



**Researchstudie (Anno)**

**ERGOMED**

**Weiterhin dynamisches Wachstum  
mit hohem Margenpotenzial**

-

**Biotech-Portfolio mit hoher Upside-Chance**

**Kursziel: 3,39 € (2,96 £)  
(bisher: 3,35 € (2,88 £))**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 22**

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

**Rating: Kaufen**

**Kursziel: 2,96 £ / 3,39 €**

Aktueller Kurs:

2,27 € / 01.06.2017 / Xetra

203,5 GBP / 01.06.2017 / AIM

Währung: GBP

### Stammdaten:

ISIN: GB00BN7ZCY67

WKN: A117XM

Börsenkürzel: 2EM

Primärlisting: London / AIM

Zweitlisting: Frankfurt / XETRA

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 40,60

Marketcap<sup>3</sup>: 92,16

Enterprise Value<sup>3</sup>: 87,74

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. £

Streubesitz: 36,6%

Transparenzlevel: -

Marktsegment:

AIM/Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:

Oddo Seydler

### Analysten:

Matthias Greiffenberger

greiffenberger@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA

gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 23

### Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

Fokus: Services: Entwicklungsdienstleistungen, Arzneimittelüberwachung; Produkte: Produktentwicklung

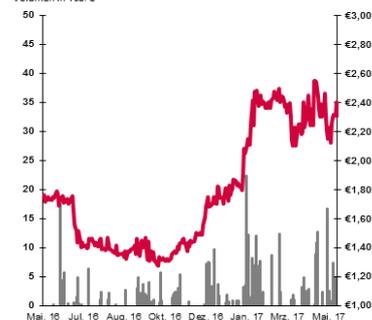
Mitarbeiter: ~470

Gründung: 1997

Firmensitz: Guildford/England

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

Volumen in Tsd. €



Die Ergomed plc mit Sitz in Großbritannien wurde 1997 gegründet und bietet für die pharmazeutische Industrie Dienstleistungen im Bereich der Entwicklung von pharmazeutischen Wirkstoffen an. Die Gesellschaft arbeitet für über 100 Kunden, darunter sowohl Top10-Pharma- als auch kleine und mittelgroße Biotechnologieunternehmen. Ergomed führt dabei klinische Entwicklungsprogramme von der Phase I bis hin zu späten Entwicklungsphasen durch und weist dabei eine besondere Erfahrung in den Bereichen Onkologie, Neurologie und Immunologie sowie in der Entwicklung von Medikamenten für seltene Erkrankungen (Orphan Diseases) auf. Daneben ist Ergomed über ihre Tochtergesellschaft PrimeVigilance im Bereich der Arzneimittelüberwachung (Pharmakovigilanz) sowie der medizinischen Dokumentation und Information aktiv. Zusätzlich zu ihrem Dienstleistungsangebot baut Ergomed ein Portfolio an Co-Entwicklungs-Partnerschaften mit Pharma- und Biotech-Unternehmen auf, mit denen es sich die Risiken und Chancen in der Wirkstoffentwicklung teilt. Ergomed bringt seine umfassende Expertise und seine Dienstleistungen in die Entwicklung ein und erhält im Gegenzug eine Gewinnbeteiligung an den Wirkstoffkandidaten oder Unternehmensanteile. Darüber hinaus hat Ergomed mit der Akquisition der Haemostatix im Mai 2016 ihr Entwicklungs-Portfolio um zwei Produkte erweitert, welche im Erfolgsfall einen 100%igen Ergebnisbeitrag liefern würden.

GuV in Mio. £ \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Nettoerlöse	30,18	39,23	48,75	55,44
EBITDA	2,79	1,63	2,44	3,79
EBIT	2,07	0,60	1,57	2,79
Jahresergebnis	1,55	0,48	1,03	2,06

### 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	2,92	2,24	1,80	1,58
EV/EBITDA	31,67	54,00	35,92	23,18
EV/EBIT	42,61	146,73	55,78	31,49
KGV	59,46	192,40	89,22	44,74
KBV		2,66		

### Finanztermine

September 2017: Interim results
November 2017: Eigenkapitalforum
Januar 2018: Trading update
März 2018: Preliminary results

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
02.05.2017: RG / 3,35 / KAUFEN
04.04.2017: RG / 3,43 / KAUFEN
29.03.2017: RG / 3,43 / KAUFEN
21.03.2017: RG / 3,43 / KAUFEN
21.02.2017: RG / 3,41 / 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

- Das GJ 2016 verlief abermals sehr erfolgreich für die Ergomed und wir haben die aktuellen Zahlen zum Anlass genommen um unsere Prognose anzupassen. Die Umsatzerlöse konnten um 30,1% auf 39,23 Mio. £ (VJ: 30,18 Mio. £) gesteigert werden. Ein besonders großer Wachstumstreiber war wiederholt das Segment DS&MI (Drug Safety & Medical Information Services), welches sich um 62,7% auf 13,46 Mio. £ wuchs (VJ: 8,27 Mio. £). Aber auch das Segment CRS (Clinical Research Services) lieferte mit 25,78 Mio. £ und 17,7% Wachstum einen wichtigen Wachstumsbeitrag.
- Ergebnisseitig reduzierte sich das EBITDA auf 1,63 Mio. £ (VJ: 2,79). Jedoch erreichte das bereinigte EBITDA mit 3,0 Mio. £ nahezu das Vorjahresniveau von 3,4 Mio. £. Bereinigt wurden hier insbesondere Einmaleffekte aus den getätigten Akquisitionen sowie den F&E-Aufwendungen aus der Haemostatix-Übernahme.
- Die Margenentwicklung wird insbesondere deutlich bei einer Betrachtung auf Segmentebene. Im Segment CRS, welches die Auftragsforschung durchführt, reduzierte sich die Marge von 5,3% (2015) auf 0,8% (2016). Hintergrund dieser Entwicklung ist zum einen, dass im Segment CRS ein Großteil operativen Kosten verbucht werden und sich somit die Marge weiter reduziert. Zum anderen wurden zunehmend klinische Studien für Co-Development Partner durchgeführt. Im Gegensatz hierzu erhöhte sich die EBITDA-Marge im Segment DS&MI weiter von 25,4% (2015) auf 26,6% (2016). Dies führte mit dem gestiegenen Segmentumsatz zu einem EBITDA-Beitrag von 3,59 Mio. £ (VJ: 2,10 Mio. £). Der Grund für diese deutliche positive Entwicklung im Bereich DS&MI ist die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells sowie der hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen.
- Ergomed konnte sich in den letzten Jahren sehr dynamisch entwickeln und erreichte ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 37,4% über die letzten drei Geschäftsjahre. Zudem operiert das Unternehmen in sehr dynamischen Märkten und gewinnt Marktanteile im Bereich CRS und Pharmakovigilanz. Wir erwarten, dass der Umsatz im GJ 2017 48,75 Mio. £ erreichen wird und im Folgejahr 2018 Umsätze von 55,44 Mio. £ erreicht werden.
- Ergebnisseitig rechnen wir mit einer sukzessiven Margenausweitung im Segment DS&MI auf 28,0% (2017) bzw. 29% (2018). Gleichsam erwarten wir, dass das Segment CRS weiterhin durch die operativen Kosten und durch das Co- und Development Portfolio weiter belastet sein wird und gehen von einer 1,0%igen EBITDA-Marge aus.
- **Insgesamt hat die Ergomed ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2016 zu verzeichnen. Die Umsatzerlöse konnten abermals signifikant gesteigert werden und die Margenentwicklung ist insbesondere durch Einmaleffekte aus den Akquisitionen geprägt. Langfristig erwarten wir durch die Margenausweitung im Bereich Pharmakovigilanz weitere deutliche Ergebnissteigerungen. Darüber hinaus liefert das Co- und Development-Portfolio im Erfolgsfall sehr hohe potentielle Ergebnisbeiträge, welche den Marktwert der Ergomed signifikant steigern sollten. Auf Basis unserer Sum-of-the-Parts Analyse bewerten wir das Service-Segment (CRS+DS&MI) mit 59,37 Mio. £ und das Co- und Development mit 60,61 Mio. £. In Summe liegen wir somit bei 119,38 Mio. £ bzw. 2,96 £ je Aktie. Auf Basis des aktuellen Wechselkurses ergibt sich ein Kursziel von 3,39 € bzw. ein Upside-Potenzial 49,3% (2,27 € Xetra, 01.06.17). Somit vergeben wir wiederholt das Rating Kaufen.**

