



## **Researchstudie (Note)**

The logo for ERGOMED, featuring the word 'ERGOMED' in a bold, blue, sans-serif font. The letter 'O' is stylized with a blue arc above it, suggesting a globe or a medical symbol. The logo is set against a light gray rectangular background.

**Dynamisches Wachstum im ersten Halbjahr 2016 fortgeführt**

-

**Prognose, Bewertung und Kursziel bestätigt**

**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 11

## Ergomed plc <sup>\*5a,5b,11</sup>

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

Aktueller Kurs:  
1,32 € / 07.10.2016 / ETR  
120,00 GBX / 07.10.2016 /  
AIM

Währung: GBP

### Stammdaten:

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

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 39,864  
Marketcap<sup>3</sup>: 52,74  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 42,87  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. £

Streubesitz: 34,3 %

Transparenzlevel: -

Marktsegment:  
AIM/Freiverkehr

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Odo Seydler

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

Fokus: Services: Entwicklungsdienstleistungen,  
Arzneimittelüberwachung; Produkte: Produktentwicklung

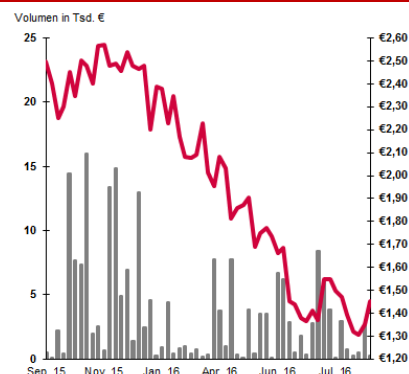
Mitarbeiter: ~400

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	1,42	1,23	1,06	0,95
EV/EBITDA	15,39	20,51	18,09	13,03
EV/EBIT	20,71	30,84	27,31	17,94
KGV	34,03	46,67	40,88	26,91
KBV	1,59			

### Finanztermine

Okt. 2016:  
Roadshow Schweiz/Paris/Deutschland  
21.11.2016: GBC Ivory Club Frankfurt  
21.-23.11.16: Eigenkapitalforum

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
14.09.2016: RG / 3,22 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

