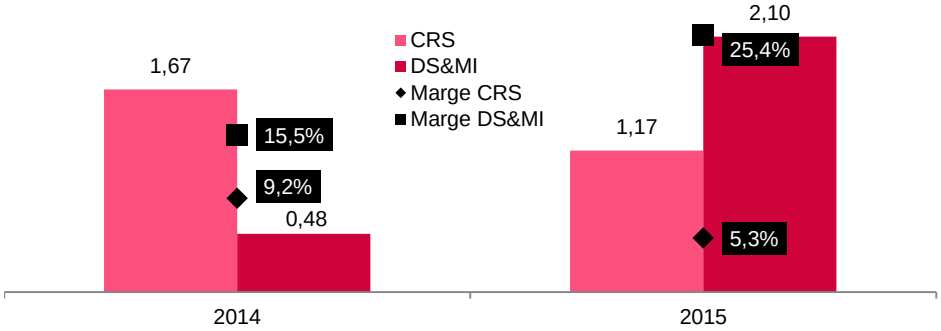
Entwicklung von EBITDA und EBITDA-Marge bereinigt und unbereinigt (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Wie bereits oben beschrieben, hatte die Übernahme der PrimeVigilance einen sehr positiven Effekt auf die Ergebnisse der Ergomed. Bereits im Jahr 2014 steuerte das Unternehmen trotz der nur knapp fünfmonatigen Konsolidierung ein EBITDA in Höhe von 0,48 Mio. £ bei. Noch deutlicher wurde die Ertragskraft dann im Jahr 2015 vor dem Hintergrund der ganzjährigen Konsolidierung. Hier erwirtschaftet PrimeVigilance ein EBITDA in Höhe von 2,10 Mio. £ und trug damit einen wesentlichen Anteil zum Konzern-EBITDA bei. Die EBITDA-Marge lag bei 25,4 %.

Entwicklung von EBITDA und EBITDA-Marge nach Segmenten (in Mio. £)*



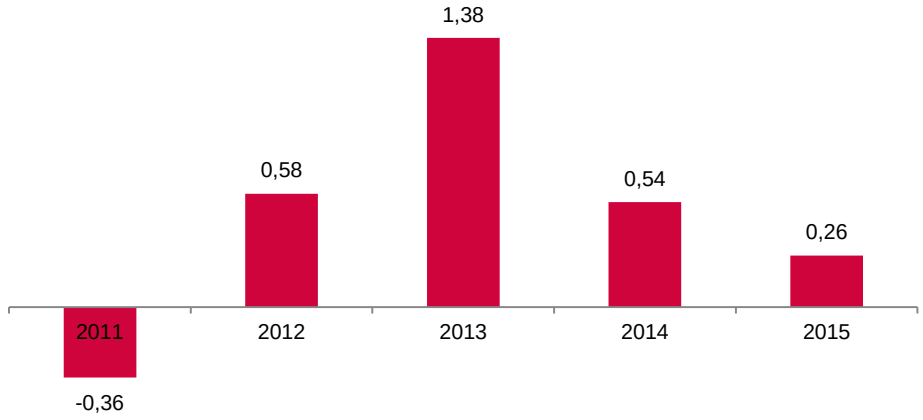
Quelle: Ergomed, GBC EBITDA-Angaben vor M&A-Kosten sowie aktienbasierten Vergütungsbestandteilen*

Im CRS-Segment war das EBITDA in 2015 zwar von 1,67 Mio. £ auf 1,17 Mio. £ rückläufig. Gleichzeitig ging auch die EBITDA-Marge auf 5,3 % zurück. Hintergrund hierbei sind aber, wie bereits erläutert, die Beiträge zu den Co-Entwicklungsprojekten, die unter den Perioden stark variieren und erst in den kommenden Jahren für merkliche Erträge und ein starkes Upside sorgen sollten. Vor diesem Hintergrund schätzen wir auch die Übernahme der PrimeVigilance als sehr wertschöpfend ein. Das Unternehmen ist außerordentlich margenstark, bei einem gleichzeitig guten Wachstumstempo. Insofern wird das Unternehmen voraussichtlich auch in den kommenden Jahren einen guten Beitrag dazu leisten, das angestrebte Ziel eines unternehmensweiten stets positiven EBITDA zu erreichen, unabhängig von eventuell erhöhten Aufwendungen für Co-Entwicklungen.

Das Finanzergebnis ist bei der Ergomed derzeit nur von untergeordneter Bedeutung. Das Unternehmen greift nicht auf Fremdkapitalfinanzierungen zurück, weshalb keine Zinsaufwendungen anfallen. Auch Zinserträge fielen nicht an.

Die effektive Steuerquote betrug in den vergangenen beiden Geschäftsjahren rund 25 %, was insbesondere auf nicht abzugsfähige Ausgaben zurückzuführen war. Die angewandte Steuerrate betrug 20,25 % in 2015 und 21,50 % in 2014. In den kommenden Jahren wird der Körperschaftssteuersatz in Großbritannien darüber hinaus schrittweise weiter auf 18 % sinken.

Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Auch im operativen Cashflow spiegelt sich die gute Geschäftsentwicklung der Ergomed wider. So konnte das Unternehmen in den vergangenen vier Geschäftsjahren jeweils positive Cashflows aufweisen. Zuletzt waren diese zwar rückläufig, was jedoch der dynamischen Geschäftsentwicklung geschuldet war, die einen starken Aufbau der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen nach sich zog. Zum anderen sind im Rahmen des Aufbaus des Produktentwicklungsportfolios auch steigende Beiträge zu Entwicklungsleistungen zu verzeichnen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

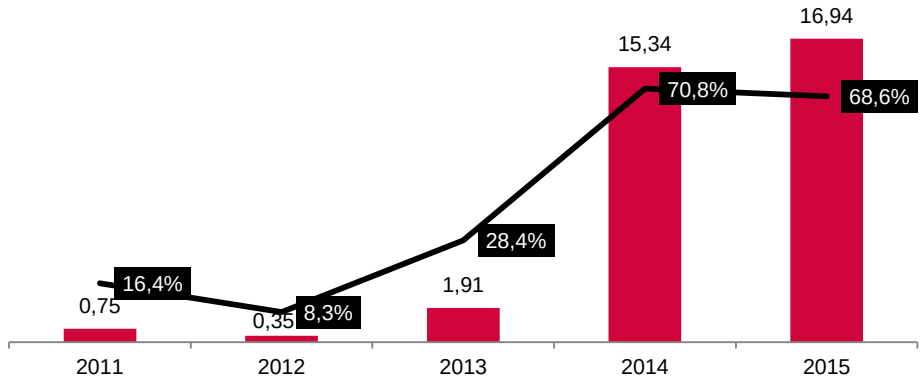
in Mio. £	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.12.2015
Eigenkapital	0,35	1,91	15,34	16,94
EK-Quote (in %)	8,3%	28,4%	70,8%	68,6%
Liquide Mittel	0,45	1,95	4,58	3,97
Finanzverbindlichkeiten	0,10	0,04	0,01	0,01
Nettoliquidität	0,34	1,91	4,56	3,96
Working Capital	-0,17	-1,49	0,60	2,30
Bilanzsumme	4,23	6,72	21,68	24,69

Quelle: Ergomed, GBC

Das bilanzielle Bild von Ergomed wurde in den vergangenen Perioden zum einen durch den organischen Wachstumsprozess, aber zum anderen auch durch den erfolgten IPO sowie die Übernahme der PrimeVigilance geprägt. Im Rahmen des IPO im Jahr 2014 erfolgte eine Kapitalerhöhung von 6,875 Mio. Aktien zu 1,60 £ je Aktie, mit einem entsprechenden Bruttoemissionserlös in Höhe von 11 Mio. £. Für die Aktienkomponente des Kaufpreises der PrimeVigilance in Höhe von 3 Mio. £ wurde in 2014 eine weitere Kapitalerhöhung um 1,875 Mio. Aktien durchgeführt.

Der Gesamtkaufpreis der PrimeVigilance betrug 9 Mio. £, wobei 3 Mio. £ in Aktien und 6 Mio. £ in Cash bezahlt wurden. Im Zuge des Börsengangs sowie der Übernahme hat sich die Bilanzsumme der Ergomed von 6,72 Mio. £ auf 24,69 Mio. £ per Ende 2015 erhöht. Auf der Passivseite konnte dabei ein merklicher Zuwachs des Eigenkapitals auf 16,94 Mio. £ per 31.12.2015 verzeichnet werden. Die Eigenkapitalquote lag bei 68,6 %.

Entwicklung von Eigenkapital (in Mio. £) und Eigenkapitalquote (in %)

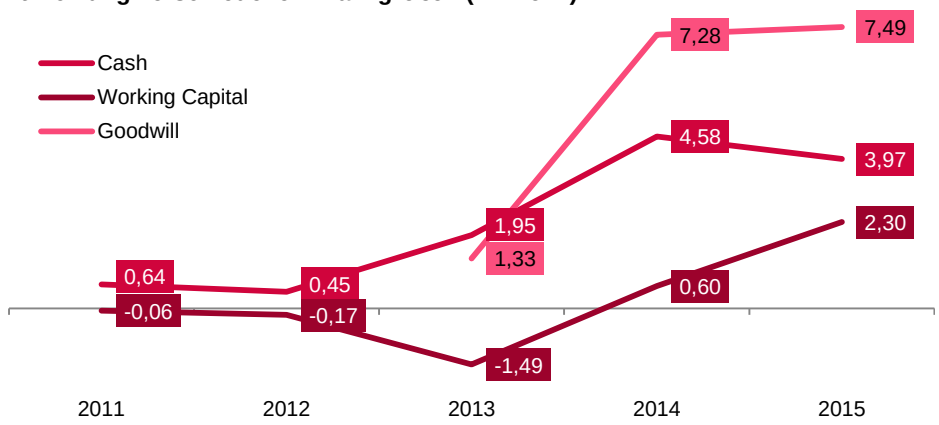


Quelle: Ergomed, GBC

Auf der Aktivseite wirkte sich die Übernahme von PrimeVigilance insbesondere erhöhend im Bereich der immateriellen Vermögensgegenstände aus. So wurden im Zuge der Übernahme ein Goodwill in Höhe von 6,83 Mio. £ sowie weitere immaterielle Vermögensgegenstände in Höhe von 2,22 Mio. £ aktiviert.