## INHALTSVERZEICHNIS

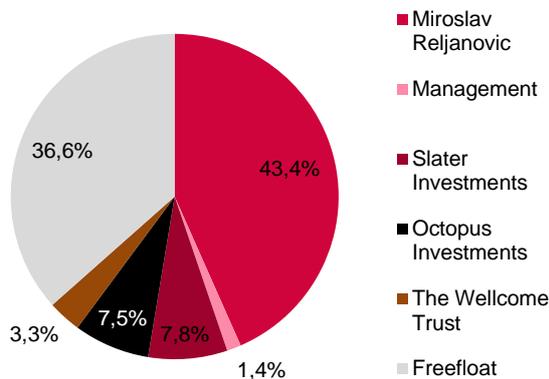
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Durchgeführte Kapitalmaßnahmen .....	4
Auszug von Referenzkunden .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
Markt für klinische Entwicklungsdienstleistungen (Clinical Research Services - CRS) .....	5
Markt für Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz .....	5
Markt für Hämostase-Produkte .....	6
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung 2016 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	11
SWOT-Analyse .....	12
Prognosen und Modellannahmen .....	13
Umsatzprognosen 2017 - 2018 .....	13
Ergebnisprognosen 2017 – 2018 .....	14
<b>Wahl des Bewertungsmodells .....</b>	<b>16</b>
<b>Bewertung des Service-Geschäfts .....</b>	<b>17</b>
<b>(Teilbewertung 1) .....</b>	<b>17</b>
Annahmen DCF-Modell .....	17
Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Bewertungsergebnis Service-Geschäft (Teilbewertung 1) .....	17
DCF-Modell – Service-Geschäft .....	18
<b>Bewertung des Produktportfolios .....</b>	<b>19</b>
<b>(Teilbewertung 2) .....</b>	<b>19</b>
Bewertungsergebnis Produktportfolio (Teilbewertung 2) .....	20
<b>Gesamtbetrachtung der Bewertung .....</b>	<b>21</b>
<b>(Sum-of-the-parts) .....</b>	<b>21</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>22</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	30.06.2017
Miroslav Reljanovic	43,4%
Management	1,4%
Slater Investments	7,8%
Octopus Investments	7,5%
The Wellcome Trust	3,3%
Freefloat	36,6%

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
November 2016	640.576	1,2878 £	824.933 £	40.504.806	Übernahme PharmInvent
Mai 2017	94.618	1,4794 £	139.978 £	40.599.424	Earn-Out an PharmInvent

Quelle: Ergomed, GBC

### Auszug von Referenzkunden

#### Produkte



#### Services



Quelle: Ergomed

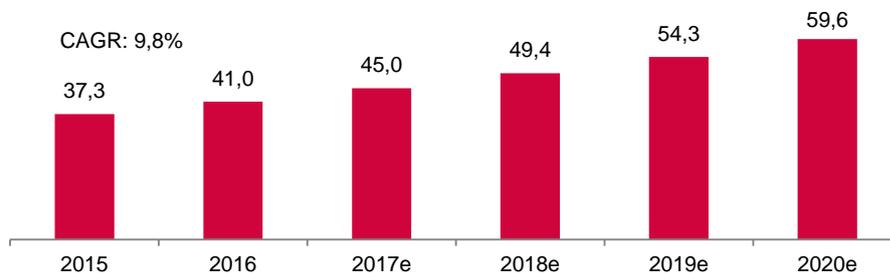
## MARKT UND MARKTUMFELD

Die Ergomed plc (Ergomed) ist in drei substantziellen Märkten aktiv. Zunächst der Clinical Research Services (CRS) Markt, welcher die Auftragsforschung umfasst. In diesem Markt ist Ergomed mit dem Segment CRS aktiv und führt klinische Forschung für Dritte durch. Mit dem Segment DS&MI (Drug Safety & Medical Information Services) operiert Ergomed im Markt der Pharmakovigilanz. Dieser Markt beschäftigt sich mit der laufenden Medikamentensicherheit nach der Markteinführung eines Produktes. Der dritte besonders relevante Markt für die Ergomed, ist Markt für Hämostase-Produkte. Hier entwickelt Ergomed über im Rahmen der Development-Pipeline zwei Produkte zur Blutungsstillung.

### **Markt für klinische Entwicklungsdienstleistungen (Clinical Research Services - CRS)**

Im Markt für CRS werden Unternehmen mit der Durchführung von klinischen Studien beauftragt. Die korrekte Durchführung von klinischen Studien ist in der Regel äußerst komplex und erfordert neben dem notwendigen Know-how auch ein umfangreiches Netzwerk zu Kliniken und Krankenhäusern, um Patienten erfolgreich rekrutieren zu können. Zudem haben Medikamente eine durchschnittliche Entwicklungslaufzeit von 15 Jahren und stellen somit eine hohe finanzielle und schwer einzuschätzende Belastung dar. Hieraus entwickelt sich zunehmend der Trend, dass Pharmaunternehmen ihre klinische Forschung outsourcen an spezialisierte CRS-Firmen.

#### **Globaler Markt für CRS (in Mrd. USD)**



Quelle: ZION Research

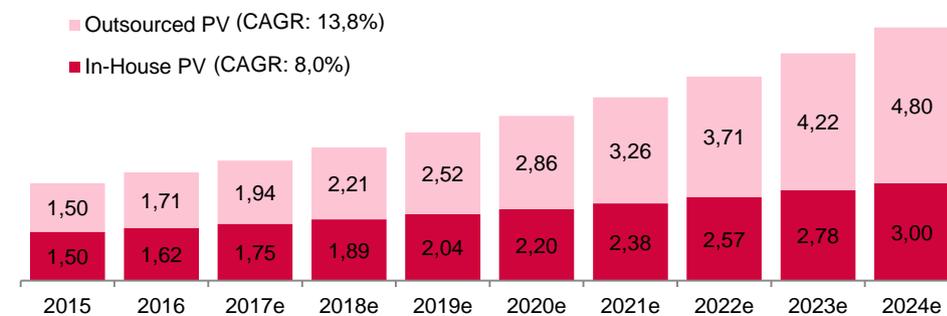
Mit 41,0 Mrd. USD (2016) ist der globale Markt für CRS bereits sehr umfangreich, jedoch wird erwartet, dass der Markt jährlich weiter um 9,8% und 2020 auf 59,6 Mrd. USD anwächst. Ergomed kann sich mit einem besonderen Fokus auf Onkologie, Neurologie und Immunologie sowie in der Entwicklung von Medikamenten für seltene Erkrankungen (Orphan Diseases) von dem Gesamtmarkt positiv absetzen. Durch die Spezialisierung und das exzellente Netzwerk im Rahmen des Study Site Managements erreicht Ergomed deutlich dynamischere Wachstumsraten als der Gesamtmarkt. Der Markt für CRS ist nach wie vor sehr dynamisch und wir erwarten, dass Ergomed durch die genannten Wettbewerbsvorteile weiterhin Marktanteile für sich gewinnen kann.