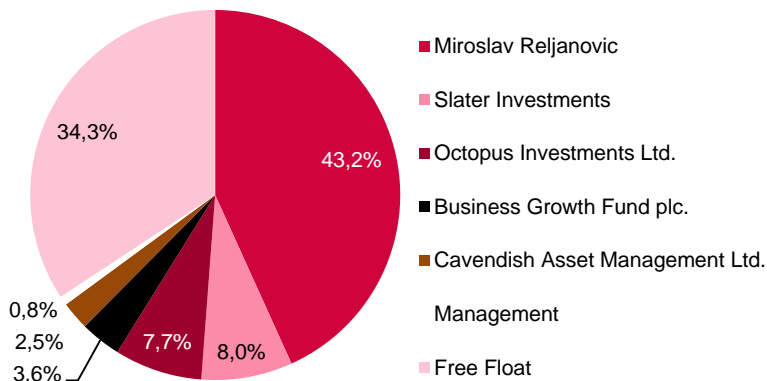
- Ergomed entwickelte sich im ersten Halbjahr 2016 weiterhin dynamisch. Der Umsatz stieg um 21,2% auf 17,55 Mio. £ an (VJ: 14,48 Mio. £). PrimeVigilance lieferte dabei einen wichtigen Beitrag mit einem Umsatzanstieg um 53,1% auf 5,50 Mio. £ (VJ: 3,59 Mio. £). Der Bereich CRS (Clinical Research Services) entwickelte sich jedoch ebenfalls gut und lieferte einen Umsatzbeitrag von 12,05 Mio. £ und erzielt somit ein Wachstum von 10,6% (VJ: 10,89 Mio. £).
- Der Bruttogewinn stieg um 26,0% auf 5,28 Mio. £ (VJ: 4,19 Mio. £). Im Zuge der Expansion und weiterer Infrastrukturaufwendungen fielen allerdings gestiegene Verwaltungskosten in Höhe von 3,57 Mio. £ an. Das bereinigte EBITDA legte um 6,3% zu und stieg auf 2,01 Mio. £ (VJ: 1,89 Mio. £). Damit einher geht eine bereinigte EBITDA-Margenverbesserung von 10,8% auf 13,9%. Die Bereinigung beinhaltet nicht operative Kosten für M&A-Aktivitäten sowie F&E-Kosten im Rahmen der Übernahme der Haemostatix.
- Insgesamt betrachtet, ist Ergomed weiterhin auf Wachstumskurs, bei einer gleichzeitig hohen Rentabilität. Die guten Ergebnisse bestätigen, dass die Prognosen für das GJ 2016 unseres Erachtens gut erreicht werden können. Zudem haben wir noch nicht das hohe Upside-Potenzial aus dem Produkt-Portfolio in den Prognosen berücksichtigt.
- Nach den Kapitalerhöhungen und dem Anstieg des Goodwills durch die Übernahmen beläuft sich die Eigenkapitalquote auf sehr stabile 64,9% und zudem hat Ergomed keine Finanzverbindlichkeiten. Des Weiteren ist durch das hoch profitable Service-Segment weiterhin von hohen operativen Cashflows auszugehen.
- Wir gehen davon aus, dass sich der Wachstumstrend in den kommenden Jahren fortsetzen wird, auch vor dem Hintergrund des hohen Auftragsbestands von 60 Mio. £ per Ende Juli 2016. Vor dem Hintergrund der guten Halbjahreszahlen sind unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2016 als konservativ anzusehen. Wir rechnen mit einem Umsatzwachstum von 6,0% auf 34,96 Mio. £.
- Neben dem deutlichen Umsatzwachstum kann Ergomed mit dem Service-Geschäft (CRS & DS+MI) positive Erträge erwirtschaften. Zukünftig erwarten wir eine Fortsetzung der positiven Ergebnisentwicklung, nicht zuletzt da der Bereich DS+MI durch wiederkehrende Erträge geprägt ist.
- Die Bewertung der Ergomed wurde im Rahmen der Initial Coverage Studie vom 14.09.2016 auf Basis einer Sum-of-the-parts Analyse erstellt. Mit dieser Studie bestätigen wir unsere Bewertung. Der Service-Bereich wird erwartungsgemäß weiterhin zweistellig wachsen und unverändert positive EBITDA-Werte beibehalten. Auf Basis unseres DCF-Modells 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.
- **Vor dem Hintergrund des dynamischen ersten Halbjahrs 2016 sehen wir unsere Prognosen bestätigt. In der Kombination des Service-Geschäfts und dem Produktportfolio bestätigen wir deshalb den errechneten fairen Wert für die Ergomed von 111,43 Mio. £ bzw. 2,73 £ pro Aktie (3,22 € pro Aktie). Somit ergibt sich ein maßgebliches Upside-Potenzial für die Aktie. Entsprechend vergeben wir das Rating KAUFEN.**

## 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

#### Produkte



#### Services



Quelle: Ergomed

## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016

in Mio. £	HJ 2014*	HJ 2015	HJ 2016
Umsatzerlöse	10,39	14,48	17,55
EBITDA	1,56	1,38	1,23
EBITDA-Marge	15,0%	9,6%	7,0%
EBIT	1,51	1,06	0,82
EBIT-Marge	14,5%	7,3%	4,7%
Jahresüberschuss	1,21	0,79	0,64
EPS in £	0,06	0,03	0,02

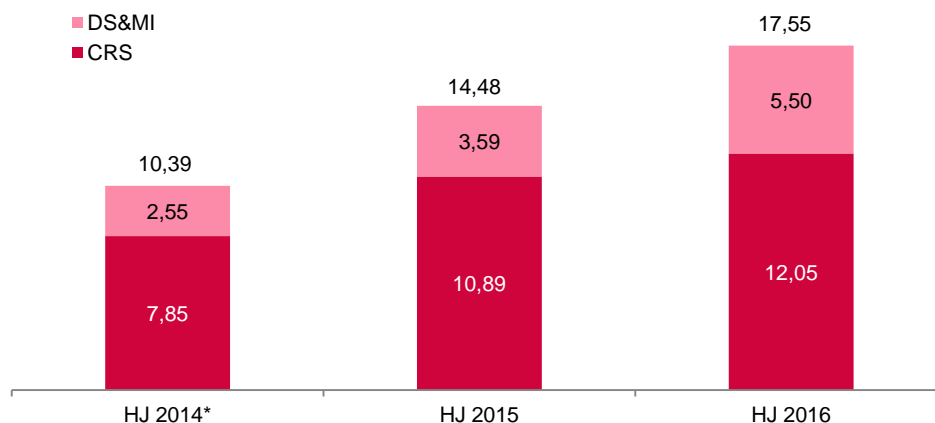
Quelle: Ergomed, GBC, (\*Pro-forma-Zahlen inklusive der PrimeVigilance-Übernahmen)

