

NOXXON Pharma N.V. ^{*5a,6a,11}

Kaufen

Kursziel: 2,40 €

aktueller Kurs: 0,44 €
19.12.19 / Frankfurt / 9:15 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten

WKN: A2ASSB
ISIN: NL0012044762
Börsenkürzel: ON6
Aktienanzahl³: 12,89
Marketcap³: 5,70
EnterpriseValue³: 9,67
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 40,9%

Transparenzlevel:
Freiverkehr
Marktsegment:
Euronext Growth Paris
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Invest Securities

Analysten

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 19.12.19 (14:57 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 20.12.19 (11:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Unternehmensprofil

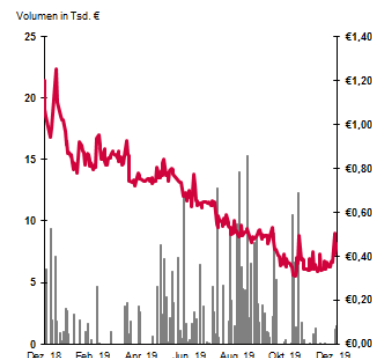
Branche: Biotechnologie
Fokus: Onkologie (Therapien in Kombination mit Immuntherapeutika und Strahlentherapie)

Mitarbeiter: 11 (31.12.2018)

Gründung: 1997

Firmensitz: Berlin

Vorstand: Dr. Aram Mangasarian



Die auf Onkologie fokussierte Pipeline von NOXXON wirkt auf die Tumormikroumgebung (TME) und den Krebs-Immunitätszyklus durch Durchbrechen der Tumor-Schutzbarriere und die Blockierung der Tumorreparatur. Durch die Neutralisierung von Chemokinen in der Tumormikroumgebung wirkt der Ansatz von NOXXON in Kombination mit anderen Behandlungsmethoden schwächend auf Mechanismen, mit denen sich Tumore vor dem Immunsystem schützen und ermöglicht eine größere therapeutische Wirkung. Das Lead-Programm NOX-A12 lieferte im Dezember 2018 erste Daten aus einer Kombinationsstudie mit Keytruda[®] in Patienten mit metastasiertem Darm- oder Bauchspeicheldrüsenkrebs und weitere Studien in diesen Indikationen sind in Planung. Das Unternehmen hat zudem eine weitere Studie begonnen, in der NOX-A12 in Kombination mit Strahlentherapie bei Hirntumoren untersucht wird. In den USA und in der EU wurde der Kombination von NOX-A12 und Strahlentherapie zur Behandlung bestimmter Hirntumore der Orphan-Drug-Status erteilt. Der zweite TME-Produktkandidat des Unternehmens, NOX-E36 zielt auf das angeborene Immunsystem ab. NOXXON plant, NOX-E36 sowohl als Monotherapie als auch in Kombination bei Patienten mit soliden Tumoren zu untersuchen.

GuV in Mio. EUR	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatzerlöse	0,00	3,00	12,00	18,00	24,00	26,87	44,83	125,45
EBIT	-5,40	-6,78	-8,72	1,76	19,66	21,84	38,98	118,64
Jahresüberschuss	-5,50	-6,78	-8,72	1,83	19,78	22,01	39,20	83,24

Kennzahlen

EV/Umsatz	n.def.	3,22	0,81	0,54	0,40	0,36	0,22	0,08
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	5,50	0,49	0,44	0,25	0,08
KGV	neg.	neg.	neg.	3,12	0,29	0,26	0,15	0,07

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
13.05.2019: RS / 3,60 / KAUFEN

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

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Planmäßige Entwicklung im 1.HJ 2019, Leichte Verschiebung bei der Marktzulassung unterstellt, Kursziel: 2,40 €, Rating: KAUFEN

in Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	1.HJ 2019
Umsatzerlöse	0,08	0,00	0,00	0,00
F&E-Aufwand	5,33	2,41	2,21	1,06
Verwaltungsaufwand	3,78	2,58	2,49	1,24
EBIT	-8,60	-4,73	-4,37	-2,03
EAT	-10,75	-5,39	-10,74	-1,95
Eigenkapital	-2,48	-3,92	-2,61	-4,52
davon Bilanzverlust	129,14	134,52	146,78	148,74
liquide Mittel	2,21	0,62	4,29	1,60