### **Markt für Arzneimittelüberwachung / Pharmakovigilanz**

Neben dem Segment CRS ist Ergomed auch in dem Bereich Pharmakovigilanz (PV - Arzneimittelüberwachung) aktiv. Pharmakovigilanz ist ein Kernelement eines effektiven Medikamentenregulierungssystems, um die möglichen Nebenwirkungen verfolgen und erfassen zu können. Hierbei handelt es sich um die laufende systematische Überwachung der Sicherheit eines Fertigarzneimittels, die für alle Präparate nach der Zulassung gefordert ist. Hintergrund dieser kontinuierlichen Überwachung ist die vergleichsweise

geringe Patientenzahl in den klinischen Studien, welche zudem mit speziellen Kriterien für die Studien ausgewählt wurden. Mit der steigenden Komplexität vieler neuer Medikamente wächst auch der Markt für PV weiter dynamisch an. Während ein Teil der PV von den Pharmaunternehmen in-House übernommen wird, wächst der Anteil der outsourceten PV sehr dynamisch an. In 2015 teilte sich der globale PV-Markt mit jeweils 1,50 Mrd. USD noch zu 50% auf In-House und 50% outsourced PV auf. Es wird erwartet, dass im Jahr 2024 der outsourced PV-Anteil mit 4,80 Mrd. USD deutlich überwiegt und der in-House Markt 3,00 Mrd. USD erreichen wird. Der deutlich dynamischere outsourced PV Markt, welcher mit 13,8% wächst, stellt für Ergomed's PV Segment (DS&MI) einen äußerst attraktiven Markt dar. Hier konnte sich Ergomed bereits als führender unabhängiger europäischer PV-Anbieter etablieren. Darüber hinaus wächst Ergomed signifikant stärker als der PV Markt und gewinnt zunehmend an Marktanteilen. Dieser Markt ist für Ergomed besonders interessant, da sich sehr hohe Margen erzielen lassen und das Geschäftsmodell deutlich skalierbar ist.

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

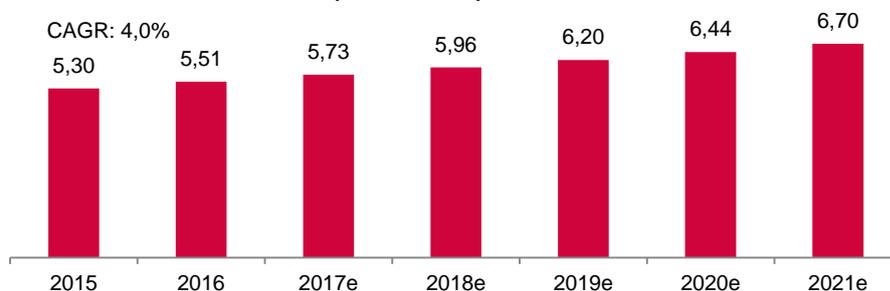


Quelle: Global Markets Insights

### Markt für Hämostase-Produkte

Mit der Akquisition der Haemostatix Ltd. hat die Ergomed ihr Portfolio, mit zwei Produkten in der Eigenentwicklung (Development-Pipeline), ausgebaut. Haemostatix entwickelt Produkte im Bereich Hämostase (Blutungsstiller) und konnte bereits in der klinischen Studie Phase I zeigen, dass das Prüfpräparat deutlich schneller wirkt und leichter anwendbar ist als Konkurrenzprodukte. Darüber hinaus kann es im Gegensatz zu existierenden Produkten synthetisch hergestellt werden, was weitere Vorteile birgt.

### Globaler Markt für Hämostase (in Mrd. USD)



Quelle: Zion Market Research

Der globale Markt für Hämostase wurde in 2016 auf 5,51 Mrd. USD geschätzt und es wird erwartet, dass der Markt jährlich weiter um 4,0% wächst und im Jahr 2021 etwa 6,70 Mrd. USD erreichen wird. Mit den Produktvorteilen gegenüber der Konkurrenz sollte Ergomed im Erfolgsfall überproportional an dem weiter dynamisch wachsenden Markt der Hämostase partizipieren können.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. £)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	30,18	39,23	48,75	55,44
Umsatzkosten	-21,81	-27,24	-33,27	-37,19
<b>Bruttogewinn</b>	<b>8,37</b>	<b>11,99</b>	<b>15,48</b>	<b>18,25</b>
Verwaltungsaufwendungen	-5,19	-8,32	-9,49	-10,91
Forschung & Entwicklung	0,00	-1,04	-2,50	-2,50
sonstige betriebliche Erträge	0,08	0,13	0,00	0,00
Abschreibungen erworbener immaterieller Vermögenswerte	-0,60	-0,77	-0,87	-1,00
Beitrag anteilsbasierte Vergütung	-0,29	-0,40	-0,30	-0,30
außerordentliche Aufwendungen	-0,31	-0,76	-0,75	-0,75
Abgrenzung Akquisitionskosten	0,00	-0,69	0,00	0,00
Zuschreibungen aus abgegrenzten Akquisitionskosten	0,00	0,46	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>2,07</b>	<b>0,60</b>	<b>1,57</b>	<b>2,79</b>
Finanzerträge	0,00	0,00		
Finanzaufwendungen	0,00	-0,27	-0,27	-0,27
<b>EBT</b>	<b>2,07</b>	<b>0,33</b>	<b>1,30</b>	<b>2,51</b>
Ertragssteueraufwand	-0,52	0,15	-0,27	-0,45
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,55</b>	<b>0,48</b>	<b>1,03</b>	<b>2,06</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,79</b>	<b>1,63</b>	<b>2,44</b>	<b>3,79</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	9,2%	4,1%	5,0%	6,8%
<b>EBIT</b>	<b>2,07</b>	<b>0,60</b>	<b>1,57</b>	<b>2,79</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,9%	1,5%	3,2%	5,0%
Ergebnis je Aktie in £	0,05	0,01	0,03	0,05
Dividende je Aktie in £	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	28,75	35,57	40,60	40,60

## Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. £)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	21,16	30,18	39,23
EBITDA	1,30	2,79	1,63
EBITDA-Marge	6,1%	9,2%	4,1%
EBIT	0,78	2,07	0,60
EBIT-Marge	3,7%	6,9%	1,5%
Jahresüberschuss	0,58	1,55	0,48