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

### Umsatzentwicklung

Ergomed plc (Ergomed) entwickelte sich im ersten Halbjahr 2016 weiter dynamisch und konnte den Umsatz um 21,2% auf 17,55 Mio. £ steigern (VJ: 14,48 Mio. £). Besonders der Bereich DS&MI (Drug Safety and Medical Information) lieferte durch PrimeVigilance einen großen Umsatzbeitrag durch das überproportionale Wachstum von 53,1% auf 5,50 Mio. £ (VJ: 3,59 Mio. £). Auch der Bereich CRS (Clinical Research Services) im Segment Service entwickelte sich mit 10,6% Umsatzwachstum auf 12,05 Mio. £ sehr positiv. Insgesamt lag das Umsatzwachstum leicht über unseren Erwartungen und vor diesem Hintergrund sind unsere gegenwärtigen Jahresprognosen als konservativ einzustufen (siehe Prognosen und Modellannahmen). Zudem konnten im ersten Halbjahr 2016 deutlich mehr Service-Verträge als im Vorjahr gewonnen werden. Mit 19 Mio. £ geschlossenen Service-Verträgen (VJ: 15 Mio. £) stieg der Auftragsbestand bis Ende Juli 2016 auf ca. 60 Mio. £ an.

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



Source: Ergomed, GBC (\*Pro-forma-Zahlen inklusive der PrimeVigilance-Übernahmen)

Die jüngsten Übernahmen der deutschen Unternehmen Oestreich + Partner GmbH (O+P) und der Gesellschaft für angewandte Statistik + Datenanalyse mbH (GASD) im Juni 2016 konnten bereits einen erfreulichen Umsatzbeitrag liefern. So konnte ein weiterer Vertragsabschluss über 1,5 Mio. £ mit einem Bestandskunden abgeschlossen werden. Mit der Übernahme von O+P und GASD erhielt Ergomed auch Zugriff auf ein proprietäres System zur elektronischen Datenerfassung namens OPVERDI, welches nun auf der globalen Ergomed-Plattform angewendet werden kann. Mit der weiteren Erschließung des deutschen Markts führt Ergomed seine europäische Wachstumsstrategie fort und so zählt PrimeVigilance bereits heute zu den führenden europäischen Pharmakovigilanz-Dienstleistern (Pharmakovigilanz = laufende und systematische Überwachung der Sicherheit eines Fertigarzneimittels) mit einem durchschnittlichen

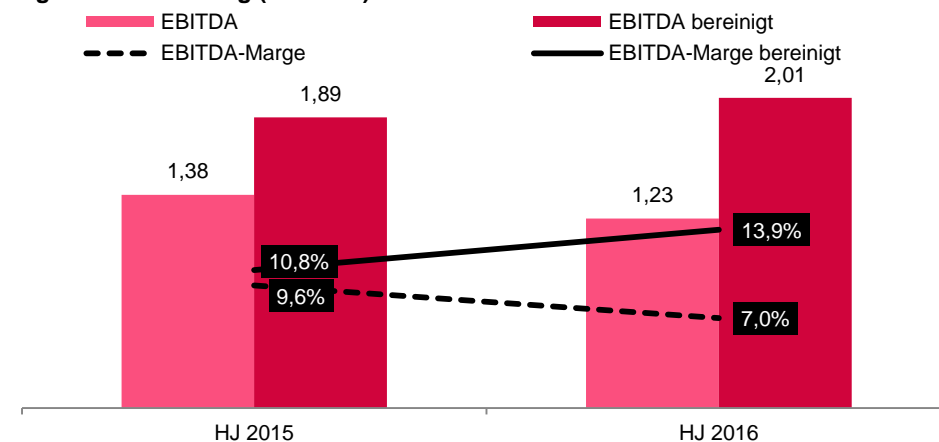
jährlichen Wachstum von 38% seit 2011. Neben dem europäischen Markt intensiviert Ergomed auch die geographische Expansion in den USA und eröffnete im Juni 2016 ein weiteres Büro in Boston, um das globale PrimeVigilance-Geschäft zu verstärken.

