

# Fairness Opinion Cassiopea

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen  
Übernahmeangebots durch Cosmo Pharmaceuticals N.V. für die ausstehenden  
Aktien der Cassiopea S.p.A.**

Zürich, 1. Oktober 2021

# Fairness Opinion Cassiopea

## Inhalt

<b>1</b>	Einleitung	Seite 3
<b>2</b>	Unternehmensbeschrieb	Seite 8
<b>3</b>	Bewertung	Seite 17
<b>4</b>	Beurteilung	Seite 29
<b>5</b>	Anhang	Seite 32

## Fairness Opinion Cassiopea

### **I Einleitung**

<b>I.1</b>	Ausgangslage	Seite 4
<b>I.2</b>	Unser Auftrag	Seite 5
<b>I.3</b>	Vorgehen	Seite 6
<b>I.4</b>	Quellen	Seite 7

# I Einleitung

## I.1 Ausgangslage



Cassiopea ist ein an der SIX Swiss Exchange kotiertes Spezialitäten-Pharmunternehmen im Bereich Dermatologie

Cassiopea S.p.A. («Cassiopea» oder «das Unternehmen») ist ein Spezialitäten-Pharmaunternehmen, das verschreibungspflichtige Medikamente mit neuartigen Wirkmechanismen zur Behandlung langjähriger und wesentlicher dermatologischer Erkrankungen, insbesondere Akne, androgenetische Alopezie und Genitalwarzen, entwickelt und vermarktet. Das Portfolio umfasst vier unbelastete klinische Kandidaten.

Das Unternehmen mit Hauptsitz in Lainate (Mailand), Italien, erwirtschaftete im GJ 2020 einen Verlust von EUR 12.3 Mio. Cassiopea wird das erste Produkt im vierten Quartal 2021 auf dem US-Markt lancieren.

Seit dem IPO im Jahr 2015 mit dem Verkauf bestehender Aktien durch Cassiopeas Mehrheitsaktionär Cosmo Pharmaceuticals N.V.<sup>1</sup> («Cosmo»), einem Spezialitäten-Pharmaunternehmen mit Schwerpunkt Gastroenterologie und Endoskopie, ist Cassiopea an der SIX Swiss Exchange kotiert und weist derzeit eine Marktkapitalisierung von CHF 378.4 Mio. auf. Per 1. Oktober 2021 hatte Cassiopea 10.75 Mio. Namensaktien mit einem Nennwert von je EUR 1 («Aktien») ausstehend.<sup>2</sup>

Am 4. Oktober 2021 wird Cosmo ein öffentliches Umtauschangebot von 0.467 Cosmo-Aktien pro Cassiopea-Aktie bekanntgegeben

Am 22. September 2021 erhielt der Verwaltungsrat von Cassiopea ein erstes Angebot von Cosmo zum Erwerb des gesamten Aktienkapitals von Cassiopea im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Umtauschangebots. Das finale Angebot von Cosmo wurde dem Unternehmen am 1. Oktober 2021 zugestellt. Cosmo bietet ein Umtauschverhältnis von 0.467 Cosmo-Aktien pro Cassiopea-Aktie. Die Transaktionsvereinbarung wurde am 1. Oktober 2021 unterzeichnet und das freiwillige öffentliche Tauschangebot wird am 4. Oktober 2021 bekanntgegeben.

In einem solchen Fall wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Angebot bewerten und eine Empfehlung an die Aktionäre ausarbeiten. Bei öffentlichen Übernahmeangeboten wird in der Regel eine unabhängige Fairness Opinion erstellt, welche die Verwaltungsräte bei ihrer Entscheidung unterstützen soll.

<sup>1</sup> Zum Zeitpunkt des Börsengangs im Jahr 2015 firmierte das Unternehmen unter dem Namen Cosmo Pharmaceuticals S.A. Im Jahr 2016 wurden im Zuge der Verschmelzung der Cosmo Pharmaceuticals S.A. mit der Cosmo Pharmaceuticals N.V. die Aktien der Cosmo Pharmaceuticals S.A. durch Aktien der Cosmo Pharmaceuticals N.V. ersetzt.

<sup>2</sup> SIX Swiss Exchange, 1. Oktober 2021.