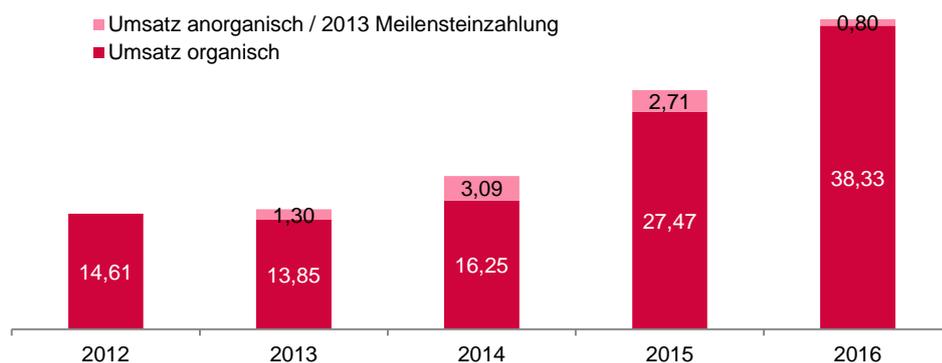
Quelle: Ergomed, GBC

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

### Umsatzentwicklung

Im GJ 2016 konnte Ergomed das sehr dynamische Wachstum weiterhin beibehalten und die Umsatzerlöse um 30,1% auf 39,23 Mio. £ steigern. Somit lag das Umsatzwachstum noch über dem bereits sehr hohen Durchschnitt der letzten Jahre. Seit 2011 konnte Ergomed den Umsatz von 12,07 Mio. £ auf 39,23 Mio. £ in 2016 steigern und generierte somit ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 23,8%.

### Organische und anorganische Entwicklung des Umsatzes (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

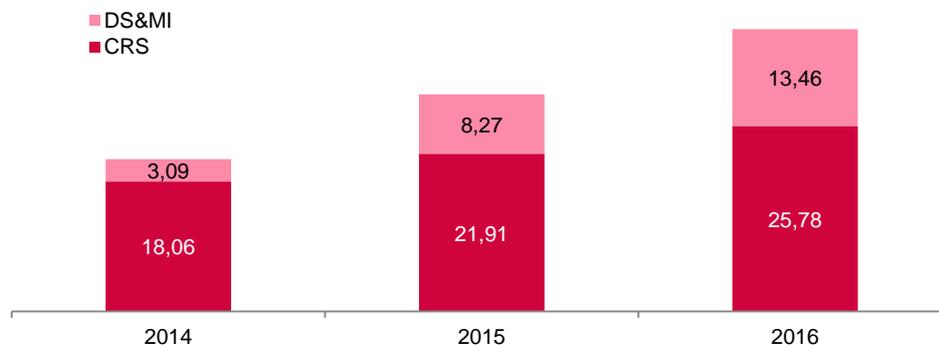
Der Haupttreiber ist nach wie vor der hohe Anteil an organischem Wachstum, welcher, isoliert betrachtet, ein Umsatzwachstum von 27,0% erzielt hat. Dies zeigt die starke operative Performance, welche zum Teil durch strategische Akquisitionen unterstützt wird. So wurden im Juni 2016 die deutschen Unternehmen Oestreich + Partner GmbH (O+P) und die Gesellschaft für angewandte Statistik + Datenanalyse mbH (GASD) übernommen. Mit diesen strategischen Übernahmen erhielt Ergomed auch Zugriff auf ein proprietäres System zur elektronischen Datenerfassung namens OPVERDI, welches nun auf der globalen Ergomed-Plattform angewendet werden kann. Somit konnte die operative Qualität im Segment CRS weiter gesteigert und gesamte Segment CRS gestärkt werden (siehe GBC Research Note vom 07.10.2016).

Im November 2016 wurde mit der PharmInvent eine weitere Akquisition getätigt, um das Segment DS&MI weiter zu stärken (siehe GBC Research Comment 30.11.2016). Mit der Übernahme wurde die europäische Marktstellung im Bereich Pharmakovigilanz weiter gestärkt.

Auf Segmentebene entwickelte sich insbesondere das DS&MI Segment mit dem Fokus auf PV weiterhin extrem dynamisch. Seit der Akquisition von PrimeVigilance in 2014 legte das Segment jährlich durchschnittlich um 108,7% zu. Im GJ 2016 konnte DS&MI um weitere 62,7% auf 13,46 Mio. £ anwachsen. Wir schätzen, dass die Übernahme von

PharmInvent mit etwa 0,4 Mio. £ zu diesem Wachstum beigetragen hat und somit der Großteil organisch erzielt werden konnte. Das hohe Wachstum bestätigt den Bedarf nach hochqualitativer Pharmakovigilanz und Ergomed's Expertise in diesem Feld.

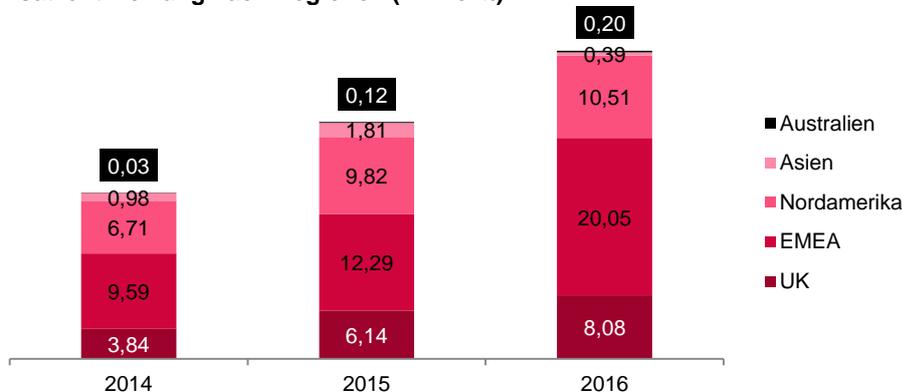
#### Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Analog hierzu entwickelte sich auch das CRS Segment dynamisch. Mit einem Umsatzwachstum von 17,7% auf 25,78 Mio. £ konnte auch hier ein deutlich höherer Zuwachs als der Gesamtmarkt für CRS erzielt und somit weitere Marktanteile gewonnen werden. Das Segment CRS ist seit der Gründung der Ergomed das Hauptgeschäftsfeld und trägt auch im GJ 2016 noch den größten Umsatzanteil bei. Gleichzeitig werden insbesondere im Segment CRS wichtige Synergien mit dem Co- und Development-Portfolio gehoben.

#### Umsatzentwicklung nach Regionen (in Mio. £)



Quelle: Ergomed, GBC

Regional ist insbesondere der Fokus auf die Bereiche EMEA, UK und Nordamerika erkennbar. Während sich die Region EMEA als größter Wachstumstreiber mit 63,1% und 20,05 Mio. £ Umsatzanteil herausstellt, ist auch Großbritannien mit 31,6% Anteil und 8,1% Wachstum, weiterhin der zweitwichtigste Markt. Großbritannien, als Ursprungsland von Ergomed, liefert weiterhin politische Anreize zur Durchführung von klinischen Studien. Gleichsam erfüllt Ergomed das eigens gesetzte Ziel deutlich im europäischen Markt zu wachsen.