### Ergebnisentwicklung

Die steigenden Umsätze des ersten Halbjahres 2016 schlugen sich ergebnisseitig deutlich positiv nieder und somit erhöhte sich der Bruttogewinn um 26,0% auf 5,28 Mio. £ (VJ: 4,19 Mio. £). Im Zuge der globalen Expansion und der strategischen Übernahmen stiegen dabei die Verwaltungskosten, bedingt durch gestiegene Integrationskosten sowie Infrastrukturaufwendungen um 36,8% auf 3,57 Mio. £ an. Das unbereinigte EBITDA verzeichnete somit einen leichten Rückgang von 1,38 Mio. £ auf 1,23 Mio. £. Der Grund für die Reduktion sind zum einen Einmaleffekte wie M&A-Kosten, die im Rahmen der Übernahmen verursacht wurden sowie zum anderen Entwicklungskosten die durch die Vollkonsolidierung der Haemostatix Ltd. zu Buche schlugen.

Das bereinigte EBITDA legte aber um 6,3% zu und stieg auf 2,01 Mio. £ (VJ: 1,89 Mio. £). Damit einhergehend verbesserte sich die bereinigte EBITDA-Marge von 10,8% im Vorjahr auf 13,9%. Hintergrund der Margenverbesserung ist die dynamische Entwicklung von PrimeVigilance, welches eine noch höhere Marge als der CRS-Bereich aufweist. Die Bereinigung beinhaltet nicht operative Kosten für M&A-Aktivitäten sowie F&E-Kosten im Rahmen der Übernahme der Haemostatix.

#### Ergebnisentwicklung (in Mio. £)



Source: Ergomed, GBC

Der im Juni 2016 beschlossene EU-Austritt des Vereinigten Königreichs („Brexit“) hat bis dato keine direkten Auswirkungen auf Ergomed. Doch die deutliche Abwertung des Pfund Sterling (£) im Rahmen des Brexit könnte zu positiven Währungseffekten zum Jahresabschluss 2016 beitragen, da etwa 75% des Geschäfts von Ergomed außerhalb von Großbritannien abgewickelt werden.

#### Fazit

Insgesamt betrachtet, ist Ergomed weiterhin auf Wachstumskurs, bei einer gleichzeitig hohen Rentabilität. Die guten Ergebnisse bestätigen uns in der Einschätzung, dass die Prognosen für das GJ 2016 gut erreicht werden können.

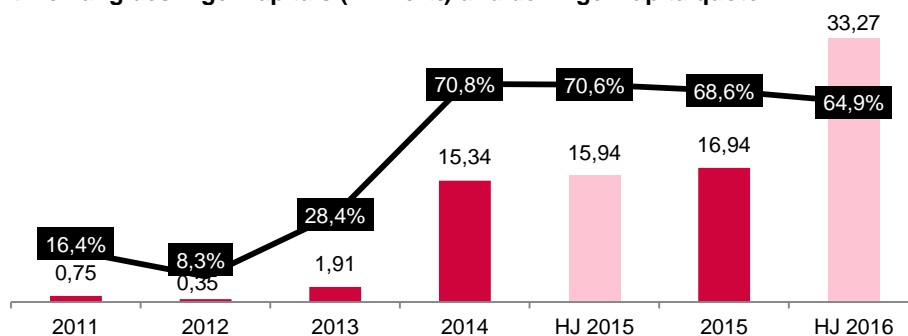
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. £	31.12.2014	30.06.2015	30.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital	15,34	15,94	16,94	33,27
EK-Quote (in %)	70,8%	70,6%	68,6%	64,9%
Liquide Mittel	4,58	4,95	3,97	9,88
Finanzverbindlichkeiten	0,01	0,01	0,01	0,01
Nettoliiquidität	4,56	4,94	3,96	9,87
Working Capital	0,60	0,40	2,30	3,95
Bilanzsumme	21,68	22,57	24,69	51,25

Quelle: Ergomed, GBC

Ergomed platzierte im ersten Halbjahr 2016 im Rahmen von zwei Transaktionen 11,11 Mio. Aktien wodurch dem Unternehmen netto liquide Mittel in Höhe von insgesamt 9,2 Mio. £ zugeflossen sind. Zudem wurden Aktien im Gegenwert von 6,18 Mio. £ emittiert, die als Kaufpreisbestandteil an das Management von Haemostatix gereicht wurden. Der Zufluss an liquiden Mitteln wurde darüber hinaus zum Teil für die Leistung der Barkomponenten der Kaufpreise von Haemostatix sowie O+P und GASD verwendet. Ein wichtiger Bestandteil der Haemostatix-Übernahme sind aber auch Earn-Out-Vereinbarungen die sich zukünftig auf bis zu 20 Mio. £ belaufen können, jedoch an die Erreichung von bestimmten Meilensteinen geknüpft sind.