Per Ende 2015 verfügte Ergomed über liquide Mittel in Höhe von 3,97 Mio. £. Demgegenüber stand keine Bankverschuldung. Hinsichtlich der bilanziellen Struktur ist nicht zuletzt zu erwähnen, dass die Mittelbindung im Working Capital auf einem sehr niedrigen Niveau stattfindet. Während geschäftsmodellbedingt keine Vorratsbestände gehalten werden, bewegte sich der Saldo von Forderungen und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in den vergangenen Jahren jeweils in einem Bereich nahe Null, was positiv zu werten ist. Zwar war zuletzt ein leichter Anstieg zu verzeichnen, jedoch ist der absolute Wert noch immer außerordentlich niedrig und damit erfreulich.

Entwicklung verschiedener Bilanzgrößen (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Während Ergomed im Rahmen der Co-Entwicklungs-Projekte in den kommenden Jahren größtenteils in Form von Umsatz- und Ertragsbeteiligungen profitieren wird, erhielt Ergomed im Fall der Dilaforette Holding AB Aktien als Gegenleistung für die Entwicklungsservices. Der Gegenwert der Aktien betrug zum 31.12.2015 0,14 Mio. £.

Entwicklungen im bisherigen GJ 2016

Voraussichtlich wird es im Jahr 2016 nochmals merkliche Veränderungen der bilanziellen Relationen kommen. Denn, Ergomed hat im bisherigen Verlauf des Jahres 2016 zwei Transaktionen und damit einhergehende Kapitalerhöhungen durchgeführt und dabei insgesamt ein Bruttoemissionsvolumen in Höhe von 15,56 Mio. £ an liquiden Mitteln eingeworben.

Die Kapitalerhöhungen wurden unter anderem durchgeführt, um die Aktienkomponente sowie die Barkapitalkomponente der Übernahme der Haemostatix Ltd. zu bedienen. 0,80 Mio. £ wurden bei der Übernahme in Cash bezahlt, 6,18 Mio. £ durch die Ausgabe neuer Aktien. Des Weiteren wurden Earn-out-Vereinbarungen getroffen, die sich zukünftig auf bis zu 20 Mio. £ belaufen können, jedoch an die Erreichung von bestimmten Meilensteinen geknüpft sind.

In der Folge der Übernahme der Haemostatix zu einem Gesamtkaufpreis von 26,98 Mio. £ dürfte sich die Bilanzsumme nochmals deutlich verlängern, wobei auf der Aktivseite weitere Firmenwerte aktiviert werden dürften. Auf der Passivseite dürften hingegen die Earn-out Verbindlichkeiten in Höhe von 20 Mio. £ hinzukommen.

Zwei weitere Übernahmen tätigte Ergomed im Juni 2016 in Deutschland. Bei den Unternehmen handelt es sich um die Dr. Oestreich + Partner GmbH (O+P), ein Full-Service-Auftragsentwicklungsinstitut, sowie die Gesellschaft für angewandte Statistik + Datenanalyse mbH (GASD), ein Spezialunternehmen für Statistik und Datenmanagement. Beide Unternehmen erwirtschaften im Jahr 2015 zusammen rund 1,3 Mio. € und ergänzen den CRS-Bereich. Ein Teil des Akquisitionspreises wurde durch die Ausgabe von Aktien im Gegenwert von 0,19 Mio. £ finanziert.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass das Eigenkapital im Laufe des 1. HJ 2016 durch die Kapitalerhöhungen auf nunmehr über 30 Mio. £ erhöht wurde. Die Eigenkapitalquote dürfte sich im Zuge der Übernahme der Haemostatix hingegen leicht reduzieren. Wir erwarten einen Wert von rund 50 %.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
• Stabile Cashflow-Basis aus Service-Geschäft, mit hohen wiederkehrenden Erlösen • Einzigartiges *Site Management Model* 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	• Im Co-Entwicklungsbereich werden Entwicklungsaufwendungen getätigt, denen über einen langen Zeitraum hinweg keine Erträge gegenüberstehen • Übernahme von Haemostatix führt zu Aktivierung hoher Goodwill-Beträge in der Bilanz • Aktienoptionsprogramm sorgt für Verwässerungseffekte bei der Aktie
Chancen	**Risiken**
• Tiefes Know-how in der Medikamentenentwicklung eröffnet Chancen sich an aussichtsreichen Produkten zu beteiligen • Der Trend zum Outsourcing der Medikamentenentwicklung sollte sich auf Grund der zunehmenden Komplexität des Prozesses fortsetzen • Ausdrücklich Bestandteil der Unternehmensstrategie in den kommenden Jahren auch anorganisch zu wachsen • Die Gewinnung von Lizenzpartnerschaften im Bereich der Medikamentenentwicklung könnte die Werthaltigkeit des Entwicklungsportfolios deutlich erhöhen • Bei erfolgreicher Markteinführung von PeproStat (Haemostatix) könnte das Unternehmen durch den Patentschutz über 15 Jahre hinweg als alleiniger Anbieter von den Erträgen profitieren	• CRO-Markt ist stark von wenigen großen Wettbewerbern dominiert, welche einen aktiven Konsolidierungsprozess verfolgen. Dadurch könnten Marktanteile verloren gehen • 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 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	30,18	34,96	40,38	45,02
EBITDA (Marge)	2,79 (*9,2%*)	2,09 (*6,0%*)	2,37 (*5,9%*)	3,29 (*7,3%*)
EBIT (Marge)	2,07 (*6,9%*)	1,39 (*4,0%*)	1,57 (*3,9%*)	2,39 (*5,3%*)
Konzernjahresüberschuss	1,55	1,13	1,29	1,96
EPS in £*	0,05	0,03	0,03	0,05

