

MediGene AG

Branchen-	Branchen-	Gewinn-	Confidence	Management	Story	Strategie
Branchen-	Branchen-	wachstum	SCORE 3)	SCORE 3)	SCORE 3)	(ISIN: DE0005020903)
Konjunktur	Konjunktur					
Biotech	↗	↘	54,24 %	56,67 %	64,00 %	F&E / Partnering



Marktdaten

aktueller Kurs in Euro (Stämme)	16.12.2009	3,52
in % seit 52 W.-Hoch / Hoch	-36,00%	5,50
in % seit 52 W.-Tief / Tief	15,41%	3,05

Grundkapital (1)	33,94
davon Vorzugsaktien	0,00
Marktkapitalisierung (1)	119,46
Streubesitz (Ord.)	81,0%
Santo Hldg	9,1%
Tagesumsatz in Stück	105.000

Termine & News Flow

Hauptversammlung	I.-IV.Q./08	I.Q/08	I.-II.Q/08	I.-III.Q/08
00.06.2008	?0.03.2009	00.05.2008	1/Aug 08	7/Nov 08

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	- 2 %
theor. Wert je Aktie (08e) nach (2-Phasen) DCF-Model:	5,13
theor. Wert je Aktie nach 3-Phasen adj. NAV-Model:	105,93
Ratings: (Moody's/ S+P/Fitch)	- / - / -

Kennzahlen	2007	2008	1.12.2009e	31.12.2010e
Ergebnis je Aktie (2)	-1,10	-0,53	-0,64	-0,21
Cash-Flow je Aktie (2)	-1,12	0,24	-0,94	-0,51
Dividende (2)	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT-Ratio (in %)	-143,6%	-74,6%	-55,6%	-21,0%
Techn. Value (1,3)	263,87	363,47	385,22	392,40

Bewertung a)

P/E	-10,4	-21,7	-17,9	-54,1
P/Buchwert	3,4	6,0	9,0	10,8
P/CF	-10,2	48,6	-12,2	-22,6
EV/EBIT	-9,8	-13,7	-17,5	-37,3
Dividendenrendite (net.)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Werttreiber Nr. 1 EndoTAG hat Top-Prio – aussichtsreiche Erstindikation (CT4001) braucht Unterstützung durch Zweitindikation (CT4002, Daten März/10e) – beide in Phase III. Chance-Risiko-Verhältnis für Verpartnerung spitzt sich zu. Nur überzeugende CT4002-Daten eröffnen neue Unternehmensperspektiven. Cashburn-Reduzierung auf ca. € 15 Mio./p.a. reicht nicht – SIDAR wird genutzt. Erfreuliche Eligard-Einnahmen sollen nun kapitalisiert werden. Nachschubversorgung durch Spin-offs und Dritt-Indikationen für EndoTAG-Technologie.

Gewinn je Aktie 08/09e/10e alt : -0,53/-0,30/ - neu : -0,53/-0,64/-0,21

→ Wesentlicher Werttreiber ist EndoTAG®-1 und seine Kommerzialisierung ab 2015; **Zwischenzeitliche Burnrate-Reduktion** (Kapitalisierung des Eligard-Einnahmestroms, Personalabbau, **Verkauf/Spin-off** der Nicht-Kernaktivitäten; RhoDex Restart PhII und **Auslizenzierung**). EndoTAG®-1: Phase-III CT4001 wird vorbereitet, und wenn Daten für CT4002 ab März 10 eine Verpartnerung erlauben, soll ein Co-Development/-Marketing die Kosten für CT4001 von ca. € 30 Mio. (mit)finanzieren. Die Wirkstoffproduktion wird jetzt frühzeitig umgestellt, was den Studienstart ins Frühjahr 2010 verzögert. Wirkstoffqualität muss noch überprüft, ihre Finanzierung noch gesichert werden – in der aktuellen Geschäftsplanung reicht der **Cash-Reach bis in das Jahr 2011** hinein vor!