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

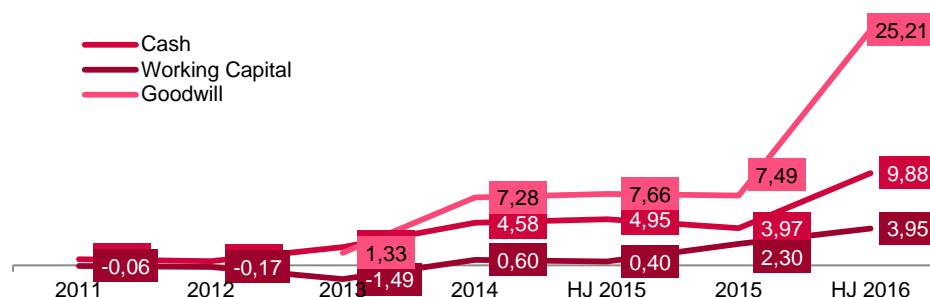


Source: Ergomed, GBC

Die Eigenkapitalquote der Ergomed beläuft sich nach der Kapitalerhöhung auf 64,9% und zudem hat Ergomed nahezu keine Finanzverbindlichkeiten. Die hohe Eigenkapitaldecke bietet Ergomed eine hohe Zukunftssicherheit. Zudem ist durch das hoch profitable Service-Segment weiterhin von hohen operativen Cashflows auszugehen.

Die Konsolidierung der Haemostatix, sowie der deutschen Unternehmen O+P und GASD wirkte sich bilanzverlängernd aus. Bedingt durch die Übernahmen erhöhte sich auch die Goodwill-Position von 7,49 Mio. £ auf 25,21 Mio. £.

### Entwicklung ausgewählter Bilanzpositionen (in Mio. £)



Source: Ergomed, GBC

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stabile Cashflow-Basis aus Service-Geschäft, mit hohen wiederkehrenden Erlösen</li> <li>• Einzigartiges <i>Site Management Model</i> macht klinische Studien effizienter, kostengünstiger und schneller</li> <li>• Ergomed ist international aufgestellt, was die Patientenrekrutierung für große globale Studien und auch in Spezialfällen, wie z.B. bei seltenen Krankheiten, beschleunigt</li> <li>• Unternehmen arbeitet trotz eigenem Entwicklungsportfolio profitabel</li> <li>• Gute Sichtbarkeit aufgrund eines hohen Auftragsbestandes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Im Co-Entwicklungsbereich werden Entwicklungsaufwendungen getätigt, denen über einen langen Zeitraum hinweg keine Erträge gegenüberstehen</li> <li>• Übernahme von Haemostatix führt zu Aktivierung hoher Goodwill-Beträge in der Bilanz</li> <li>• Aktienoptionsprogramm sorgt für Verwässerungseffekte bei der Aktie</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tiefes Know-how in der Medikamentenentwicklung eröffnet Chancen sich an aussichtsreichen Produkten zu beteiligen</li> <li>• Der Trend zum Outsourcing der Medikamentenentwicklung sollte sich auf Grund der zunehmenden Komplexität des Prozesses fortsetzen</li> <li>• Ausdrücklich Bestandteil der Unternehmensstrategie in den kommenden Jahren auch anorganisch zu wachsen</li> <li>• Die Gewinnung von Lizenzpartnerschaften im Bereich der Medikamentenentwicklung könnte die Werthaltigkeit des Entwicklungsportfolios deutlich erhöhen</li> <li>• Bei erfolgreicher Markteinführung von PeproStat (Haemostatix) könnte das Unternehmen durch den Patentschutz über 15 Jahre hinweg als alleiniger Anbieter von den Erträgen profitieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CRO-Markt ist stark von wenigen großen Wettbewerbern dominiert, welche einen aktiven Konsolidierungsprozess verfolgen. Dadurch könnten Marktanteile verloren gehen</li> <li>• Eins oder mehrere Produkte im Co-Entwicklungsbereich könnten die Vermarktungsphase nicht erreichen, so dass keine Rückflüsse erfolgen</li> <li>• Im Zuge der aktiven Übernahmestrategie könnten sich Komplikationen aus der Integration der Unternehmen ergeben und die Ergebnisse belasten</li> <li>• Der Heimatmarkt der Ergomed-Aktie ist London. Damit unterliegen Investoren aus dem Euro-Raum den damit verbundenen Wechselkursrisiken.</li> </ul>