## I.2 Unser Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion umfasst Bewertungsüberlegungen zu Cassiopea im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot

IFBC ist ein unabhängiger Corporate Finance-Berater und ist für die Erstellung einer Fairness Opinion gemäss UEK besonders befähigt und erhält keine Entschädigung in Abhängigkeit der Bewertungsergebnisse sowie des Transaktionserfolgs

Bewertungszeitpunkt ist der 1. Oktober 2021

Die IFBC AG («IFBC») wurde am 2. September 2021 vom Verwaltungsrat von Cassiopea mit der Erstellung eines unabhängigen Bewertungsberichts zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots («Fairness Opinion») seitens Cosmo beauftragt.

Dieser Bericht wurde ausschliesslich zum Zweck der Unterstützung des Verwaltungsrats von Cassiopea bei der Beurteilung des öffentlichen Übernahmeangebots von Cosmo erstellt. Die Fairness Opinion darf lediglich für die finanzielle Bewertung des Angebots von Cosmo durch den Verwaltungsrat von Cassiopea genutzt werden. Die Verwendung für einen anderen Zweck ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängiger Corporate Finance-Berater und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der durch das Management von Cassiopea zur Verfügung gestellten Informationen vorausgesetzt. Weiter gehen wir davon aus, dass die erhaltenen Informationen fachgerecht und nach bestem Wissen aufbereitet wurden und damit einer besten aktuell verfügbaren Einschätzung seitens des Managements von Cassiopea entsprechen. Die Verantwortung von IFBC beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der zur Verfügung gestellten Informationen und Berechnungen. IFBC hat insbesondere weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Diese Fairness Opinion wurde dem Verwaltungsrat von Cassiopea am 1. Oktober 2021 mit den Bewertungsanalysen per Ende dieses Tages zugestellt. Die Bewertung basiert auf dem aktuellen Business Plan, der vom Verwaltungsrat am 23. September 2021 genehmigt wurde, und dem Halbjahresabschluss von Cassiopea per 30. Juni 2021.<sup>3</sup> Nach Angaben des Managements von Cassiopea sind zwischen dem 30. Juni 2021 und der Veröffentlichung des Bewertungsberichts keine wesentlichen Ereignisse und Transaktionen eingetreten, die in der aktuellen Prognose für das GJ 2021 nicht berücksichtigt sind.

---

<sup>3</sup> Quellen: Cassiopea-Management; Cassiopea-Halbjahresbericht 2021

Das angebotene Umtauschverhältnis entspricht einem impliziten Angebotspreis von CHF 37.13 pro Cassiopea-Aktie

Basierend auf dem Schlusskurs der Cosmo-Aktie am letzten Handelstag vor der Veröffentlichung des Angebots (1. Oktober 2021) von CHF 79.50 entspricht das angebotene Umtauschverhältnis einem impliziten Angebotspreis von CHF 37.13 pro Cassiopea-Aktie. Basierend auf dem volumengewichteten Durchschnittspreis («VWAP») der Cosmo Aktie während der letzten 60 Handelstage an der SIX Swiss Exchange vor der Veröffentlichung des Angebots (CHF 83.56) entspricht das angebotene Tauschverhältnis einem impliziten Angebotspreis von CHF 39.02 pro Cassiopea-Aktie.

Der Kurs der Cosmo-Aktien kann sich zwischen dem Datum der Veröffentlichung des Angebots und dem tatsächlichen Umtausch in Cassiopea-Aktien ändern. Änderungen des Aktienkurses von Cosmo haben Auswirkungen auf den impliziten Angebotspreis für eine Cassiopea-Aktie. Diese Fairness Opinion bezieht sich jedoch ausschliesslich auf den impliziten Angebotspreis von CHF 37.13 pro Cassiopea-Aktie, basierend auf dem Schlusskurs der Cosmo-Aktie am letzten Handelstag vor Veröffentlichung des Angebots.