Insgesamt ist die Umsatzentwicklung der Ergomed weiterhin sehr dynamisch und liegt auch deutlich über unseren Erwartungen von 34,96 Mio. £ für das GJ 2016. Während das Segment CRS weiterhin den größten Umsatzanteil ausmacht und auch wichtige Synergien für das Co- und Development-Portfolio liefert, konnte insbesondere das margenstarke DS&MI Segment weiterhin wachsen.

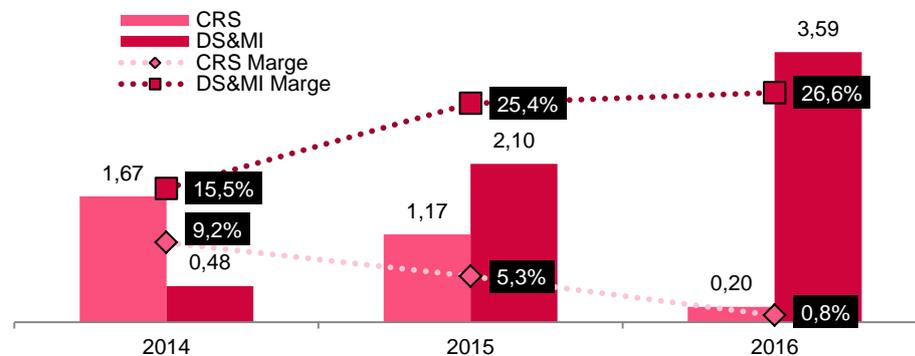
## Ergebnisentwicklung

Die deutlichen Umsatzsteigerungen schlugen sich auch positiv auf die Ergebnisentwicklung nieder. Im abgelaufenen GJ 2016 erzielte Ergomed ein EBITDA in Höhe von 1,63 Mio. £ (VJ: 2,79 £) und lag somit unter Vorjahresniveau. Hintergrund dieser Entwicklung sind zum einen die deutlich gestiegenen Verwaltungsaufwendungen, welche von 5,19 Mio. £ (2015) auf 8,32 Mio. £ (2016) angestiegen sind. Von den 3,13 Mio. £ an zusätzlichem Aufwand wurden insbesondere 1,20 Mio. £ durch die durchgeführten Akquisitionen verursacht und des Weiteren mussten 0,90 Mio. £ an Rückstellungen für zweifelhafte Forderungen getätigt werden. Zum anderen wurden F&E Kosten in Höhe von 1,04 Mio. £ für die Entwicklung der Haemostatix-Produkte aufgewendet.

Im Vergleich hierzu lag das bereinigte EBITDA bei 3,0 Mio. £ (2016) nahezu auf dem Vorjahresniveau von 3,4 Mio. £ (2015). Die Bereinigungen beziehen sich hier auf Kosten der Akquisition sowie einmalige Sondereffekte und die F&E-Aufwendungen für Haemostatix. Es zeigt sich somit, dass die Ergomed weiterhin deutlich profitabel ist.

Die Margenentwicklung wird insbesondere deutlich bei einer Betrachtung auf Segmentebene. Das Segment DS&MI konnte weiterhin deutliche Margensteigerungen erzielen und steigerte die bereits hohe EBITDA-Marge von 25,4% (2015) auf 26,6% (2016). Somit konnte das DS&MI Segment einen EBITDA-Beitrag von 3,59 Mio. £ erwirtschaften. Hintergrund der starken Ergebnis- und Margensteigerung im DS&MI Segment ist zum einen die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells, welche es ermöglicht, zusätzliche Fertigmedikamente laufend zu überwachen, ohne einen direkten Kostenanstieg zu verursachen. Zum anderen weist dieses Segment einen hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen auf, denn der Wechsel zu einem anderen Pharmakovigilanz-Unternehmen ist eher unüblich und zudem kostenaufwendig. Im Gegensatz hierzu hat sich die Marge im Segment CRS kontinuierlich reduziert und lag im GJ 2016 bei 0,8% (VJ: 5,3%), mit einem EBITDA-Beitrag von 0,20 Mio. £ (VJ: 1,17 Mio. £). Der Grund für die geringe Marge ist, dass die operativen Kosten des Konzerns größtenteils dem Segment CRS zugerechnet werden. Weiterhin wird die Marge durch das Co- und Development-Portfolio belastet. So werden die klinischen Studien für Entwicklungspartner zu sehr geringen Margen durchgeführt, was das Margenniveau im Gesamtdurchschnitt deutlich senkt. Es ist jedoch bemerkenswert, dass das CRS Segment nach wie vor positive Margen verzeichnet trotz der Kostenzurechnung und der Belastung durch das Co-Development-Portfolio.

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



Quelle: Ergomed, GBC

Insgesamt konnte die Ergomed das erklärte Ziel eines stets positiven EBITDA trotz hoher Belastungen aus dem Co-Development-Portfolio erzielen und liefert besonders im Bereich Pharmakovigilanz sehr gute Ergebnisse ab.

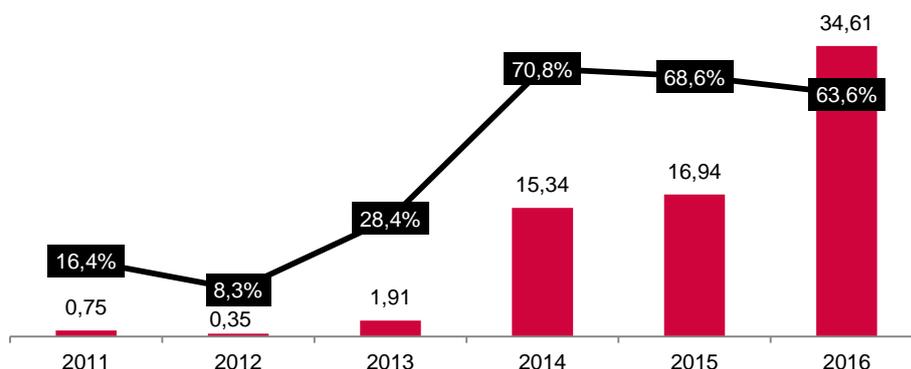
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. £	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Eigenkapital	15,34	16,94	34,61
EK-Quote (in %)	70,8	68,6	63,6
Goodwill	7,28	7,49	12,29
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,93	2,82	19,84
Operatives Anlagevermögen	10,39	10,64	32,84
Working Capital	0,60	2,30	6,82
Net Debt	-4,56	-3,96	-4,42
Bilanzsumme	21,68	24,69	54,40

Quelle: Ergomed, GBC

Bilanziell ist die Ergomed im GJ 2016 weiterhin gut aufgestellt, mit einer Eigenkapitalquote von 63,6% (VJ: 68,6%) und einem bilanziellen Eigenkapital von 34,61 Mio. £ (VJ: 16,94 Mio. £). Hintergrund des deutlichen Anstiegs des Eigenkapitals sind mehrere Kapitalerhöhungen insbesondere für die Übernahmen der Haemostatix, O+P, G ASD und der PharmInvent. Die Übernahmen wirkten sich größtenteils bilanzverlängernd aus. So erhöhte sich der Goodwill von 7,49 Mio. £ (2015) auf 12,29 Mio. £. Gleichsam erhöhten sich die immateriellen Vermögenswerte von 2,82 Mio. £ (2015) auf 19,84 Mio. £ (2016). Den größten Beitrag lieferte hier die Übernahme der Haemostatix, welche 15,20 Mio. £ an immateriellen Vermögenswerten in die Bilanz einbrachte.

