

Datum 18.06.2018

**Empfehlung:**

**Kaufen/buy** (alt: Kaufen/buy)

**PT: € 22,00** (alt: € 21,30)

**Medigene AG**

Branche: Biotechnologie

Segment: Prime Standard

ISIN: DE000A1X3W00

Reuters: MDG1

**Kurs (15.06.2018): € 12,60**

Marktkapitalisierung € 309,3

Enterprise Value (EV) € 353,2

Ø-Volumen in T€ (100 Tage) 4510

52W Hoch € 19,42

52W Tief € 8,53

**Finanzkalender**

II.Q/18 - Report 07.08.2018

III.Q/18 - Report 13.11.2018

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz 80,7%

QVT Financial LP 4,4%

Aviva 4,8%

Tongyang Networks 6,7%

**Kursentwicklung**



**Thomas J. Schießle**

[ts@equits.de](mailto:ts@equits.de)

+49 (0)69 95 45 43 60

**Daniel Großjohann**

[dg@equits.de](mailto:dg@equits.de)

+49 (0)69 95 41 16 08



EQUITS GmbH  
Am Schieferstein 3  
D-60435 Frankfurt

**Medigene AG**

**MDG1011-klinische Studie gestartet - Partnerschaft mit bluebird bio Inc. erweitert - „more to come“**

Das Feld der Krebs-Immuntherapie bleibt auch nach dem Kauf von Kite durch GILEAD sehr dynamisch. Mehrere TCRs und CAR-Ts sind bei einer Reihe von Biotech- und Pharmaunternehmen in der Entwicklung und lassen aufschlussreichen Newsflow erwarten. Das gilt auch für das Führungsprojekt bei Medigene (**MDG1011**).

Liegen erste klinische (Sicherheits-) Daten für **MDG1011** vor, wird die TCR-Technologie und mit ihr **die Unternehmensbewertung überprüft werden. Unterdessen** steigen die Übernahmepreise für **reife Pipelines**. Celgene kaufte im Januar für stolze US-\$ 9,9 Mrd. JUNO Therapeutics; was wohl zum guten Teil dem Führungsprogramm JCAR017 (FDA-Zulassung gegen Leukämie frühestens Ende 2018 möglich) geschuldet sein dürfte.

Die im Mai um zwei auf sechs **TCR-Projekte** ausgeweitete Entwicklungspartnerschaft mit **bluebird bio Inc.** („Bio-US-\$“ 1,5 Mrd.) bewerten wir mit über **€ 20,-/Aktie. Sie sind mit dem Führungsprogramm MDG1011** gegenwärtig die (modellhaften) „inhouse“-Hauptwerttreiber. Die so erweiterte Vereinbarung validiert erneut und nachdrücklich die Leistungsfähigkeit und Qualität der TCR-Plattformtechnologie.

Die EQUITS-Schätzungen bleiben im Wesentlichen unverändert. **Der Zielkurs steigt trotz 10%igem Anstieg der Aktienanzahl auf € 22,-. Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung.**

- ✓ Mit erweiterten Ressourcen wird u.E. das **Projektportfolio zügig entwickelt**. Die hauseigene TCR-Technologie-Plattform besteht aus zahlreichen innovativen Screening- und Bewertungstools, um spezifische, nicht modifizierte TCRs für ausgewählte Zielantigene innerhalb eines äußerst konkurrenzfähigen Zeitrahmens zu identifizieren und zu charakterisieren.
- ✓ Der Fahrplan für das TCR-Führungsprojekt **MDG1011** scheint unverändert valide. Der Start der Phase I/II Studien ist erfolgt, die Patientenrekrutierung hat begonnen.
- ✓ Erste Auswertungen könnten zum Jahresende 2018 vorliegen.
- ✓ **Das Q1/18 verlief plankonform mit einem Cashflow von € -3,19 Mio.**
- ✓ **Guidance 2018.** Plan-Umsatz € 7,5-9,5 Mio. F&E-Aufwand ca. € 22-24 Mio.; Barmittelverbrauch von € 16-19 Mio. (Details am 07.08.18) Nach der 10 %igen Privatplatzierung und der Upfront-Zahlung von BLEU dürften u.E. die **liquiden Mittel aktuell auf über € 75 Mio. gestiegen** sein.