### 1.3 Vorgehen

Die vorliegende Einschätzung zur finanziellen Angemessenheit des Angebots von Cosmo an die Aktionäre von Cassiopea basiert auf den Wertüberlegungen von IFBC. Die folgenden Grundlagen für unsere Wertüberlegungen werden in diesem Bericht genauer beschrieben:

- Analyse der Geschäftstätigkeit des Unternehmens, seiner Produktpipeline und Strategie sowie der aktuellen Marktsituation
- High-Level-Beurteilung des vom Verwaltungsrat von Cassiopea genehmigten Business Plans
- Unternehmensbewertung und Berechnung des Werts je Aktie basierend auf einer Sum-of-the-parts Bewertung unter Anwendung der risikoadjustierten Discounted Cashflow-Methode
- Aktienkursanalyse sowie aktuelle Analystenerwartungen.

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Cosmo an die Aktionäre von Cassiopea erfolgt ohne Berücksichtigung der individuellen steuerlichen, rechtlichen oder anderen spezifischen Situation der einzelnen Investoren. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich. Die in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen wurden in Übereinstimmung mit der Best Practice auf einer Stand-Alone-Basis durchgeführt. Etwaige Vorteile im Zusammenhang mit dem Umtausch von Cassiopea-Aktien in Cosmo-Aktien wurden nicht berücksichtigt.

## I.4 Quellen

Die Beurteilung basiert unter anderem auf der Analyse folgender Quellen:

- Testierte Geschäftsberichte von Cassiopea (konsolidiert)
- Untestierter Halbjahresabschluss GJ 2021 per 30. Juni 2021
- Der vom Verwaltungsrat von Cassiopea am 23. September 2021 genehmigte Business Plan
- Informationen zum Aktienoptionsplan für Mitarbeiter («ESOP»)
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter Vergleichsunternehmen (Datenquelle: Refinitiv Eikon)
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen
- Besprechungen mit dem Management von Cassiopea

## Fairness Opinion Cassiopea

### **2 Unternehmensbeschreibung**

<b>2.1</b>	Überblick	Seite 9
<b>2.2</b>	Geschäftsmodell	Seite 10
<b>2.3</b>	Historische Schlüsselereignisse und Kennzahlen	Seite 13
<b>2.4</b>	Marktanalyse	Seite 15

## 2 Unternehmensbeschreibung

### 2.1 Überblick

Cassiopea ist ein Spezialpharmaunternehmen im Bereich der Dermatologie

Cassiopea ist ein italienisches Spezialitäten-Pharmaunternehmen mit Sitz in Lainate, Italien, das sich auf die Entwicklung und Vermarktung innovativer verschreibungspflichtiger dermatologischer Arzneimittel zur Behandlung weit verbreiteter Hautkrankheiten konzentriert. Das Unternehmen ist insbesondere bestrebt, mit Produktkandidaten, die auf neuartigen Wirkmechanismen und neuen chemischen Wirkstoffen basieren, ungedeckte Bedürfnisse bei der Behandlung von Akne, androgenetischer Alopezie (Haarausfall) und Genitalwarzen abzudecken. Cassiopea verfügt über eine schlanke Organisation zur Verwaltung der laufenden klinischen Studien und Entwicklungsprogramme mit durchschnittlich 11.5 Mitarbeitenden im GJ 2020.

Seit Juli 2015 ist Cassiopea an der SIX Swiss Exchange («SIX») kotiert, nachdem der Mehrheitsaktionär von Cassiopea, Cosmo, im Rahmen des IPO von Cassiopea bestehende Aktien verkauft hatte. Cosmo behielt einen Anteil von 45.41%, der nach Abschluss einer Kapitalerhöhung in Höhe von EUR 23.3 Mio. im Juni 2020 auf 46.6% erhöht wurde.

Heute halten strategische Investoren und Finanzinvestoren mit einer Beteiligung von jeweils mindestens 3.0% zusammen 62.6% der Aktien des Unternehmens. Davon hält Cosmo 46.6%, Cosmo Holding S.a.r.l. 7.5%, Herz/Logistable Group 4.7% und LLB Swiss Investment AG 3.8%.

Das Unternehmen hat derzeit eine Marktkapitalisierung von CHF 378.4 Mio..



Der Hauptsitz von Cassiopea befindet sich in Lainate, Italien



Die Produktpipeline umfasst vier innovative dermatologische Arzneimittelkandidaten



62.6% von Cassiopea werden von Investoren mit einem Anteil von mehr als 3.0% gehalten



Die aktuelle Marktkapitalisierung beträgt CHF 378.4 Mio.