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



Quelle: Ergomed, GBC

Gleichzeitig wurden im Rahmen der Haemostatix-Übernahme zurückgestellte Kaufpreiszahlungen in Höhe von 7,77 Mio. £ gebildet, um mögliche nachträgliche Kaufpreiszahlungen zu ermöglichen. Dieses Konstrukt der nachträglichen Kaufpreiszahlungen bei dem erfolgreichen Erreichen von Meilensteinen ist ein von Ergomed üblicherweise genutzter Weg, um das eigene Risiko zu minimieren. So hat das Unternehmen weitere Rückstellungen für Verkaufspreisverbindlichkeiten von 10,26 Mio. £, welche nur fällig werden, sofern die akquirierten Unternehmen ihre Ziele erreichen.

Weiterhin ist die Ergomed finanziell äußerst konservativ aufgestellt und weist keine nennenswerten Bankverbindlichkeiten auf (0,008 Mio. £ in 2016). Demgegenüber hat das Unternehmen liquide Mittel in Höhe von 4,42 Mio. £ und keine sonstigen zinstragenden Verbindlichkeiten.

Insgesamt sehen wir die Ergomed bilanziell sehr gut aufgestellt mit einem äußerst geringen Verschuldungsgrad. Die Akquisitionen scheinen werthaltig zu sein und schätzen das Risiko für Wertberichtigungen im Goodwill oder in dem immateriellen Vermögen als gering ein.

## 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 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	39,23	48,75	55,44
EBITDA	1,63	2,44	3,79
EBITDA-Marge	4,1%	5,0%	6,8%
EBIT	0,60	1,57	2,79
EBIT-Marge	1,5%	3,2%	5,0%
Jahresüberschuss	0,48	1,03	2,06
EPS in £	0,01	0,03	0,05

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

### Umsatzprognosen 2017 - 2018

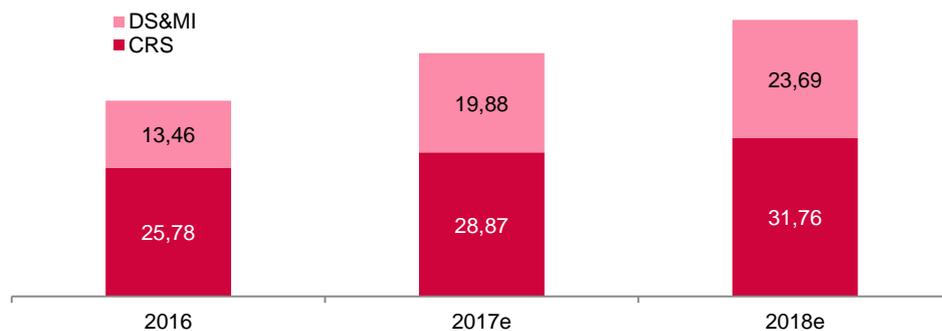
Ergomed konnte über die letzten drei Geschäftsjahre 2013-2016 ein sehr dynamisches durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 37,4% aufweisen. Einen wichtigen Beitrag lieferten hier auch die erfolgten Übernahmen (siehe Research vom 13.09.2016). Zukünftig erwarten wir, dass Ergomed die Buy-and-build Strategie weiter verfolgt, jedoch haben wir in unserer Prognose keine weiteren Übernahmen eingeplant. Zudem zeigt das Unternehmen durch den stark steigenden Auftragsbestand, dass weiterhin eine sehr hohe Nachfrage nach den Dienstleistungen der Ergomed besteht. So wuchs das Auftragsbestand für 31.12.2016 um 18,6% auf 70 Mio. £ an (VJ 01.01.2016: 59 Mio. £).

Im GJ 2016 hat die Ergomed die Haemostatix, O+P, GASD und PharmInvent übernommen. Diese Übernahmen sollten zukünftig wichtige Ergebnisbeiträge liefern. Im Falle der Haemostatix erwarten wir jedoch zunächst keine Umsatzbeiträge, sondern nur Ergebnisbelastungen im Rahmen der F&E-Aufwendungen. Dennoch ist vorstellbar, dass bereits frühzeitige regionale Auslizenzierungen der Produkte zu einem Geldzufluss führen könnten.

Die deutschen Übernahmen O+P und GASD liefern als strategische Akquisitionen wichtige technologische Beiträge sowie weitere Kundenzugänge, wovon insbesondere das Segment CRS profitieren sollte. Umsatzseitig rechnen wir hier für 2017 einen indirekten Umsatzbeitrag von etwa 1 Mio. £.

Besonders interessant für die kommenden Jahre sollte die Übernahme der PharmInvent sein. Das im November 2016 übernommene Pharmakovigilanz-Unternehmen sollte das bereits dynamische DS&MI Segment weiter wachsen lassen. Durch die Übernahme Ende 2016 lieferte das Unternehmen noch keinen signifikanten Ergebnisbeitrag für 2016, jedoch erwarten wir einen Umsatzbeitrag von 4,5 Mio. £ für 2017 und weitere 6 Mio. £ für 2018.

### Umsatzprognose nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC

Auf die Segmente bezogen, rechnen wir damit, dass das DS&MI Segment von 13,46 Mio. £ im abgelaufenen GJ 2016 auf 19,88 Mio. £ in 2017 anwächst und 23,69 Mio. £ in 2018 erreichen wird. Dementsprechend erwarten wir eine dynamische organische Umsatzsteigerung von 18% plus einen Umsatzbeitrag von 4,5 Mio. £ aus der PharmInvent-Übernahme. Gleichsam prognostizieren wir ein organisches Wachstum von 11% mit einem anorganischen Umsatzbeitrag von 6 Mio. £ für das GJ 2018. Tendenziell ist das DS&MI Segment gut planbar, durch den hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen. Darüber hinaus konnte dieses Segment historisch deutlich höhere Umsatzwachstumsraten aufweisen und folglich sind unsere Prognosen als konservativ anzusehen.

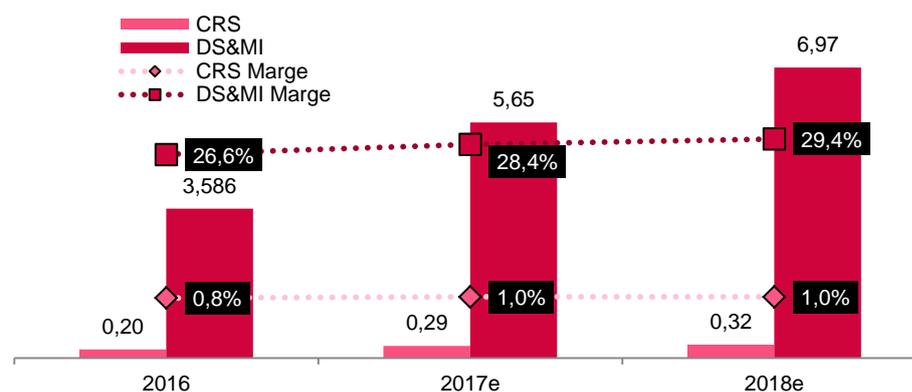
Im Vergleich hierzu ist das Segment CRS geprägt durch volatilere Umsätze die durch den Projektcharakter der Auftragsforschung bedingt sind. Ausgleichend wirkt hier, dass auch das Co- und Development-Portfolio in das Segment CRS mit einfließt. Der Bereich CRS macht nach wie vor den größeren Anteil am Umsatz aus und durch die hervorragende Reputation der Ergomed bei den Kunden erwarten wir, dass auch noch zukünftig das dynamische Umsatzwachstum aufrechterhalten werden kann. Ergomed kann sich von der Konkurrenz insbesondere durch das innovative Study Site Management abgrenzen und schafft es erfolgreich internationale Studien durchzuführen. Der entscheidende Faktor ist hier die erfolgreiche Rekrutierung von Testpersonen für die Studien, welche Ergomed durch das globale Kliniknetzwerk erreicht. Somit rechnen wir insgesamt für das Segment DS&MI mit einem dynamischen Wachstum von 12% auf 28,87 Mio. £ (2017) und für das darauffolgende Jahr von 10% auf 31,76 Mio. £ (2018).