**Ausblick:** Die liquiden Mittel reichen u.E. über das Jahr 2020 hinaus. Für 2018 erwarten wir verstärkte Entwicklungsanstrengungen. Erste klinische Hinweise zur Sicherheit von **MDG1011 werden richtungsweisend sein.**

**Kennzahlenübersicht - Medigene AG**

	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS	EV/Umsatz	KGV
2016	9,7	-12,4	-13,2	-0,48	28,5	-25,8
2017	11,4	-12,1	-13,4	-0,61	32,1	-25,0
2018e	8,5	-20,1	-21,0	-0,87	41,4	-14,5
2019e	11,9	-16,0	-17,0	-0,66	32,1	-19,1
2020e	15,5	-12,1	-13,0	-0,52	41,4	-14,5

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUITS (Prognose, Kennzahlen)

## 2018 startet dynamisch + erfolgreich – „more to come“

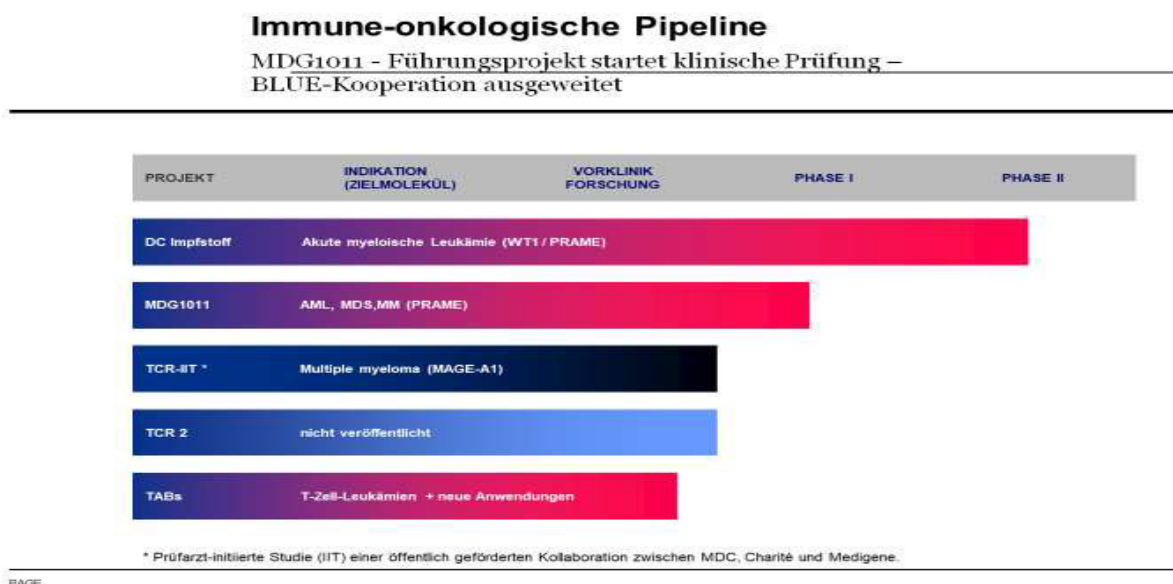
Im Q1/18 stand der Beginn der klinischen Prüfung des Führungsprojektes, der eigenentwickelten Krebs-Immuntherapie MDG1011 im Zentrum des Interesses.

Im März 2018 begann man – und damit **erstmalig in Deutschland mit einem T-Zell-Immuntherapeutikum** - mit der Patientenrekrutierung für die Phase I/II-Studie mit dem Krebs-Immuntherapeutikum MDG1011. Nach umfangreichen präklinischen Prüfungen hatte man sich für die erste klinische Studie mit rezeptor-modifizierten T-Zellen (TCRs) für das gut charakterisierte **Zielantigen PRAME** entschieden. Die erhoffte starke Wirksamkeit gegen Tumore und sein günstiges Sicherheitsprofil macht das PRAME Antigen (bevorzugt exprimiertes Antigen in **Melanomen**, englisch: **P**referentially **E**xpressed **A**ntigen in **M**elanoma) zu einem attraktiven Ziel für eine adoptive T-Zelltherapie, wie die mit MDG1011.