## 2.2 Geschäftsmodell

Produktpipeline von Cassiopea



CB-06-01

Die Produktpipeline von Cassiopea besteht derzeit aus vier verschiedenen dermatologischen Produktkandidaten, die sich im mittleren bis späten Entwicklungsstadium befinden. Sie alle basieren auf neuartigen Wirkmechanismen und neuen chemischen Substanzen, die auf einen ungedeckten medizinischen Bedarf zur Behandlung von Akne, androgenetischer Alopezie und Genitalwarzen abzielen.

### Winlevi

Winlevi ist das am weitesten entwickelte Produkt von Cassiopea und der erste topische Androgenrezeptor-Inhibitor seiner Klasse zur Behandlung von Akne vulgaris bei Patienten ab 12 Jahren, der die Androgenhormon-Komponente von Akne bei Männern und Frauen bekämpft. Diese Rezeptorinhibitoren begrenzen die Auswirkungen der Hormone auf die erhöhte Talgproduktion und Entzündungen. Nachdem Winlevi in mehreren klinischen Studien hochgradig statistisch signifikante Verbesserungen der Wirksamkeit und ein günstiges Sicherheitsprofil gezeigt hatte, wurde es im August 2020 von der US-amerikanischen Food and Drug Administration («FDA») zugelassen. Die letzte Zulassung durch die FDA für ein neuartiges Aknemedikament mit einem neuen Wirkmechanismus liegt rund 40 Jahre zurück. Die Produkt lancierung in den USA wird voraussichtlich im vierten Quartal 2021 durch Cassiopeas Partner Sun Pharmaceutical Industries Ltd. («Sun Pharma») erfolgen.

### Breezula

Breezula basiert auf demselben neuartigen Androgenrezeptor-Hemmer und neuem Wirkmechanismus, der auch zur Behandlung von Akne eingesetzt wird. Es wird in einer anderen Formulierung (wasserfreie Lösung) und in einer höheren Dosierung (7.5-fach) verabreicht und soll die Ausdünnung der Haare und den Haarausfall bei Patienten mit androgenetischer Alopezie («AGA») reduzieren. AGA ist die häufigste Ursache für Haarausfall. Klinische Studien zur Sicherheit und Dosierung von Breezula haben bei der Anwendung in verschiedenen Gruppen von Männern weitgehend positive Ergebnisse erbracht, und ein Phase-III-Programm soll in Kürze beginnen. Kürzlich veröffentlichte erste Phase-III-Topline-Ergebnisse zur Behandlung von AGA zeigen jedoch weniger vielversprechende Ergebnisse für weibliche Patienten. Die Behandlung zeigte nur bei Frauen unter 30 Jahren eine signifikante Verbesserung.

### CB-06-01

Viele der Bakterienstämme sind gegen die üblicherweise zur Behandlung von Akne verschriebenen Antibiotika resistent. CB-06-01 ist der zweite Wirkstoff von Cassiopea in der klinischen Entwicklung für die topische Behandlung von Akne mit einem attraktiven klinischen Profil, das auf Bakterien mit geringer Resistenzneigung abzielt. Weitere