Ergomed ist sehr gut im gegenwärtigen Markt positioniert und profitiert überproportional vom dynamischen Marktwachstum. Somit erwarten wir ein Umsatzwachstum von insgesamt 24,3% auf 48,75 Mio. € für das Jahr 2017, gefolgt von 13,7% auf 55,44 Mio. £ im Folgejahr (2018). Historisch erzielte Ergomed deutlich dynamischere Wachstumsraten und daher sind unsere Prognosen als konservativ anzusehen, insbesondere vor dem Hintergrund, dass wir noch keine zukünftigen Akquisitionen in unseren Prognosen berücksichtigt haben.

### Ergebnisprognosen 2017 – 2018

Ergomed schafft es neben den dynamischen Umsatzwachstumsraten auch sehr hohe Ergebnismargen zu erzielen. Insbesondere das Segment DS&MI schafft das sehr hohe Margenniveau noch sukzessive zu steigern. Der Grund für diese Entwicklung ist der hohe Anteil an wiederkehrenden Erlösen und dem skalierbaren Geschäftsmodell. Folglich prognostizieren wir eine sukzessiv steigende Marge des Segments DS&MI von 26,6% im GJ 2016 über 28,4% im Jahr 2017 und 29,4% im Jahr 2018. Konkret entspricht dies einem EBITDA-Beitrag von 5,65 Mio. £ (2017) und 6,97 Mio. £ (2018).

### EBITDA-Prognose des Service Geschäfts (in Mio. £) und geplante Margenentwicklung (in %)

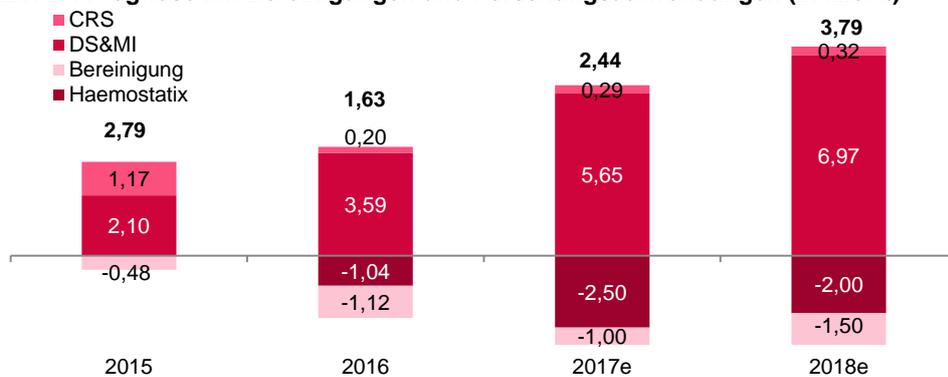


Quelle: GBC

Im Gegensatz zum DS&MI Segment erzielte das Segment CRS nur eine Marge von 0,8% im GJ 2016. Wir erwarten, dass auch zukünftig das Margenniveau im Bereich CRS nicht signifikant gesteigert werden kann, da dieses Segment zum einen die gesamten Entwicklungskosten für das Co- und Development-Portfolio übernimmt und zum anderen, da der Großteil der operativen Kosten dem CRS Segment zugerechnet werden. Dementsprechend erwarten wir, dass sich diese Situation auch zukünftig nicht ändern wird und erwarten eine 1%ige Marge für die Jahre 2017 und 2018 bzw. 0,29 Mio. £, respektive 0,32 Mio. £.

Das Gesamtergebnis der Gruppe wird jedoch noch belastet von F&E-Aufwendungen aus der Haemostatix-Akquisition. Im Jahr 2016 fielen hierfür 1,04 Mio. £ an und wir erwarten, dass sich diese auf 2,50 Mio. £ im Jahr 2017 und weitere 2 Mio. £ im Jahr 2018 belaufen werden. Diese Aufwendungen im Rahmen der klinischen Studien belasten noch das Ergebnis, jedoch sollte die Haemostatix im Erfolgsfall zukünftig hohe Ergebnisbeiträge liefern.

#### EBITDA Prognose mit Bereinigungen und Forschungsaufwendungen (in Mio. £)



Quelle: GBC

Insgesamt erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 2,44 Mio. £ (bereinigt: 3,77 Mio. £) für das Jahr 2017 und 3,79 Mio. £ (bereinigt 5,49 Mio. £) für das Jahr 2018. Dementsprechend gehen wir davon, dass das Unternehmen seine gute Marktposition noch weiter verbessern und die Marge sukzessive steigern kann.

Da das Unternehmen über keine nennenswerten Finanzverbindlichkeiten verfügt, erwarten wir eine ähnlich positive Entwicklung im Netto-Ergebnis. Darüber hinaus profitiert das Unternehmen von dem ‚Finance Act 2015‘, welcher die Besteuerung von britischen Unternehmen von 20,0% auf 18,0% ab 2017 senken soll. Folglich rechnen wir mit einem Netto-Ergebnis von 1,03 Mio. £ in 2017 und 2,06 Mio. £ in 2018.

In unseren Prognosen haben wir noch nicht die potenziellen Umsätze und Erlöse des Co- und Development Portfolios berücksichtigt, dennoch fließen die Entwicklungskosten bereits in das Service Geschäft mit ein. Sofern eines der Produkte aus der Co- und Development Pipeline marktreife erreichen sollte, könnten daraus deutlich positive Cash-flows für Ergomed resultieren und das Ergebnis weit über unseren gegenwärtigen Erwartungen liegen.

## WAHL DES BEWERTUNGSMODELLS

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

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

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

## **BEWERTUNG DES SERVICE-GESCHÄFTS (TEILBEWERTUNG 1)**

### **Annahmen DCF-Modell**

Die Ergomed plc. wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 10,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,0 % angenommen, da wir nach Beendigung der initialen Entwicklungsaufwendungen für Haemostatix davon ausgehen, dass die historisch erreichten Margenniveaus wieder erzielt werden. Die Steuerquote haben wir mit 18,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### **Bestimmung der Kapitalkosten**

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,00 %).**

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 1,71.