## 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

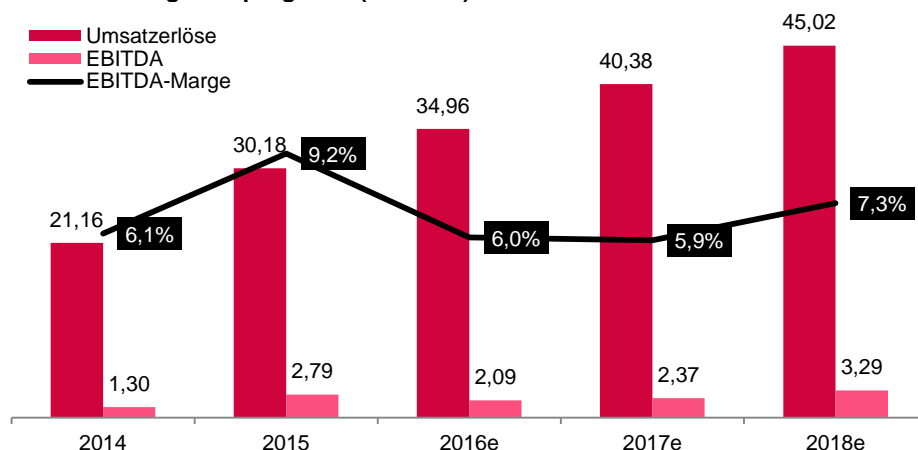
### Umsatzprognosen

Historisch betrachtet, konnte Ergomed seit 2011 durchschnittlich mit 25,8% p.a. wachsen und ein ähnlich starkes Wachstum ist auch in Zukunft zu erwarten. Einen maßgeblichen Umsatzbeitrag leisteten dabei die Übernahme von PrimeVigilance sowie die jüngsten Übernahmen von O+P und GASD, die sich langfristig ähnlich positiv auswirken sollten. Wir gehen davon aus, dass der Wachstumstrend sich in den kommenden Jahren fortsetzen wird. Dies auch insbesondere vor dem Hintergrund des hohen Auftragsbestands von 60 Mio. £ Ende Juli 2016.

Der Bereich DS&MI lässt sich durch den hohen Anteil wiederkehrender Erlöse gut prognostizieren und auch der Bereich CRS, der die typischen Charakteristika von Projektgeschäften aufweist, sollte sich durch die sehr gute Marktstellung von Ergomed ebenfalls weiterhin dynamisch entwickeln. Dies ist auch vor dem Hintergrund des globalen Trends des Outsourcings von klinischen Studien zu sehen, welcher jährlich um 10% zunimmt. Auch der Bereich Pharmakovigilanz wächst weltweit jährlich um 17%. Trotz des bereits hohen Wachstums kann Ergomed in diesem Bereich jedes Jahr weitere Marktanteile gewinnen. Dies spiegelt sich auch in der Vision der Ergomed wider: Das Unternehmen plant ein weltweit führendes Pharmakovigilanz-Unternehmen zu werden und möchte führend im Bereich CRO für Orphan Drugs (seltene Krankheiten) sein.

Vor dem Hintergrund der guten Halbjahreszahlen sind unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2016 als konservativ anzusehen. Wir rechnen zunächst mit einem Umsatzwachstum von 6,0% auf 34,96 Mio. £. In unseren Prognosen berücksichtigen wir noch nicht, dass Ergomed plant, auch anorganisch zu wachsen und weitere strategische Akquisitionen durchzuführen, die zu einem sprunghaften Umsatzanstieg führen können.