→ Das **DCF-Modell** taxiert einen „fairen Wert“ von aktuell **gut € 5,-/Aktie** und zeigt, wie stark sich die Börsenbewertung an dem operativen Geschäftsgang – und nicht an den Projektwerten (insb. EndoTAG®-1) – orientiert.

→ Als **wertvollstes Projekt** entwickelt MediGene derzeit EndoTAG®-1 zur Behandlung von Bauchspeicheldrüsenkrebs (CT4001 – Phase II abgeschlossen) und hormonresistentem Brustkrebs (CT4002 – Phase II, LPI bis Q4/09 – Auswertung Frühjahr 2010). Letztere Indikation von **EndoTAG®-1** eröffnet auch für große Partner interessante kommerzielle Aussichten, also sind Gespräche mit potenziellen **Partnern noch in der Schwebe**.

→ Im **Geschäftsjahr 2009** sind € 40 Mio. Erlöse absehbar, was für das EBITDA € -20 Mio. bedeutet – der Cash reduziert sich auf ca. € 11 Mio. + € 19 Mio. aus SEDA; d. h. weitere **Kostensenkungen MÜSSEN 2010 erfolgen, denn Start Ph-III** soll im 1. Hj. 10 vorbereitet werden.

(1=Mio. EUR; 2=EUR; 3=100% = sehr gut; 4=negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Höchstkurse)

**Gründer und CEO
Dr. P. Heinrich über-
raschend im Mai 09
zurückgetreten –
Radikale Konzentra-
tion auf EndoTAG**

Unternehmensbeschreibung:

Die MediGene AG ist ein im Prime Standard in Frankfurt (TecDAX) notiertes Pharma- und Biotechnologie-Unternehmen mit Standorten in Martinsried/München, Oxford/UK und San Diego/USA.

MediGene konzentriert sich mit der jüngsten Fokussierung im Dezember 2009 auf die Einlizenzierung, Erforschung und Entwicklung innovativer Medikamente zur Behandlung von Krebs. Zentral ist die Liposomentechnologie von EndoTAG. Die übrigen Projekte werden opportunistisch gesteuert: Frühe Forschungsprojekte (AAV-, MTCR- und HSV-Projekte) sollen ausgegründet oder verkauft und eventuell als Nachschubquelle ab 2015 genutzt werden. Der gegen Autoimmunerkrankungen einsetzbare T-Zell-Blocker RhuDex (CT5002) soll bis Q3/10 optimiert und zum Jahreswechsel 2010/11 wieder klinisch getestet werden.

Die Entwicklungsarbeiten sind sehr kostspielig, man schreibt seit Gründung Verlust und die aktuelle Geschäftsplanung sieht einen Cash-Reach bis in das Jahr 2010 hinein vor!

Die EndoTAG®-Familie ist inzwischen das entscheidende Asset des Unternehmens.

Seit 2007 produziert zum Teil und verkauft man über Partner zwei Medikamente. Die Bruttomarge wird von Meilensteinzahlungen und dem Verhältnis von Erlösen aus Produktverkäufen zu Lizenzzahlungen bestimmt.

Produkte:

Eligard®: Die Sechsmonats-Depotformulierung von Eligard® (seit März 2007 in Deutschland und in 24 weiteren europäischen Ländern als einzige 6-Monats-Depot-Version erhältlich!), wird vom Partner Astellas Pharma dort und in weiteren europäischen Märkten vermarktet. MediGene realisiert auch 2009 einen Anstieg des Eligard®-Marktanteils sowie der in Europa (ab 2010) erzielten Umsätze daraus.

Veregen® (Polyphenon E®-Salbe): Im Februar 2009 hatte MediGenes Vermarktungspartner Nycomed in den USA mit der aktiven Vermarktung begonnen. Wir erwarten 2009 zweistellige Jahreseinnahmen in US-\$. Nach der Erteilung der Marktzulassung für Veregen® in Deutschland (Peak Sales € > 6 Mio.) als Referenzmarkt hat man sich für Solvay als Vertriebspartner für D, CH, AU entschieden. Für Spanien und Portugal wird Juste S.A.Q.F. für die Vermarktung der Genitalwarzen-Salbe verantwortlich sein. Ab 2013 plant man u. E. dort Spitzenumsätze von € 5-7 Mio. p. a. Über Lizenzzahlungen an den Verkaufserlösen und durch die Lieferung der Fertigarzneimittel profitiert man in Martinsried vom Erfolg des spanischen Partners, genauso wie an dem von Solvay. Hinzu kommen Meilenstein-Gesamtvolumina von stufenweise bis zu € 2,55 Mio. im Falle Juste und € 3,65 Mio. im Falle Solvay.