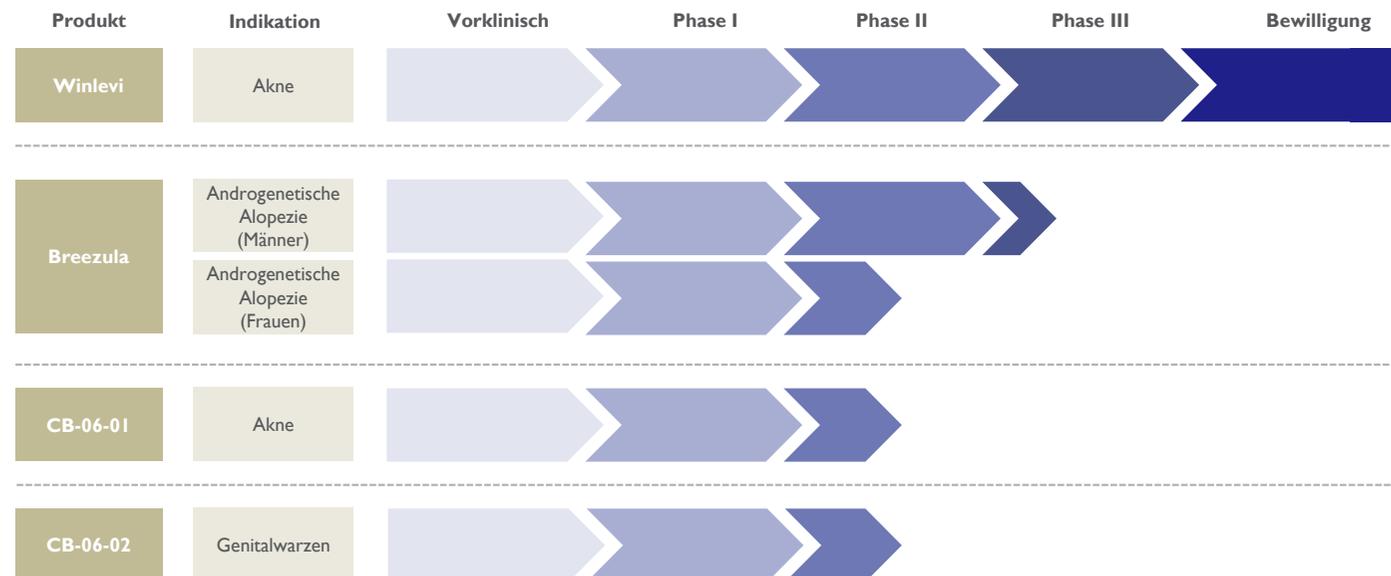
Phase-II-Studien sollen nach der Entwicklung einer neuen, die Absorption verbessernden Formulierung und der Durchführung von Hautpenetrationstests beginnen. Bei Erfolg kann das Medikament in Kombination mit Winlevi oder anderen bestehenden Medikamenten verabreicht werden, um möglichst viele Faktoren, die Akne verursachen, zu bekämpfen.

CB-06-02

### CB-06-02

CB-06-02 basiert auf einem seltenen chemischen Element namens «Tellur» und wird für die Behandlung von Genitalwarzen entwickelt, die durch Infektionen mit Humanen Papillomaviren («HPV») verursacht werden. Das Medikament soll die natürliche Reaktion des Immunsystems gegen HPV unterstützen, im Gegensatz zu den derzeitigen Behandlungsmöglichkeiten, die sich ausschliesslich auf die Entfernung der Warzen konzentrieren. Da in einer Phase-II-Studie zum Nachweis des Konzepts positive Ergebnisse erzielt wurden, wird die weitere Entwicklung mit der Vorbereitung einer anschliessenden Phase-II-Dosierungsstudie fortgesetzt.

### Produktentwicklungsipeline von Cassiopea



Quelle: Cassiopea Management, Geschäftsbericht GJ 2020.

## Strategie

Die Strategie von Cassiopea basiert auf der Absicht, ausschliesslich neue innovative Behandlungsmethoden für Hautkrankheiten auf der Grundlage neuartiger chemischer Wirkstoffe anzubieten. Da es dem Dermatologie-Markt insgesamt an Innovation in Forschung und Entwicklung mangelt, sind Patienten, die an Akne, androgenetischer Alopezie oder Genitalwarzen leiden, bis heute auf wenige wirksame Behandlungsmöglichkeiten mit teilweise eingeschränktem Nutzen aufgrund von systemischen Nebenwirkungen beschränkt. In Kombination mit der Tatsache, dass die meisten der derzeit verfügbaren Wirkmechanismen bereits seit Jahrzehnten verfügbar sind, ist das Unternehmen von den aussergewöhnlichen Chancen des Dermatologie-Marktes überzeugt.

Cassiopea konzentriert sich primär auf die Optimierung des kommerziellen Potenzials ihrer Medikamente auf dem US-amerikanischen Markt. Produkteinführungen ausserhalb der USA und Kanadas spielen für das Unternehmen nur eine untergeordnete Rolle, da zum einen das amerikanische Gesundheitssystem das weltweit höchste Preispotenzial für verschreibungspflichtige Medikamente birgt. Zum anderen müssen in der Regel weitere klinische Studien mit zusätzlichem finanziellem Aufwand durchgeführt werden, um unabhängig von einer bereits bestehenden Zulassung durch die FDA, Zulassungen durch andere Gesundheitsbehörden zu erhalten.