### Umsatz- und Ergebnisprognose (in Mio. £)



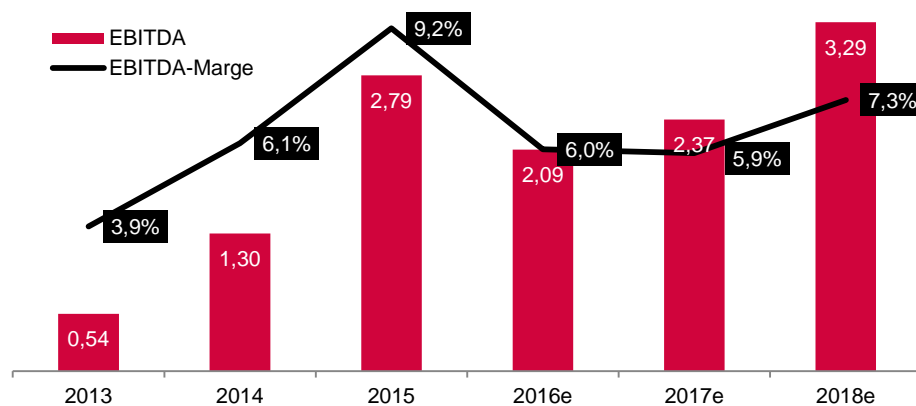
Source: Ergomed, GBC

## Ergebnisprognosen

Zudem gelingt es Ergomed mit dem Service-Geschäft (CRS & DS+MI) laufend positive Erträge zu erwirtschaften. Zukünftig erwarten wir eine Fortsetzung der positiven Ergebnisentwicklung, nicht zuletzt da der Bereich DS+MI durch wiederkehrende Erträge geprägt ist.

Der Grund für den leichten EBITDA-Margenrückgang in den kommenden Jahren ist zum einen der Ausbau des Co-Entwicklungsportfolios sowie zum anderen die Vollkonsolidierung der Haemostatix, wodurch zusätzliche F&E-Kosten anfallen werden. Dennoch erwarten wir, dass diese Ergebnisbelastungen durch die steigenden Umsätze und Ergebnisse des Service-Segments mittelfristig kompensiert werden sollten.

### 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

Das Management der Ergomed plant ein „stets positives EBITDA“ erwirtschaften zu können und so rechnen wir für das GJ 2016 mit einem EBITDA von 2,09 Mio. £ und 2,37 Mio. £ für das GJ 2017. Folglich sollte sich die Marge ab dem GJ 2017 wieder den historischen Niveaus von 9% nähern.

In unseren Ergebnisplanungen sind noch nicht die potenziellen Erträge aus dem Co-Entwicklungsportfolio enthalten. Im ersten Halbjahr 2016 wurde vermeldet, dass die Entwicklungen des Portfolios nach Plan verlaufen und weitere Meilensteine noch Ende dieses Jahres erreicht werden sollten. Bei dem Produktportfolio besteht die Möglichkeit, dass Produkte schon frühzeitig auslizenzieren werden und so schon vor Markteinführung einen großen Ergebnisbeitrag für die Ergomed leisten können. Somit besteht stets die Chance auf ein sehr hohes Upside-Potenzial bei erfolgreicher Vermarktung einzelner Produkte des Portfolios.

Der Jahresüberschuss wird den kommenden Jahren durch den Finance Act 2015 entlastet, der die Körperschaftssteuer in Großbritannien von 20% sukzessive auf 18 % zum 01.04.2016 reduziert. Dementsprechend erwarten wir ein Nettoergebnis von 1,13 Mio. £ für das GJ 2016 und für die Geschäftsjahre 2017 und 2018 einen Jahresüberschuss von 1,29 Mio. £, bzw. 1,96 Mio. £.

Unter Berücksichtigung des Aktienoptionsprogramms und der durchgeführten Kapitalerhöhungen erwarten wir dementsprechend gerundete EPS-Zahlen von 0,03 £ (2016e), 0,03 £ (2017e) und 0,05 £ (2018e).

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

Hinsichtlich der Bewertung bestätigen wir unseren Wertansatz aus der Initial Coverage Studie vom 14.09.2016 und verweisen auf die dortigen ausführlichen Bewertungen. Insgesamt 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. £
<b>Gesamtbewertung (Teilwert 1 + Teilwert 2)</b>	<b>111,43 Mio. £</b>
Verwässerte Anzahl an Aktien	40,879 Mio. Stück
Fairer Wert je Aktie in £	2,73 £
<b>Fairer Wert je Aktie in € (Wechselkurs GBP/EUR: 1,18228)</b>	<b>3,22 €</b>

*(Gesamtmodell) Siehe Initial Coverage Studie vom 14.09.2016*

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

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

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

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chef-Analyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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