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

### **Bewertungsergebnis Service-Geschäft (Teilbewertung 1)**

**Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,68 % errechnet. Den fairen Wert des Service-Geschäfts haben wir mit einem Wert von 59,37 Mio. £ ermittelt.**

## DCF-Modell – Service-Geschäft

### Ergomed - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	10,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	8,0%	ewige EBITA - Marge	6,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	18,0%
Working Capital zu Umsatz	17,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. GDP									
Umsatz (US)	48,75	55,44	60,98	67,08	73,79	81,17	89,29	98,22	
<i>US Veränderung</i>	24,3%	13,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,48	1,68	1,68	1,85	2,04	2,25	2,48	2,74	
EBITDA	2,44	3,79	4,88	5,37	5,90	6,49	7,14	7,86	
EBITDA-Marge	5,0%	6,8%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
EBITA	1,57	2,79	3,89	4,28	4,82	5,41	6,06	6,78	
EBITA-Marge	3,2%	5,0%	6,4%	6,4%	6,5%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,32	-0,50	-0,70	-0,77	-0,87	-0,97	-1,09	-1,22	18,0%
EBI (NOPLAT)	1,25	2,28	3,19	3,51	3,95	4,44	4,97	5,56	
Kapitalrendite	3,2%	6,2%	8,6%	7,5%	8,3%	9,1%	10,0%	10,9%	10,7%
Working Capital (WC)	3,65	4,09	10,37	11,40	12,54	13,80	15,18	16,70	
<i>WC zu Umsatz</i>	7,5%	7,4%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	3,17	-0,44	-6,28	-1,04	-1,14	-1,25	-1,38	-1,52	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	32,93	32,98	36,27	36,19	36,10	36,02	35,94	35,86	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,87	-1,00	-0,99	-1,09	-1,09	-1,08	-1,08	-1,08	
<i>AFA zu OAV</i>	2,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,95	-1,05	-4,29	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	36,57	37,07	46,64	47,59	48,65	49,82	51,12	52,56	
EBITDA	2,44	3,79	4,88	5,37	5,90	6,49	7,14	7,86	
Steuern auf EBITA	-0,32	-0,50	-0,70	-0,77	-0,87	-0,97	-1,09	-1,22	
Investitionen gesamt	2,22	-1,49	-10,56	-2,04	-2,14	-2,25	-2,38	-2,52	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,95	-1,05	-4,29	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
<i>Investitionen in WC</i>	3,17	-0,44	-6,28	-1,04	-1,14	-1,25	-1,38	-1,52	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,34	1,79	-6,39	2,56	2,90	3,27	3,67	4,12	52,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	32,18	33,82
Barwert expliziter FCFs	6,21	5,08
Barwert des Continuing Value	25,96	28,74
Nettoschulden (Net debt)	-24,04	-25,55
Wert des Eigenkapitals	56,21	59,37
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	56,21	59,37

#### Kapitalkostenermittlung:

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

## BEWERTUNG DES PRODUKTPORTFOLIOS (TEILBEWERTUNG 2)

Das Produktgeschäft wird in den kommenden Jahren voraussichtlich noch keine Umsatzbeiträge beisteuern, da die sich in der Entwicklung befindlichen Wirkstoffe noch keine Marktreife erlangt haben und auch überwiegend erst in einigen Jahren Marktreife erlangen werden. Jedoch ist auch nicht auszuschließen, dass Ergomed für die Entwicklung der Wirkstoffe der Haemostatix, die zu 100% zu Ergomed gehört, Entwicklungspartnerschaften eingeht. Dies würde bedeuten, dass eine teilweise Auslizenzierung (etwa Rechte für den Vertrieb in bestimmten Regionen) an dritte Partner erfolgt. Je nach Erfolg und Phase der klinischen Studien könnten dadurch signifikante Erträge generiert werden, noch bevor das Medikament die Marktreife erlangt hat.

Ähnliches gilt für die Medikamente im Co-Entwicklungs-Portfolio. Hier könnten ebenfalls weitere Partnerschaften lanciert werden, so dass Ergomed im Rahmen der individuellen Vereinbarungen entsprechende Zahlungen erhalten könnte.

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

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.

### Entwicklungsphase je Produkt

Produkt	Partner	Nächster Meilenstein	Präklinisch	Phase I	Phase II	Phase III
<b>Co-Entwicklung</b>						
Sepranolon	Asarina AB	TBC	Prämenstrueller Dysphorie			
Multikine	CEL-SCI	2018	Kopf-Hals-Tumore			
Lorediplon	Ferrer	1. HJ 2017	Schlaflosigkeit			
Sevuparin	Modus Therapeutics	1. HJ 2018	Sichelzellenkrankheit			
Multikine	Cel-Sci	TBC	Peri-anale Warzen			
<b>Eigenentwicklung</b>						
PeproStat	-	1. HJ 2018	Blutungsstillung			
ReadyFlow	-	2018	Blutungsstillung			

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 wurde hierbei mit der Phase IIb begonnen 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 Auslizenzierung an einen weiteren Entwicklungspartner erfolgt, mit einem entsprechenden Ertragspotenzial.

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

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

Quelle: Aeterna Zentaris, CELI-SCI, Stifel, Oriol, Ergomed, Haemostatix  
\*Wechselkurs USD/GBP zum 26.05.17: 0,7803

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

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

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

Wir haben die sich ergebenden Resultate mit drei verschiedenen Faktoren diskontiert (10 %, 15 %, 20 %), um daraus einen Mittelwert zu bilden. Der daraus resultierende Wert des Ertragspotenzials aus dem Produktportfolio beträgt 60,61 Mio. £.

Unternehmen	Produkt	Phase	10%	15%	20%
Asarina AB	Sepranolon	Phase II	2,63	2,14	1,76
CEL-SCI	Multikine	Phase III	12,79	10,89	9,35
Ferrer	Lorediplon	Phase II	4,59	3,91	3,36
Modus Therapeutics	Sevuparin	Phase II	1,93	1,50	1,18
CEL-SCI	Multikine	Phase I	0,76	0,59	0,47
Haemostatix	PrepoStat	Phase II	39,52	33,67	28,89
Haemostatix	Readyflow	Phase I	9,15	7,13	5,62
Summe			71,36	59,85	50,62
Gewichtung			33 %	33 %	33 %

**Wert des Entwicklungsportfolios  
(Teilbewertung 2)**

**60,61**

## Bewertungsergebnis Produktportfolio (Teilbewertung 2)

Den fairen Wert des **Produktportfolios** haben wir mit einem Wert von 60,61 Mio. £ ermittelt.

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

Aus den Teilbewertungen 1 und 2 ergibt sich eine Gesamtbewertung von 119,98 Mio. £. Auf Basis einer verwässerten Anzahl an Aktien in Höhe von 40,60 Mio. Stück ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 2,96 £. Umgerechnet in Euro ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 3,39 €.

Wert des Service-Geschäfts (DCF-Modell) – Teilbewertung 1	59,37 Mio. £
Wert des Produktgeschäfts (Diskontierte Erwartungswerte) – Teilbewertung 2	60,61 Mio. £
<b>Gesamtbewertung (Teilwert 1 + Teilwert 2)</b>	<b>119,98 Mio. £</b>
Verwässerte Anzahl an Aktien	40,599 Mio. Stück
Fairer Wert je Aktie in £	2,96 £
<b>Fairer Wert je Aktie in € (Wechselkurs zum 26.05.2017 GBP/EUR: 1,1462)</b>	<b>3,39 €</b>

## 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, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), 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:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst**

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<sup>®</sup>**  
**- 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)