Quelle: NOXXON Pharma N.V.; GBC AG

Die NOXXON Pharma N.V. (NOXXON) weist eine für biopharmazeutische Unternehmen, dessen Produkte sich noch in der klinischen Entwicklungs- und Zulassungsphase befinden, typische Umsatz- und Ergebnisentwicklung auf. Seit Unternehmensgründung wurden dabei noch keine operativen Umsätze erwirtschaftet und dementsprechend weist die Gesellschaft ein negatives Ergebnisniveau mit einem dazugehörigen stetigen Liquiditätsverbrauch auf. Auch in den ersten sechs Monaten 2019 wurde ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -1,95 Mio. € (VJ: -4,05 Mio. €) sowie ein negativer freier Cashflow in Höhe von -2,69 Mio. € (VJ: -1,76 Mio. €) ausgewiesen. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg ist es aber der Gesellschaft gelungen, deutlich schlankere Kostenstrukturen zu etablieren und damit den Liquiditätsverbrauch je Periode zu senken. Sowohl die Verwaltungskosten als auch die F&E-Aufwendungen lagen dabei im ersten Halbjahr 2019 auf dem bereits erreichten niedrigen Niveau des Geschäftsjahres 2018.

Die Liquiditätsausstattung hat angesichts der aktuellen Unternehmenssituation einen besonderen Stellenwert. Zum 30.06.2019 lagen dabei die liquiden Mittel mit 1,60 Mio. € zwar auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Allerdings wurde nach dem Bilanzstichtag Eigenkapital in Höhe von insgesamt 1,50 Mio. € (0,5 Mio. € Bezugsrechtskapitalerhöhung; 1,0 Mio. € Privatplatzierung) neu eingeworben, womit eine Verbesserung der Liquiditätsreichweite umgesetzt wurde. Zur Deckung des Liquiditätsbedarfs bis Oktober 2020 benötigt die Gesellschaft nach eigenen Angaben aber noch weitere Mittel in Höhe von rund 2,5 Mio. €. Gemäß Aussage des Managements werden derzeit verschiedene Optionen evaluiert bzw. es werden bereits konkrete Gespräche geführt. Dazu ist es notwendig, dass die Gruppe zusätzliche Mittel einwirbt, alternative Finanzierungsmöglichkeiten erschließt oder eine Kooperationsvereinbarung abschließt.

Die operativen Highlights des ersten Halbjahres 2019 umfassen in erster Linie die planmäßige Entwicklung des Hauptproduktes NOX-A12. In Februar 2019 wurde dabei der Antrag zur Studienzulassung des Produktes zur Glioblastom-Behandlung in Kombination mit einer Strahlenbehandlung eingereicht. Nach dem Bilanzstichtag erfolgte der Beginn der klinischen Zulassungsstudie mit dem Behandlungsbeginn des ersten Glioblastom-Patienten.

Im zweiten Entwicklungsarm von NOX-A12, der Behandlung von Bauchspeicheldrüsenkrebs und Darmkrebs in Kombination mit dem Immuntherapeutikum Keytruda[®], wurde im ersten Halbjahr 2019 ein Update zum bisherigen Verlauf der bereits abgeschlossenen Phase 1/2-Studie gegeben. Demnach wurde einerseits das Sicherheitsprofil von NOX-A12 bestätigt sowie vielversprechende Daten zur Wirksamkeit gesammelt. In der untersuchten Kombination wurde bei 25 % der 20 einbezogenen Patienten ein stabiler Krankheitsverlauf ermittelt sowie bei 35 % der Patienten eine Verlängerung der Behandlungszeit erreicht.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

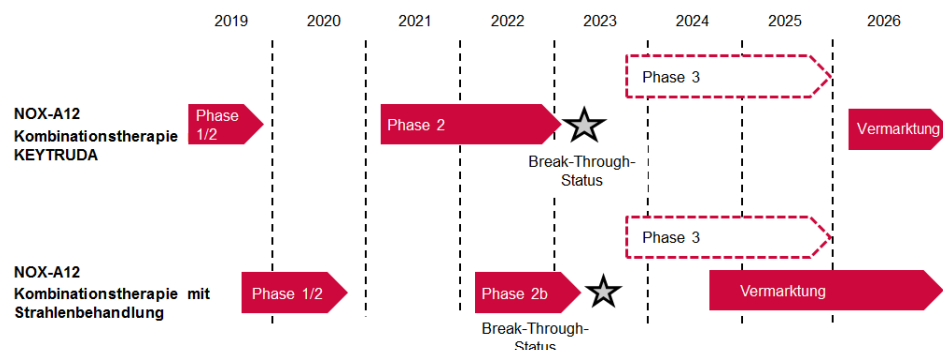
in Mio. €	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	0,00	3,00	12,00	18,00	24,00	26,87	44,83	125,45
EBIT	-5,40	-6,78	-8,72	1,76	19,66	21,84	38,98	118,64
Jahresüberschuss	-5,50	-6,78	-8,72	1,83	19,78	22,01	39,20	83,24