Pipeline:

EndoTAG®-1: Als positiv geladener Lipidkomplex bindet EndoTAG®-1 an neugebildete Tumorgefäße, entlässt dort genau seine mitgeführten Zellgifte und wirkt gefäßzersetzend. Ende Oktober 2008 hatte MediGene die Ergebnisse einer klinischen Phase-II-Studie mit EndoTAG®-1 (Bauchspeicheldrüsenkrebs) präsentiert. Seit 2007 führt man eine weitere Phase-II-Studie mit EndoTAG®-1 zur Behandlung von hormonunabhängigem (HRBC) Brustkrebs durch. Die finale Auswertung dieser Studie wird für das erste Halbjahr 2010 erwartet. Die Gespräche zum Abschluss einer globalen (und sehr werthaltigen) Verpartnerung von EndoTAG®-1 befinden sich in fortgeschrittenem Stadium, benötigen u. E. aber die CT4002-Ergebnisse. Weitere onkologische Indikationen (z. B. NSCLC) sind in der Planung.

RhuDex(TM): Phase-I-Studie wurde 2009 angehalten; es droht eine Verzögerung von bis zu 12 Monaten. Mit neuem Studiendesign sollen zum Jahreswechsel 2010/11 erneut klinische Tests mit dem Ziel des Wirksamkeitsnachweises erfolgen.

HSV/AAV: MediGene plant die Entwicklung onkolytischer Viren nicht selbst fortzuführen und strebt die Ausgründung oder Auslizenzierung dieser Technologie an.

Die EU-Rechte von **Oracea** sind an Galderma für in Summe bis zu **€ 32 Mio. (davon noch € 24 Mio. Meilensteine ausstehend) verkauft worden.**

Unternehmensentwicklung:

Die Gesamterlöse erhöhten sich **bis September 2009** um 12 % auf € 28,6 Mio. Der leichte Rückgang im Q2/09 von € 8,8 auf € 8,4 Mio. war dem Lagerabbau beim Partner Astellas geschuldet. Der Rückgang im Q3/09 auf € 8,6 Mio. (adj. +17 %) hatte seine Ursache im Sonderertrag von € 4,4 Mio. für die Rückgabe der Oracea-Rechte an Galderma im Q3/08.

Dagegen sind die Eligard[®]-Produktverkäufe durch Astellas und damit die von MediGene verbuchte Umsatzbeteiligung – wie in bisher allen Quartalen seit der Markteinführung – mit dem regionalen Schwerpunkt Europa weiter gestiegen.

Das Bruttoergebnis stieg nur um € 1 Mio. im Q3/09 auf kumuliert € 5,1 Mio. – die Marge sackte auf 19,4 %. Die Bruttomarge wird von Meilensteinzahlungen und dem Verhältnis von Erlösen aus Produktverkäufen zu Lizenzzahlungen bestimmt. Der EBITDA-Verlust sank unterdessen um 33 % auf € -13,1 Mio. Das **EPS reduzierte sich von € -0,71 auf € -0,47/Aktie**, genauso wie der Nettoverlust, der um 34 % auf € -15,9 Mio. sank, denn die F&E-Ausgaben wurden um 37 % auf € 13,6 Mio. und die Vertriebs- und Verwaltungskosten um 10 % gesenkt. Insgesamt blieb das Q3/09 unter den Erwartungen.