Durch das spezielle Studiendesign des klinischen Prüfprogramms sollen **parallel verschiedene Indikationen untersucht werden**. So soll es schneller zu Entscheidungen über zukünftige klinischen Entwicklungsmöglichkeiten kommen. Medigene plant, die **ersten Studienkohorten** der Phase I im Lauf des Jahres 2018 durchzuführen. Der **Rekrutierungsprozess** dafür hat seit dem **Q2/2018** begonnen.

Sind die Grundvoraussetzungen sowie weitere Einschlusskriterien erfüllt, können die Patienten in die Studie aufgenommen werden. Als erster Schritt erfolgt dann eine Apherese, die Isolierung der patienteneigenen T-Zellen. Diese werden mit Medigenes spezifischem PRAME-TCR ausgestattet und anschließend vermehrt und eingefroren. Nach umfassenden Qualitätsprüfungen des Zelltherapieprodukts und dessen Freigabe erhält der Patient eine vorbereitende kurze Chemotherapie und daran anschließend die **einmalige Infusion von MDG1011**. Medigene rechnet in diesem frühen Stadium der klinischen Entwicklung mit etwa sechs Wochen Produktionszeit vom Zeitpunkt der Apherese bis zur Fertigstellung des Zellprodukts. Es ist davon auszugehen, dass **Medigene melden wird**, wenn der **erste Patient MDG1011** verabreicht bekommen hat.

Grafik 1 – aktuelle Pipeline von Medigene AG



In der **Phase I steht die Sicherheit und Verträglichkeit** der Behandlung mit MDG1011 im Fokus, deswegen werden auch aufgrund behördlicher Auflagen zur Gewährleistung der Sicherheit die Patienten sequenziell, also **nacheinander, in die Studie eingeschlossen**. Der Phase I-Teil der Studie sieht 3-4 Kohorten (je nach Ergebnissen) mit steigenden Dosierungen des Zellprodukts vor. Jede Kohorte besteht aus jeweils einem Patienten in jeder der drei Blutkrebsindikationen AML (akute myeloische Leukämie), MDS (myelodysplastisches Syndrom) und MM (multiples Myelom). Ein **unabhängiges Data Safety Monitoring Board (DSMB) entscheidet nach jeder Kohorte**, ob die Dosierung angehoben und die nächste Kohorte behandelt werden darf.

Wenn überzeugende Anzeichen einer signifikanten Wirksamkeit im weiter fortgeschrittenen Studienverlauf beobachtet werden, könnten u.E. Daten aus der Phase II-Komponente der Studie Teil eines **beschleunigten Zulassungsantrags** sein. In zwei der Kernindikationen, nämlich **AML und MM**, sind allerdings die Zulassungshürden u. E. recht hoch. Da sich das Umfeld schnell verändert, ist die Geschwindigkeit der Entwicklung der Schlüssel zum Erfolg.

Das und die fortschreitenden Projektentwicklungen mit dem zunehmenden klinischen Fokus des Unternehmens führte zu einer adäquaten Kompetenzausweitung im Vorstand. Dr. Kai Pinkernell – federführender klinischer Entwicklungsleiter bei Medigene – wurde zum Vorstand für klinische Entwicklung und Produktentwicklung berufen.

## **Überzeichnete PIPE-Finanzierung erzielt € 32 Mio. – Cash Reach >> Jahr 2020e**

Um das laufende klinische Programm mit T-Zellrezeptor-modifizierten T-Zellen (TCR-T) auszuweiten und die Pipeline von potentiellen TCR-T-Kandidaten für eine künftige klinische Entwicklung weiter voranzubringen, wurde im Mai - wie im Jahr zuvor - eine Barkapitalerhöhung in Höhe von knapp 10% des Aktienkapitals durchgeführt. Die signifikant überzeichnete Privatplatzierung erzielte einen Bruttoemissionserlös in Höhe von € 32,3 Mio. Die 2,230 Mio. neuen Aktien erhöhen die Aktienanzahl auf 24,545 Mio. MDG1-Aktien und wurden bei institutionellen Investoren (**viele aus den USA, aber auch aus Asien**) zu einem Preis von € 14,50/Aktie platziert. Damit erhöht sich nach **unseren Schätzungen der Mittelbestand** auf gegenwärtig **über € 75 Mio.**

Wir gehen davon aus, dass die **Entwicklungsaktivitäten spürbar intensiviert werden** - das Personal wurde und wird kontinuierlich aufgestockt.