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

Umsatzprognosen

In den vergangenen Jahren konnte Ergomed ein dynamisches Wachstumstempo aufweisen, mit einem CAGR von 25,8 % seit 2011. Dabei wirkte sich auch die Übernahme der PrimeVigilance umsatzsteigernd aus.

Wir gehen davon aus, dass der Wachstumskurs auch in den kommenden Jahren fortgesetzt werden wird. Untermauert wird diese Erwartung durch einen Auftragsbestand in Höhe von 59 Mio. £ zum Jahresstart 2016. Darin inkludiert sind alle zum Zeitpunkt beauftragten Entwicklungsdienstleistungen, welche zum Teil über mehrere Jahre abgearbeitet werden und eine gute Sichtbarkeit ermöglichen. Dennoch deckt der Auftragsbestand bereits 85 % der für 2016 geplanten Umsätze im Service-Segment ab.

Das organische Wachstum ist dabei insbesondere bei der Tochtergesellschaft PrimeVigilance (Segment DS&MI) gut planbar, da die Kundenbasis dort über mehrere Jahre hinweg relativ stabil ist und Umsatzerlöse zu großen Teilen einen wiederkehrenden Charakter haben. Im Segment Entwicklungsdienstleistungen (CRS) ist die Volatilität der Umsatzerlöse höher. Hier ist die Vergabe von einzelnen klinischen Studien seitens der Pharmaunternehmen ein entscheidender Faktor, ein typisches Projektgeschäft. Jedoch ist Ergomed sehr gut am Markt positioniert und konnte auf Basis seines innovativen Ansatzes der Durchführung von klinischen Studien und dem globalen Netzwerk zur Rekrutierung von Testpersonen für diese Studien eine hervorragende Reputation bei den Kunden aufbauen. Auf Basis dessen sollte es dem Unternehmen auch in diesem Bereich möglich sein, die Umsatzbasis auf Sicht der kommenden Jahre auszubauen.

Noch nicht zu den Umsatzerlösen beisteuern wird auf absehbare Zeit die erst in 2016 akquirierte Haemostatix. Die Produkte des Unternehmens befinden sich noch in der Entwicklungsphase und erwirtschaften noch keine Umsatzerlöse. Vielmehr resultiert aus Haemostatix zunächst eine Ergebnisbelastung. Mittelfristig bietet die Eigenentwicklung im Erfolgsfall aber ein hohes Upside-Potenzial. Sollte Ergomed regionale Lizenzen vergeben, könnte jedoch auch schon schneller Geld an Ergomed fließen.

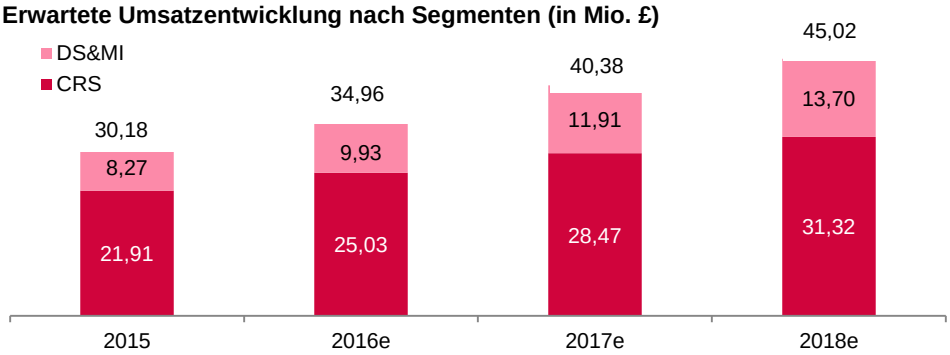
Die im Juni 2016 erworbenen Gesellschaften Dr. Oestreich + Partner GmbH (O+P) sowie die Gesellschaft für angewandte Statistik + Datenanalyse mbH (GASD) werden zudem bereits in 2016 einen entsprechenden Umsatzbeitrag leisten. Beide Unternehmen erwirtschafteten im Jahr 2015 rund 1,3 Mio. € an Umsatzerlösen. Insofern dürfte der anorganische Beitrag aus den Zukäufen in 2016 bei rund 0,6-0,7 Mio. £ liegen.