Quelle: GBC AG

Entwicklungspipeline als Prognosebasis

Mit Veröffentlichung weiterführender Ergebnisse zur Phase 1/2-Studie zur Behandlung von Bauchspeicheldrüsenkrebs und Darmkrebs im September 2019 wurde der positive Eindruck nochmals bekräftigt. Dabei wurde bei drei Patienten (darunter zwei mit Bauchspeicheldrüsenkrebs, wo eine besonders negative Prognose vorliegt) eine Gesamtüberlebensrate von über einem Jahr ermittelt, obwohl bei diesen Patienten zuvor ein starkes Tumorwachstum vorlag. Auf dieser Basis ist mit der Initiierung in die nächsten Studienphasen zu rechnen. Die Potenziale von NOX-A12 haben wir auf Basis eines von uns prognostizierten Entwicklungszeitplans ermittelt. Wichtig ist hierbei die von uns erwartete Erlangung des Break-Through-Status (FDA) bzw. der Aufnahme in das PRIME-Programm (EMA), was die Zulassung deutlich beschleunigen würde. Nach eigenen Recherchen kann bereits während der laufenden letzten klinischen Studienphase 3 eine teilweise Zulassung erfolgen, die nach Abschluss dieser Studienphase dann vollständig erfolgen soll.

Zulassungszeitplan für NOX-A12



Quelle: GBC AG

Die klinische Entwicklung von NOX-A12 in Kombination mit Keytruda sollte mit Beginn der Phase 2 ab dem zweiten Quartal 2021 fortgesetzt werden. Bislang hatten wir hier den Beginn der Phase 2 für das erste Halbjahr 2020 erwartet und insofern rechnen wir hier mit einer Verschiebung. Nach wie vor unterstellen wir, dass die Fortführung der klinischen Zulassung in diesem Indikationsbereich erst im Rahmen einer Partnerschaft erfolgen wird. In unserem Modell unterstellen wir dabei die Auslizenzierung, was mit entsprechenden Upfront und Milestone-Zahlungen einhergeht. Die Kosten für die Studienphase 2b würden unseren Erwartungen gemäß bei der Auslizenzierung des Produktes noch von NOXXON getragen werden.

Mit dem Beginn der Studienphase 1/2 beim Indikationsbereich Glioblastom in Kombination mit Strahlenbehandlung weist die NOXXON hier eine planmäßige Entwicklung auf. Nachdem das gute Sicherheitsprofil beim derzeit ersten in der Studie einbezogenen Patienten bestätigt werden soll, werden zu Beginn des kommenden Geschäftsjahres 2020 weitere Glioblastom-Patienten einbezogen. Bei einer erwarteten Behandlungsdauer von ca. 6 Monaten könnten bereits in der zweiten Jahreshälfte 2020 die ersten Ergeb-

nisse vorliegen. Da es sich beim Glioblastom um eine vergleichsweise seltene Erkrankung handelt (Orphan Status ist bereits erlangt) ist mit einer kleineren Studienpopulation zu rechnen, was sich entlastend auf die Kosten auswirken sollte. Gegebenenfalls müsste die NOXXON die Finanzierung dieser Studie (ca. 4 Mio. €) im Rahmen einer Kapitalmaßnahme oder sonstigen Finanzierungsmaßnahme sicherstellen.