Die hauseigene TCR-Technologie stellt eine sehr **ergiebige Quelle von TCRs** für adoptive T-Zell-Therapien dar. Das gilt auch und erst recht im Vergleich zur CAR-T-Technologie. Medigenes Technologien können auch zahlreiche T-Zellklone und daraus identifizierbare **TCRs gegen verschiedenste Neoantigene** liefern. Diese proprietäre Technologie ermöglicht die Isolierung natürlich vorkommender TCRs mit einer automatisierten Hochdurchsatzplattform.

Die Vormaterialien stammen jeweils aus einem gesunden Blutspender, d.h. es ist kein patientenspezifisches Material zur Suche nach geeigneten TCRs nötig. Diese entdeckten TCRs sollen in T-Zellen von Patienten übertragen werden, um anschließend als adoptive T-Zelltherapie Tumorzellen zu bekämpfen, welche die ausgewählten Tumorzielmoleküle exprimieren. Es ist u.a. diese **Skalierungsfähigkeit, die das TCR-Entwicklungs-Portfolio so attraktiv macht**. Dazu gehört auch Medigenes proprietäres ex vivo-Verfahren zur Erzeugung von allo-restringierten T-Zellen, für das kürzlich Patentschutz erlangt werden konnte. Zentraler Vorteil der Methode ist,

dass es die Isolierung von T-Zellen, die die hochaffine T-Zell-Rezeptoren (TCRs) tragen, ohne weitere Affinitätsreifung, ermöglicht.

Mehrere TCRs und CAR-Ts sind beim **Mitwettbewerb** in der Entwicklung; unter anderem von Cellectis (UCART123), Juno (JTCR016), Celyad (CYAD-01) und Bellicum (BPX-501 & BPX-701). Im weiteren Verlauf von 2018 und 2019 werden über diese frühen klinischen Testreihen Daten veröffentlicht werden, die sicherlich mit Spannung - und nicht nur in Martinsried - erwartet werden.

Wir gehen künftig von einer **höheren Schlagzahl bei der Identifizierung von TCR-Produktkandidaten** aus, die - nach Auswertung der Erfahrungen mit dem Führungsprogramm MDG1011 - in ein **breiteres klinisches Entwicklungsprogramm** münden sollten.

### **Kollaborationsvereinbarung mit BLUE erweitert – Wert steigt auf Bio-US-\$ 1,5 Mrd.**

Die im September 2016 zwischen bluebird bio Inc. (BLUE) und Medigene unterzeichneten Partnerschaftsabkommen zur Entwicklung von vier TCR-Produktkandidaten (inkl. exklusiver Verwertungslizenz der ausgewählten TCR's) war offensichtlich so vielversprechend, dass diese Vereinbarung im **Mai 2018 um zwei weitere TCRs erweitert wurde**; was eine einmalige Vertragsabschluss-Zahlung von US-\$ 8 Mio. (+ US-\$ 1 Mio. aus dem ersten Kollaborationsvertrag) verbunden mit der proportional zum erweiterten Umfang erhöhten F&E-Kostenerstattung, auslöste.

Mögliche, präklinische, klinische, regulatorische und kommerzielle Meilensteinzahlungen pro TCR-Produktkandidaten in Höhe von bis zu US-\$ 250 Mio. werden in Aussicht gestellt; womit der sogenannte Bio-\$-Wert (maximale Wert) **der erweiterten Zusammenarbeit auf Bio-US-\$ 1,5 Mrd. steigt**.

Die so erweiterte Vereinbarung validiert ein ums andere Mal nicht nur die Leistungsfähigkeit und Qualität der TCR-Plattformtechnologie. Gestaffelte, auf Netto-Umsätzen basierenden Lizenzgebühren, die einen „zweistelligen Prozentbereich“ erreichen können, ergänzen im Erfolgsfalle den erweiterten Business case.