Vor den genannten Hintergründen gehen wir davon aus, dass Ergomed über die kommenden Jahre hinweg ein weiterhin hohes Umsatzwachstum aufweisen wird. Im GJ 2016 und 2017 werden sich dabei zusätzlich noch die genannten anorganischen Effekte bemerkbar machen. Dies zu Grunde gelegt, haben wir für dieses Segment organische Wachstumsraten von 10 % für die Jahre 2016 bis 2018 angenommen, nachdem in den Vorjahren Werte zwischen 20 % und 30 % erreicht wurden. Insofern sind die Schätzun-

gen als konservativ einzuschätzen. Für das Segment DS&MI rechnen wir mit Wachstumsraten von 20 % für 2016 und 2017 sowie von 15 % für 2018, während in den Vorjahren 2013-2015 hier ein durchschnittliches Wachstum um 45 % erreicht wurde. Hierbei schlägt sich der hohe Anteil wiederkehrender Erträge nieder, so dass neu gewonnene Kunden unmittelbar additiv auf das Gesamt-Umsatzvolumen wirken.

Insgesamt rechnen wir daher mit 34,96 Mio. £ Umsatz in 2016, was einer Steigerung um 15,8 % gegenüber 2015 gleichkommt. Für 2017 und 2018 erwarten wir dann Wachstumsraten von 15,5 %, respektive 11,5 %. Zu bedenken ist dabei, dass wir bislang noch keine weiteren Übernahmen in unserer Umsatzprognose berücksichtigt haben. Es ist jedoch ausdrücklich Bestandteil der Unternehmensstrategie in den kommenden Jahren auch anorganisch zu wachsen.

Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. £)



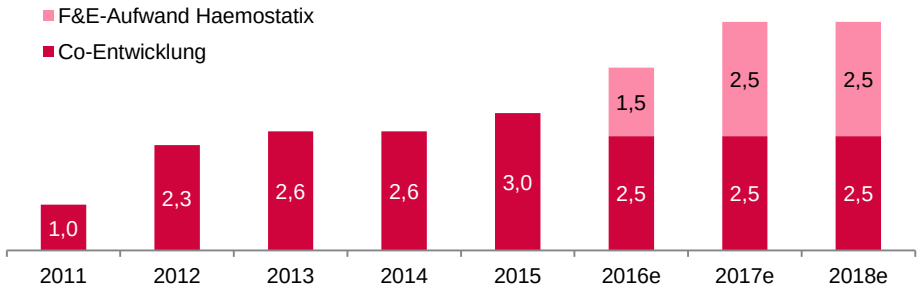
Quelle: Ergomed, GBC

Ergebnisprognosen

Mit dem Service-Geschäft (CRS + DS&MI) verfügt Ergomed über einen Geschäftsbereich, der nicht nur gute Wachstumsraten aufweist, sondern in den vergangenen Jahren zudem stets Garant für gute Ergebnisse war. Daran wird sich unseres Erachtens auch in den kommenden Jahren nichts ändern, da die Erlöse zu großen Teilen durch wiederkehrende Erträge geprägt sind.

Nicht zuletzt deshalb rechnen wir mit weiter steigenden EBITDA-Beiträgen in den kommenden Jahren, wenngleich wir davon ausgehen, dass der Anstieg im Vergleich zu den Vorjahren etwas verhaltender ausfallen wird. Hintergrund dessen sind die zu erwartenden Investitionen in das Entwicklungsportfolio über die kommenden drei Jahre. Insbesondere durch die Übernahme der Haemostatix (Verlust 2015: 1,2 Mio. £) werden zunächst deutlich erhöhte F&E-Kosten anfallen, da diese hier zunächst vollständig selbst getragen werden müssen. Zusätzlich zu den Entwicklungsaufwendungen für die weiteren Wirkstoffe im Co-Entwicklungsbereich dürften die Ergebnisse im CRS-Segment dadurch erst einmal entsprechend belastet werden.

Erwartete Investitionen in das Co- und Eigenentwicklungsportfolio (in Mio. £)