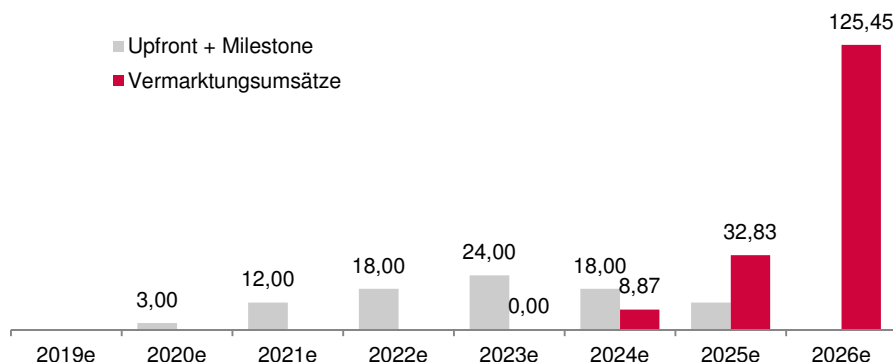
Zusätzlich dazu verfügt die NOXXON mit NOX-E36 über einen zweiten Produktkandidaten, für den in einem mittlerweile aufgegebenen Indikationsbereich erste Wirksamkeitsnachweise erbracht wurden. Nach der Repositionierung von NOX-E36 auf den Onkologiebereich wurde mit der klinischen Entwicklung bzw. Zulassung noch nicht konkret begonnen. Daher beziehen wir die Potenziale von NOX-E36 nicht in unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen ein sondern stufen dieses als mögliches Upside ein.

Zusätzliche Upside-Potenziale könnten sich für NOXXON aus der Ausweitung von NOX-A12 auf andere Indikationsbereiche ergeben. Diesbezüglich hat die Gesellschaft mit einem Top-10-Pharmaunternehmen eine Absichtserklärung unterzeichnet, wonach präklinische Studien am Tiermodell in einem konkreten, jedoch nicht näher genannten, Indikationsbereich geführt werden sollen. Ein positiver Studienverlauf vorausgesetzt, könnte hier eine frühzeitige Auslizenzierung mit entsprechend positiven Liquiditätseffekten erfolgen.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Wir haben die im Rahmen der Researchstudie (Initial Coverage) vom 13.05.2019 unterstellten Marktpotenziale der von NOX-A12 adressierten Indikationsbereiche mit dem aktualisierten Zulassungszeitplan kombiniert. Analog zum dargestellten Entwicklungszeitplan rechnen wir insgesamt mit den ersten Vermarktungsumsätzen erst ab dem Geschäftsjahr 2024. Da wir aus Vereinfachungsgründen eine Auslizenzierung der Projektpipeline noch vor Eintritt in die Vermarktungsphase unterstellen, handelt es sich hierbei ausschließlich um Lizenzerlöse. Die Auslizenzierung der Produktpipeline geht üblicherweise mit der Vereinnahmung von Upfront-Zahlungen zum Zeitpunkt der Auslizenzierung sowie mit Meilensteinzahlungen einher. Hieraus könnte die NOXXON, noch vor Beginn der Vermarktung, nennenswerte Einnahmen erzielen.

Prognose der Gesamtumsätze (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gegenüber unseren bisherigen Prognosen ergeben sich leichte zeitliche Verschiebungen, sowohl bei den erwarteten Lizenz-/Upfront-Zahlungen als auch bei den Lizenzerlösen aus der Vermarktung von NOX-A12, was mit einem entsprechenden niedrigeren Umsatzniveau einhergeht. Als Resultat daraus nehmen wir auch beim operativen Ergebnis leichte Anpassungen vor, gehen aber nach wie davon aus, dass erst im Geschäftsjahr 2022 der Break-Even nachhaltig erreicht werden dürfte.

Bewertung

Modellannahmen

Die NOXXON Pharma N.V. wurde von uns mittels eines zweistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 – 2026 in Phase 1, erfolgt in der zweiten und damit finalen Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. In dieser Phase wird nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir beim Umsatz eine Wachstumsrate von 2,0 % und nehmen bei der EBITDA-Marge, aufgrund des im Endwert auslaufenden Patentschutzes deutliche Abschlüsse vor.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 2,14 (bisher: 2,14). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 12,79 % (bisher: 12,79 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 12,79 % (bisher: 12,79 %).