### **Q1/18 plankonform - F&E-Aufwand wird im Laufe des Jahres steigen**

In Folge des Mittelzuflusses aus der Vertragserweiterung vom Mai 2018 mit BLUE verbessert sich der planerische **Barmittelverbrauch** laut Management für **das laufende Geschäftsjahr auf € 16-19 Mio.** (zuvor € 21-25 Mio.). Während die für 2018 prognostizierten Umsätze (€ 7,5 - 9,5 Mio.), F&E-Aufwendungen (€ 22-24 Mio.) sowie das EBITDA-Ergebnis (€ 21 - 23 Mio.) sich durch die neue Vereinbarung nicht substantiell verändern werden (Details im 6-Monatsberichts am 07.08.18). Die **EQUITS-Schätzreihe** orientiert sich an der **Guidance** und wird durch die vorgelegten Geschäftszahlen des Startquartals aus unserer Sicht gestützt. Was sich heute bereits sagen lässt: In den **kommenden Quartalen** dürften die Entwicklungsaufwendungen planmäßig und spürbar steigen und so die Fehlbeträge ausweiten.

Die **Finanzkennzahlen des Q1/18 waren planungskonform** und waren geprägt von einer nachhaltigen Ausweitung der Entwicklungsaktivitäten. was zu einer kräftigen (+19%)

Ausweitung aller F&E-Kosten auf € 4,3 Mio. führte. Die übrigen Kostenblöcke blieben auf operativer Ebene zum Vergleichsjahre annähernd unverändert. Dass die Vertriebskosten auf € 1,7 Mio. sanken, lag an den fallenden Vertriebskosten für Veregen®, deren abgerechneten Verkaufserlöse blieben mit € 0,8 Mio. fast auf Vorjahresniveau.

Die Gesamterlöse wuchsen unterdessen um 6 % auf € 2,77 Mio. (2015: € 2,61 Mio.); denn die Erlöse im **I/O-Kernarbeitsfeld**, die F&E-Kostenerstattungen vom US-Partnerunternehmen BLUE, stiegen von € 1,1 Mio. im Q1/17 auf nun € 1,4 Mio.

Der EBITDA-Verlust erhöht sich planmäßig um 6,6 % auf € -3,2 Mio. Das **Personal** wurde per Quartalsende um 10 % auf 101 MitarbeiterInnen **aufgestockt**, zeitgleich stiegen die Personalkosten um 1 % auf € 2,44 Mio. Der Nettoverlust schließlich verringert sich – durch ein verbessertes neutrales Ergebnis - um 3 % auf € -3,55 Mio. (Q1/17: € -3,68).

Das **EPS verbesserte sich um 11 % auf € -0,16**, denn es waren mit 22,31 Mio. Aktien 11 % mehr Anteilsscheine zu berücksichtigen. Der operative Cashflow verbesserte sich auf € -3,19 Mio. (Q1/17: € -4,87). Zum Stichtag 31.03.18 wurden **Finanzmittel in Höhe von € 49,1 Mio.** ausgewiesen.

## MDG1 Pipelinewert (MDG1011 + BLUE-Kollaboration) von € 20,-/Aktie

Unsere Unternehmenswertermittlung fußt auf der NPV-Methode. Der MDG1-spezifische Basis-WACC wird mit aktuell 14,5 % weiterhin relativ hoch gewählt, denn die TCR-Technologie von Medigene steht noch vor ihrer Validierung in den nun begonnenen ersten klinischen Tests mit **MDG1011**. Das ist u.E. auch der wesentliche Grund, weshalb die aktuelle Pipelinebewertung über der Börsenbewertung liegt. Mit dem erweiterten Portfolio von **BLUE-Projekten und den jüngst begonnenen Sicherheitsstudien mit MDG1011** stehen sieben Projekte – in unterschiedlicher Intensität – im Fokus des Investoreninteresses, sind diese doch u.E. die **aktuellen Hauptwerttreiber**. Die IIT-Programme und das noch recht junge TAB-Projekt beziehen wir weiterhin grundsätzlich nicht in die Pipelinebewertung ein.