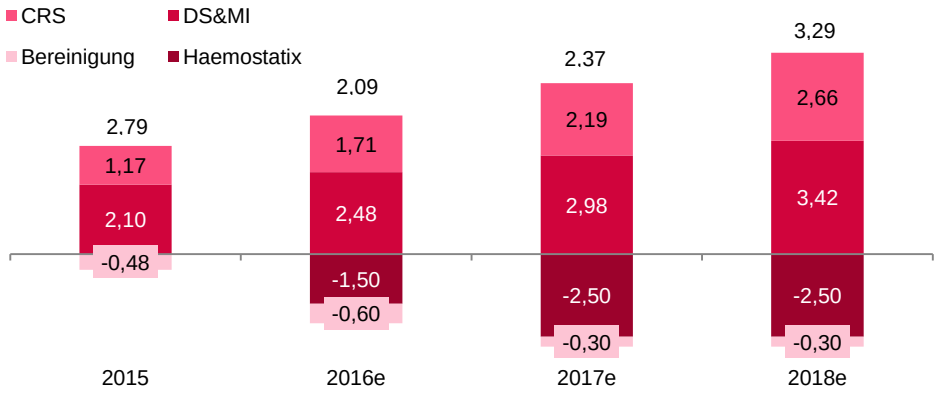


Quelle: Ergomed, GBC

Wir erwarten jedoch, dass die Ergebnisbelastung im Zuge der erhöhten Entwicklungsaufwendungen durch organische Zuwächse in beiden Segmenten, CRS und DS&MI, zu einem Großteil kompensiert wird. Neben den erwarteten Umsatzsteigerungen erwarten wir vor allem im Segment DS&MI anhaltend hohe EBITDA-Margen in Höhe von rund 25 %. Die hohe Kundenbindung in diesem Segment, verbunden mit Erlösen welche einen stark wiederkehrenden Charakter haben, sollte für Stabilität sorgen.

Insofern ist es aus unserer Sicht mehr als nachvollziehbar, dass das Management von Ergomed in Aussicht gestellt hat, trotz der erhöhten Entwicklungsaufwendungen stets ein positives EBITDA erreichen zu wollen. Wir gehen davon aus, dass in 2016 ein EBITDA in Höhe von 2,09 Mio. £ erwirtschaftet wird (bereinigt: 2,69 Mio. £). In den beiden darauffolgenden Geschäftsjahren erwarten wir dann etwas überproportional wachsende EBITDA-Beiträge aus dem CRS-Segment. Die Forschungsaufwendungen für Haemostatix erwarten wir in 2016 mit 1,5 Mio. £ und in den darauffolgenden beiden Jahren mit 2,5 Mio. £. In der untenstehenden Grafik haben wir diese gesondert ausgewiesen.

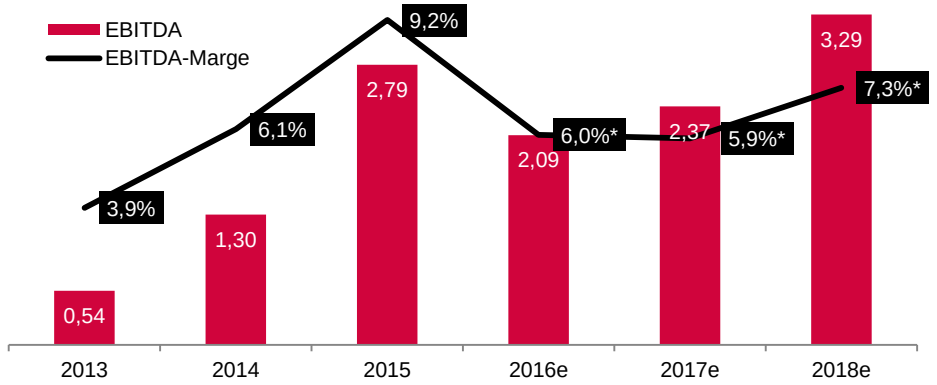
Erwartete EBITDA-Entwicklung nach Segmenten (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

In Summe erwarten wir, dass das EBITDA der Ergomed im GJ 2016 auf 2,09 Mio. £ leicht zurückgehen wird. Mit einer EBITDA-Marge von 6,0 % erwarten wir auch einen leichten Rückgang der Rentabilität, bedingt durch die erstmalig anfallenden Forschungskosten für Haemostatix. In den Folgejahren erwarten wir dann weiter steigende absolute EBITDA-Werte von 2,37 Mio. £ in 2017 sowie 3,29 Mio. £ in 2018. Auch das Margenniveau sollte ab 2017 wieder nach oben gerichtet ausfallen.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (in Mio. £)



*Quelle: Ergomed, GBC; *Margenniveau auf Grund Entwicklungsaufwendungen Haemostatix temporär niedriger, mittelfristig wieder höhere Werte zu erwarten*

Zu beachten ist bei den Ergebnisprognosen, dass potenzielle Erträge aus dem Co-Entwicklungsportfolio bzw. Entwicklungsportfolio derzeit noch nicht in den Prognosen enthalten sind. Diese bergen ein hohes Potenzial für das Unternehmen. Aus konservativen Gesichtspunkten und der nicht verlässlichen Planbarkeit der daraus resultierenden Cashflows, haben wir nur die Kosten für die Entwicklung, nicht aber die potenziellen Erträge in den Prognosen berücksichtigt. Die Chancen aus den Produkten haben wir vielmehr über die Bewertung des Produktgeschäfts reflektiert und berücksichtigt (siehe Seite 38f.)

Das Finanzergebnis spielt bei Ergomed eine untergeordnete Rolle. Das Unternehmen war per Ende 2015 vollständig ohne Fremdmittel finanziert. Angesichts der Natur des Geschäftsmodells ist zudem davon auszugehen, dass auch in Zukunft eine vollständige Eigenfinanzierung stattfindet. Insofern haben wir in unserer Planung keine Finanzaufwendungen berücksichtigt.