Bewertungsergebnis

Als Bewertungsergebnis haben wir auf Basis Geschäftsjahresende 31.12.2020 einen fairen Marktwert in Höhe von 30,92 Mio. € (bisher: 36,45 Mio. €) ermittelt. Als wichtigen Bewertungsparameter haben wir dabei die Zulassungswahrscheinlichkeit bei onkologischen Entwicklungen in Höhe von 13,1 % berücksichtigt. Der faire Wert je Aktie liegt bei 2,40 € (bisher: 3,60 €). Die Kurszielreduktion ist einerseits eine Folge der niedrigeren Umsatz- und Ergebnisprognosen, andererseits jedoch auch auf die im zweiten Halbjahr 2019 durchgeführte Kapitalerhöhung zurückzuführen. Beide Kapitalerhöhungen wurden zu einem Kurs von 0,65 € bzw. 0,51 € je Aktie durchgeführt, was einen starken Verwässerungseffekt für unser Kursziel zur Folge hat. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

NOXXON Pharma N.V. - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Working Capital zu Umsatz	20,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
		ewige EBITA - Marge	49,0%
		effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate								final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,00	3,00	12,00	18,00	24,00	26,87	44,83	125,45	
US Veränderung	-	-	300,0%	50,0%	33,3%	12,0%	66,8%	179,8%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,00	30,00	6,54	4,50	4,80	2,49	2,99	6,12	
EBITDA	-5,20	-6,53	-8,41	2,15	20,15	22,45	39,74	119,60	
EBITDA-Marge	-	-217,7%	-70,1%	12,0%	84,0%	83,5%	88,6%	95,3%	
EBITA	-5,40	-6,78	-8,72	1,76	19,66	21,84	38,98	118,64	
EBITA-Marge	-	-226,0%	-72,7%	9,8%	81,9%	81,3%	86,9%	94,6%	49,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-35,67	
EBI (NOPLAT)	-5,40	-6,78	-8,72	1,76	19,66	21,84	38,98	82,97	30,0%
Kapitalrendite	251,9%	467,6%	-792,9%	41,6%	258,7%	222,8%	241,0%	346,2%	96,3%
Working Capital (WC)	-1,50	1,00	2,40	3,60	4,80	5,37	8,97	25,09	
WC zu Umsatz	-	33,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in WC	-0,68	-2,50	-1,40	-1,20	-1,20	-0,57	-3,59	-16,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,05	0,10	1,84	4,00	5,00	10,80	15,00	20,50	
AFA auf OAV	-0,20	-0,25	-0,31	-0,39	-0,49	-0,61	-0,76	-0,95	
AFA zu OAV	400,0%	250,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in OAV	-0,21	-0,30	-2,05	-2,55	-1,49	-6,41	-4,96	-6,45	
Investiertes Kapital	-1,45	1,10	4,24	7,60	9,80	16,17	23,97	45,59	
EBITDA	-5,20	-6,53	-8,41	2,15	20,15	22,45	39,74	119,60	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-35,67	
Investitionen gesamt	-0,89	-2,80	-3,45	-3,75	-2,69	-6,99	-8,55	-22,58	
Investitionen in OAV	-0,21	-0,30	-2,05	-2,55	-1,49	-6,41	-4,96	-6,45	
Investitionen in WC	-0,68	-2,50	-1,40	-1,20	-1,20	-0,57	-3,59	-16,12	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-6,09	-9,33	-11,86	-1,60	17,46	15,46	31,19	61,35	398,47

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	213,77	250,44
Barwert expliziter FCFs	42,13	56,85
Barwert des Continuing Value	171,64	193,59
Nettoschulden (Net debt)	5,06	14,39
Wert des Eigenkapitals	208,72	236,05
Fremde Gewinnanteile	0,01	0,01
Wert des Aktienkapitals	208,73	236,06
Zulassungswahrscheinlichkeit	13,1%	13,1%
Wert des Aktienkapitals	27,34	30,92
Ausstehende Aktien in Mio.	12,89	12,89
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,12	2,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	2,14
Eigenkapitalkosten	12,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	9,8%
WACC	12,8%

Kapitalrendite	WACC				
	10,8%	11,8%	12,8%	13,8%	14,8%
90,3%	2,95	2,57	2,27	2,03	1,83
93,3%	3,04	2,65	2,34	2,09	1,88
96,3%	3,12	2,72	2,40	2,14	1,93
99,3%	3,21	2,79	2,46	2,19	1,97
102,3%	3,29	2,87	2,53	2,25	2,02

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)
§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

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

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de