Bereits heute berücksichtigen wir die mit **BLUE vereinbarten TCR-Entwicklungsprojekte (max. sechs Programme) mit € 499 Mio. (€ 20,30,-/Aktie)** und unterstellen dabei eine zeitlich gestaffelte Entwicklung, was zu einer unterschiedlichen Höhe der Abzinsungsfaktoren führt.

Grafik 2 – Peer-Bewertung (Basis: EQUI.TS- und Konsensus-Schätzungen)

Unternehmen	Mkap in € Mio. (akt.)	KGV (2018e)	EV/Umsatz (2018e)	EV/EBITDA (2018e)	EV/EBIT (2018e)	KGV (2019e)	EV/Umsatz (2019e)	EV/EBITDA (2019e)	EV/EBIT (2019e)	KGV (Y=3)-2020	EV/Umsatz (Y=3)-2019	EV/EBITDA (Y=3)	EV/EBIT (Y=3)
Collectis SA	953,5	-10,2	114,59	-8,9	-8,7	-884,0	9,46	-64,5	-54,3	-	-	-	-
Bellicum Pharmaceuticals Inc	363,2	-4,0	289,17	-	-4,1	-3,9	137,16	-	-4,5	-5,0	6,38	-	-3,8
Adaptimmune Therapeutics PLC	997,0	-14,6	20,05	-10,1	-9,8	-10,1	38,88	-9,6	-7,0	-8,7	55,08	-	-7,2
bluebird bio Inc	8.535,9	-21,1	246,65	-19,2	-18,3	-21,2	101,22	-19,1	-17,9	-30,0	25,49	-38,0	-26,1
ZIOPHARM Oncology Inc	525,7	-8,2	174,75	-11,4	-11,8	-10,5	90,33	-10,9	-10,9	-9,6	111,60	-11,0	-10,7
<b>Median</b>	<b>953,5</b>	<b>-10,2</b>	<b>174,8</b>	<b>-11,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>-10,5</b>	<b>90,3</b>	<b>-10,9</b>	<b>-10,9</b>	<b>-9,1</b>	<b>40,3</b>	<b>-24,5</b>	<b>-8,9</b>
<b>Medigene AG</b>	<b>281,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>28,34</b>	<b>-16,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-15,8</b>	<b>22,06</b>	<b>-18,6</b>	<b>-17,2</b>	<b>-81,7</b>	<b>15,13</b>	<b>-301,1</b>	<b>-100,4</b>
Abschlag/Aufschlag		39,8%	-83,8%	40,3%	52,2%	50,6%	-75,6%	71,4%	58,0%	796,3%	-62,4%	1129,3%	1026,7%
Impliziter fairer Wert		9,35	84,08	10,49	9,74	8,68	56,13	8,74	9,42	1,46	36,80	1,97	2,07
<b>12,60 € aktueller Kurs</b>					<b>34,64</b>				<b>24,52</b>				<b>13,41</b>

15.06.2018

Zielkurs

**24,19 €**

## **EQUI.TS sieht MDG1 Zielkurs bei € 22,00/Aktie (alt: € 21,30/Aktie)**

Wenn wir die Peer-Gruppenbewertung (€ 24,19/Aktie) und die Pipeline-Bewertung (€ 23,24) mitteln, ergibt sich als Basis für den EQUI.TS-Zielkurs ein EV für MDG von € 23,71/MDG1-Aktie. Nach Abzug des noch unverändert hohen, 20%igen Sicherheitsabschlags ergibt sich ein **Ziel-Bewertung von € 18,97 (alt: € 15,69/Aktie)**.

Addiert man den Cash-Bestand von aktuell geschätzten rund **€ 75 Mio.** wieder dazu, um zur Marktkapitalisierung zu gelangen, wären noch reichlich € 3,-/Aktie hinzuzurechnen um zum EQUI.TS-Zielkurs von über **€ 22,00/24,545 Mio. MDG1-Aktien** zu gelangen.

Wir **bekräftigen die Kaufempfehlung** für die Medigene Aktie. Zumal das Interesse an der Aktie insbesondere in den USA, dem Stammland der Biotech-Investoren, spürbar zunimmt. Das wachsende Interesse will man in Martinsried verstärkt und proaktiv nutzen, um den Anteil der Aktien, der in den Händen von **institutionellen Investoren** liegt (zu Jahresbeginn 2018: ca. 45 %) **spürbar auszubauen**; was in der jüngsten Kapitalerhöhung Mitte Mai 2018 erfolgreich umgesetzt werden konnte.