Auf der Ebene der Nettoergebnisse sollte es in den kommenden Jahren zu einer Entlastung kommen. Nach dem Finance Act 2015 wurde die Körperschaftssteuer in Großbritannien am 14.04.2016 von 20 % auf 19 % gesenkt. Eine weitere Senkung findet zum 01.04.2017 auf 18 % statt. Entsprechend ist eine Stärkung der Nettoergebnisse zu erwarten. Nach 1,55 Mio. £ in 2015 erwarten wir einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,13 Mio. £, 1,29 Mio. £ und 1,96 Mio. £ für die Jahre 2016, 2017 und 2018.

Zur Berechnung des EPS haben wir die verwässerte Anzahl der Aktien herangezogen. Das Unternehmen hat derzeit drei Aktienoptionsprogramme laufen, wodurch die verwässerte Anzahl an Aktien um 1,02 Mio. Stück über der unverwässerten Aktienzahl liegt. Um der potenziellen zukünftigen Verwässerung gerecht zu werden, ziehen wir die verwässerte Anzahl an Aktien heran. Im Nachgang der 2016 bereits durchgeführten Kapitalerhöhungen beträgt die verwässerte Anzahl 40,879 Mio. Stück. Entsprechend erwarten wir für die Jahre 2016 bis 2018 gerundet EPS-Zahlen von 0,03 £, 0,03 £ und 0,05 £.

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 die Free Cashflows der kommenden Jahre. Zu berücksichtigen ist dabei, das 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. positive 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 vom zu erwartenden Vermarktungszeitpunkt aus diskontiert.

Zur Gesamtbewertung gelangen wir durch die Addition der fairen Werte des Servicegeschäftes 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 2016 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. 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 1,00 %.**

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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,1 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,1 %.

Bewertungsergebnis Service-Geschäft (Teilbewertung 1)

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,1 % errechnet. Den fairen Wert des Service-Geschäfts haben wir mit einem Wert von 56,48 Mio. £ ermittelt.

DCF-Modell – Service-Geschäft

Ergomed - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%
EBITDA-Marge	9,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%
Working Capital zu Umsatz	5,6%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	7,7%
effektive Steuerquote im Endwert	18,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. GDP	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	Endwert
Umsatz (US)	34,96	40,38	45,02	49,52	54,47	59,92	65,91	72,51	
US Veränderung	15,8%	15,5%	11,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,14	1,31	1,46	1,60	1,76	1,93	2,12	2,33	
EBITDA	2,09	2,37	3,29	4,46	4,90	5,39	5,93	6,53	
EBITDA-Marge	6,0%	5,9%	7,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	1,39	1,57	2,39	3,53	3,98	4,46	5,00	5,59	
EBITA-Marge	4,0%	3,9%	5,3%	7,1%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA	-0,26	-0,28	-0,43	-0,64	-0,72	-0,80	-0,90	-1,01	
zu EBITA	19,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
EBI (NOPLAT)	1,13	1,29	1,96	2,90	3,26	3,66	4,10	4,59	
Kapitalrendite	8,7%	3,9%	5,9%	8,7%	9,7%	10,8%	11,9%	13,2%	13,3%
Working Capital (WC)	2,00	2,29	2,50	2,75	3,02	3,33	3,66	4,02	
WC zu Umsatz	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	
Investitionen in WC	0,30	-0,29	-0,21	-0,25	-0,27	-0,30	-0,33	-0,37	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	30,71	30,77	30,82	30,89	30,97	31,04	31,11	31,17	
AFA auf OAV	-0,70	-0,80	-0,90	-0,92	-0,93	-0,93	-0,93	-0,93	
AFA zu OAV	2,3%	2,6%	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-20,77	-0,86	-0,95	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	32,70	33,06	33,32	33,64	33,99	34,36	34,77	35,20	
EBITDA	2,09	2,37	3,29	4,46	4,90	5,39	5,93	6,53	
Steuern auf EBITA	-0,26	-0,28	-0,43	-0,64	-0,72	-0,80	-0,90	-1,01	
Investitionen gesamt	-20,46	-1,15	-1,16	-1,25	-1,27	-1,30	-1,33	-1,37	
Investitionen in OAV	-20,77	-0,86	-0,95	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	0,30	-0,29	-0,21	-0,25	-0,27	-0,30	-0,33	-0,37	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-18,64	0,93	1,70	2,57	2,91	3,29	3,70	4,15	65,42

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	51,45	54,67
Barwert expliziter FCFs	13,45	13,61
Barwert des Continuing Value	37,99	41,06
Nettoschulden (Net debt)	-0,88	-1,81
Wert des Eigenkapitals	52,33	56,48
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	**52,33**	**56,48**

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	8,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	**8,1%**

Bewertung des Produktportfolios (Teilbewertung 2)

Das Produktgeschäft wird in den kommenden Jahren voraussichtlich noch keine Umsatzbeiträge besteuern, 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.