Der **operative Mittelabfluss verringerte sich** im Berichtszeitraum um **32 % auf € -15,7 Mio.** Aus der laufenden Geschäftstätigkeit ergab sich für die neun Monate ein durchschnittlicher monatlicher Barmitteilverbrauch von € 1,7 Mio. MediGene verfügte damit zum Stichtag 30. September 2009 über liquide Mittel in Höhe von € 9,7 Mio.

Aussicht:

Der künftig absehbar hohe Cashburn durch die EndoTAG[®]-1-, die RhuDex- und die HPV-Entwicklung haben Anfang 2008 und Ende 2009 wiederholte Strategiewechsel nötig gemacht, denn Kapitalerhöhungen sind bis auf Weiteres nicht mehr durchsetzbar. Das Ziel eines vollintegrierten Pharma-Unternehmens scheint uns mit Ausbau des Projektes EndoTAG zur Produktfamilie bewerkstelligt zu werden. Im Q3/09 wurde eine entsprechende Fokussierung beschlossen und die Forschungsabteilung **'EarlyStage Development' aufgelöst**. Die freigesetzten personellen und finanziellen Ressourcen kommen den fortgeschrittenen (onkologischen und immunologischen) Medikamentenprojekten zugute – mit klarem Schwerpunkt Liposomen-Technologie (EndoTAG[®]-1). **Indikationsweise dürften Co-Development und Co-Promoting (für D oder EU) der Plan sein. Man stellt 2010 auf ein preiswerteres Herstellungsverfahren um – das verzögert den Phase-III-Start, verkürzt aber den Scale-up.** Eine Managementebene entfällt, die Projektleiter berichten künftig direkt an den CEO. Der bisherige CSO wird entlassen, der Forschungsleiter Dr. Uwe Michaelis kümmert sich bis auf Weiteres um die (geplanten) Ausgründungen der oHSV-Technologien.

Finanzprognose 2009:

Das Management von MediGene bestätigt die Prognose für das Geschäftsjahr 2009 (Gesamterlöse € 40 Mio., EBITDA € -20 Mio.). In dieser Finanzprognose ist **die geplante Partnerschaft** für das Krebsmedikament EndoTAG[®]-1 **nicht einberechnet**. Vielmehr ist die Umsatzausweitung von Eligard und die **Markteinführung Veregen** in USA ab Q1/09 sowie die im 1. Hj. 10 startende Vermarktung in weiteren EU-Ländermärkten **Impulsgeber** für ein leichtes **Plus** in 2009. Derweil wird der **Cashburn von Q1/09 an reduziert**, so dass die Finanzmittel im Dezember 2009 noch € 11 Mio. betragen könnten. Zudem hat das Unternehmen durch eine im Jahr 2008 vereinbarte Eigenkapitalzusage der **YA Global Investments L.P.** Zugriff auf weitere finanzielle Mittel in Höhe von rund **€ 20 Mio.**

Q1/09 besser als erwartet, Q2/09 etwas schlechter – aber Trend stimmt: 1. Hj. 09: EPS € -0,24 nach € -0,49/Aktie

Burn-Rate im Q3/09 auf ca. € 1,4 Mio. pro Monat reduziert – liquide Mittel jetzt € 9,7 Mio.

EndoTAG-Verpartnerung ist zentral – man lässt sich nicht drängen – Cash-Reach bis 2010e

Disclaimer

Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung, diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen. Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 16.12.2009

erstellt worden. Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminlich festgelegt.

Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Sämtliche Einschätzungen, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen abgegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Nachrichtenagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden. Des Weiteren wurden Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Unternehmen zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltliche Änderung vorgenommen.

Die Bewertung stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo sinnvoll und möglich – einer Sum-of-the-parts-Betrachtung. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischer Entwicklung schnell und ohne Vorwarnung ändern können.

Wir sprechen KEINE konkreten Anlage-Empfehlungen aus, vielmehr weisen wir auf Bewertungsungleichgewichte hin und stützen uns dabei auch auf die Kennzahlen-Analyse.

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von 9 bis 12 Monaten aus.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der EQUI.TS GmbH orientiert.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schießle (Investmentanalyst DVFA).

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen**

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1 % oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:
EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schieble

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.