Perspektivisch gesehen, wäre bei erfolgreicher Unternehmensentwicklung der **Sprung über den Atlantik** an die Nasdaq, z.B. mittels Emission von „ADS-Aktien“, ein konsequenter Schritt, den bekanntermaßen – als prominentes Beispiel aus der Pharma- und Biotech-Industrie - die MorphoSys AG bereits gegangen ist.

# DISCLAIMER

## A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: EQUI.TS GmbH - 60435 Frankfurt/M.

**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Thomas Schießle, Analyst und Daniel Großjohann, Analyst,**

Die EQUI.TS GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

## Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
Medigene AG	T. Schiessle /D. Großjohann	12.07.2017	Kaufen	€ 18,50
Medigene AG	T. Schiessle /D. Großjohann	30.08.2017	Kaufen	€ 18,50
Medigene AG	T. Schiessle /D. Großjohann	20.11.2017	Kaufen	€ 18,30
Medigene AG	T. Schiessle /D. Großjohann	23.01.2018	Kaufen	€ 21,30
Medigene AG	T. Schiessle /D. Großjohann	18.06.2018	Kaufen	€ 22,00

II. Zusätzliche Angaben:

### 1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Thomson/Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, es wurden anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

### 2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die EQUI.TS GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

**NEUTRAL:** Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

**VERKAUFEN:** Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF,

DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz- oder Portfolio-Bewertungsansätze und Peer-Group-Vergleiche.

In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von historischen und auch von Dritten geschätzten Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT; ferner Produkt- und/oder Entwicklungs-Portfolio-gestützte Kennzahlen) bewertet.

Alle hieraus abgeleiteten Bewertungen, Stellungnahmen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit, die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten in die Peer-Group-Analyse ist primär die fundamentalökonomische Vergleichbarkeit, ergänzt um kapitalmarktorientierte Kriterien (z.B. Unternehmensgröße, Marktkapitalisierung etc.). Hierbei liegt es allein im Ermessen der EQUI.TS GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Peer-Group-Liste vorzunehmen. Für die auf der Peer-Group-Liste aufgeführten Emittenten wird, wenn von der EQUI.TS GmbH als sinnvoll betrachtet, ein qualifizierter Kurzkomentar oder eine Studie verfasst.

Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der EQUI.TS GmbH. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Peer-Group-Liste aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuelle Erwartung wider und kann sich in Anhängigkeit von unternehmensindividuellen, volkswirtschaftlichen, gesellschaftlichen oder kapitalmarktbezogenen Änderungen jederzeit ändern.

Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben.

Ferner haben in bestimmten Branchen die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten der Emittenten sehr hohen Stellenwert (z.B. in der Pharma- und Biotech-Branche). Änderungen in diesem Aktivitätsfeld können unangekündigt und mit hoher Sensitivität auf die Unternehmensbewertung auftreten.



Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. **Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:**

**(18.06.2018)**

4. **Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:**

**(Schlusskurse vom 15.06.2018)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EQUI.TS GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

**III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte** durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (vergüteter Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

**Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenskonflikt 6. zu.**

## **B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:**

Dieses Dokument wurde von der EQUI.TS GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Diese Veröffentlichung wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden keine Anwendung. Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Information und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der EQUI.TS GmbH zulässig.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von EQUI.TS GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von EQUI.TS GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann EQUI.TS GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens EQUI.TS GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von EQUI.TS GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von EQUI.TS GmbH berichtigt werden, ohne dass EQUI.TS GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieses Produktes oder deren Befolgung stehen. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch in ihr enthaltene Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung jedweder Art.

Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorstehenden Regelungen für Sie bindend sind.

### **Copyright:**

Das Urheberrecht für alle Beiträge liegt bei der EQUI.TS GmbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.

Stand: Tag der Veröffentlichung des Produktes

EQUITS GmbH  
Am Schieferstein 3  
D-60435 Frankfurt am Main

Zuständige Aufsichtsbehörde:  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, D-53117 Bonn  
und  
Marie-Curie-Straße 24-28, D-60439 Frankfurt/M