Zur Verdeutlichung des zu erwartenden Newsflows aus dem Entwicklungsportfolio haben wir in der nachfolgenden Grafik die zu erwartenden Ergebnisse der entsprechenden Entwicklungsphasen der Medikamente aufgeführt. Dabei wird ersichtlich, dass bereits in 2017 Ergebnisse aus der Phase III-Studie zum Medikament AEZS 108 zur Behandlung von Gebärmutterkrebs erwartet werden. Hieraus ergibt sich ein hohes Potenzial für Ergomed, da bei entsprechenden Ergebnissen ein Verkauf des Medikaments oder eine Markteinführung entsprechend zeitnah erfolgen könnte. In 2016 bereits zu erwarten sind auch die Ergebnisse aus der Phase II-Studie zu Lorediplon.

Erwartete Ergebnisse und Zeitraum je Produkt

Wirkstoff	Partner	2016e	2017e	2018e
AEZS 108	Aeterna Zentaris		Ergebnisse Phase III	
Multikine	Cel-Sci			Ergebnisse Phase III
Lorediplon	Ferrer	Ergebnisse Phase II		
Sevuparin	Dilaforette		Ergebnisse Phase II	
PeproStat	-			Ergebnisse Phase IIb
ReadyFlow	-			Start Phase I

Quelle: Ergomed, GBC

Innerhalb des Entwicklungsportfolios sind die Produkte der 100 %igen Tochtergesellschaft Haemostatix Ltd., PeproStat 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 PeproStat, vergleichsweise schnell die Marktreife erlangen soll. Bereits in 2017 soll hierbei mit der Phase IIb begonnen werden und noch im gleichen Jahr sollen die Ergebnisse vorliegen, so dass in 2018 bereits mit der Phase III begonnen werden kann.

Daher ist es denkbar, dass bereits in 2017 oder 2018 eine Auslizensierung an einen weiteren Entwicklungspartner erfolgt, mit einem entsprechenden Ertragspotenzial.

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

Unternehmen	Produkt	Phase	Potenzial in USD	Potenzial in GBP*	Markteinführung erwartet
Aeterna Zentaris	Zoptrex	Phase III	400	301	2018
CEL-SCI	Multikine	Phase III	1400	1054	2020
Ferrer	Lorediplon	Phase II	650	489	2020
Dilaforette	Sevuparin	Phase II	236	178	2022
CEL-SCI	Multikine	Phase I	300	226	2022
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	200	151	2020
Haemostatix	Readyflow	Phase I	200	151	2022

Quelle: Aeterna Zentaris, CELI-SCI, Stifel, Oriel, Ergomed, Haemostatix
**Wechselkurs USD/GPB zum 14.09.16:0,7526*

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
Aeterna Zentaris	Zoptrex	Phase III	33%	5%
CEL-SCI	Multikine	Phase III	33%	5%
Ferrer	Lorediplon	Phase II	12%	11%
Dilaforette	Sevuparin	Phase II	36%	5%
CEL-SCI	Multikine	Phase I	11%	5%
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	36%	100%
Haemostatix	Readyflow	Phase I	10%	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 54,95 Mio. £.

Unternehmen	Produkt	Phase	10%	15%	20%
Aeterna Zentaris	Zoptrex	Phase III	3,99	3,60	3,27
CEL-SCI	Multikine	Phase III	11,54	9,53	7,94
Ferrer	Lorediplon	Phase II	4,14	3,42	2,85
Dilaforette	Sevuparin	Phase II	1,74	1,31	1,00
CEL-SCI	Multikine	Phase I	0,69	0,52	0,40
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	35,66	29,46	24,53
Haemostatix	Readyflow	Phase I	8,26	6,24	4,77
Summe			66,02	54,08	44,75
Gewichtung			33 %	33 %	33 %
Wert des Entwicklungsportfolios (Teilbewertung 2)				**54,95**	

Bewertungsergebnis Produktportfolio (Teilbewertung 2)

Den fairen Wert des **Produktportfolios** haben wir mit einem Wert von 54,95 Mio. £ ermittelt.

Gesamtbetrachtung der Bewertung (Sum-of-the-parts)

Aus den Teilbewertungen 1 und 2 ergibt sich eine Gesamtbewertung von 111,43 Mio. £. Auf Basis einer verwässerten Anzahl an Aktien in Höhe von 40,879 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 2,73 £. Umgerechnet in Euro ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 3,22 €.

Wert des Service-Geschäfts (DCF-Modell) – Teilbewertung 1	56,48 Mio. £
Wert des Produktgeschäfts (Diskontierte Erwartungswerte) – Teilbewertung 2	54,95 Mio. £
Gesamtbewertung (Teilwert 1 + Teilwert 2)	**111,43 Mio. £**
Verwässerte Anzahl an Aktien	40,879 Mio. Stück
Fairer Wert je Aktie in £	2,73 £
Fairer Wert je Aktie in € (Wechselkurs GPB/EUR: 1,18228)	**3,22 €**

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:
http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatischen 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 >= + 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 <= - 10 %.

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:
Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:
http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm

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

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:
Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:
GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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:
Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an der Studienerstellung beteiligte Personen:
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de

GBC AG®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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