## Cassiopea unterzeichnet exklusive Liefer- und Lizenzvereinbarungen mit Sun Pharma

Dank einer Dienstleistungsvereinbarung mit Cosmo hat Cassiopea Zugang zu einem sehr erfahrenen Team in Bezug auf Produktentwicklung und -herstellung. Diese Partnerschaft bewahrt das Unternehmen davor, kurzfristig eine eigene, sehr kostenintensive Organisation aufbauen zu müssen, um ihre zugelassenen Produkte auf den Markt zu bringen. Die Aktivitäten von Cassiopea sind daher hauptsächlich auf das Management der laufenden klinischen Studien, der Entwicklungsprogramme für die eigene Pipeline sowie der Aktivitäten vor Markteinführungen ausgerichtet. Nachdem Cassiopea im August 2020 die erste FDA-Zulassung in der Geschichte des Unternehmens für Winlevi erhalten hatte, unterzeichnete das Unternehmen kürzlich exklusive Liefer- und Lizenzvereinbarungen mit Sun Pharma für die Vermarktung der topischen «first-in-class»-Aknebehandlung in den USA und Kanada.

Folglich wird Winlevi als Cassiopeas erstes marktreifes Medikament voraussichtlich im 4. Quartal 2021 in den USA verfügbar sein. Basierend auf der aktuellen Partnerschaft mit Cosmo und den etablierten Lizenz- und Liefervereinbarungen mit Sun Pharma wird das Unternehmen seine Einnahmen durch spezifische Meilenstein- und Lizenzzahlungen sowie durch Liefermargen erzielen.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Quellen: Cassiopea Management; Cassiopea Geschäftsberichte; Cassiopea Halbjahresbericht 2021; Cassiopea Pressemitteilungen vom 27. August 2020 und 31. August 2021.

## 2.3 Historische Schlüsselereignisse und Kennzahlen

### Historische Schlüsselereignisse

- Kurz nach der Kotierung und Aufnahme des Handels der Cassiopea-Aktien an der Schweizer Börse Mitte 2015 erhielt das Unternehmen die FDA-Zulassung für den Beginn der klinischen Phase-III-Studien für Winlevi. Zur gleichen Zeit liefen die Phase-II-POC-Studien für Breezula, CB-06-01 und CB-06-02.
- Im Laufe des Jahres 2016 wurden sowohl für Breezula als auch für CB-06-01 erste vielversprechende Wirksamkeitsergebnisse aus den Phase-II-POC-Studien veröffentlicht.
- Im Jahr 2017 erreichte das klinische Studienprogramm der Phase III für Winlevi die letzte Phase der Rekrutierung. Darüber hinaus schloss das Unternehmen die Rekrutierung für die Phase-II-Dosierungsstudie für Breezula und die Phase-II-POC-Studie für CB-06-02 ab.
- Nach dem Abschluss des Phase-III-Programms für Winlevi im Jahr 2018 gab Cassiopea positive Resultate für die zulassungsrelevanten Phase-III-Studien bekannt. Darüber hinaus publizierte Cassiopea positive Zwischenergebnisse der Phase-II-Dosierungsstudie für Breezula und positive POC-Resultate für CB-06-02.
- Im Jahr 2019 präsentierte Cassiopea positive Ergebnisse seiner Open-label Sicherheitsstudie zu Winlevi für einen Behandlungszeitraum von bis zu einem Jahr. Darüber hinaus wurden der Öffentlichkeit positive Ergebnisse in Verbindung mit der Phase-II-Dosierungsstudie für Breezula bei Männern bekannt gegeben. Ein wichtiger Meilenstein wurde 2019 erreicht, als Cassiopea die Einreichung des FDA-Medikamentenantrags für Winlevi bekannt gab. Darüber hinaus teilte Cassiopea mit, dass die erste Patientin in die Phase-II-POC-Studie für Breezula bei Frauen mit androgenetischer Alopezie («AGA») aufgenommen wurde.
- Im Juni 2020 schloss Cassiopea erfolgreich eine Kapitalerhöhung unter den bestehenden Aktionären ab, die dem Unternehmen einen Bruttoerlös von EUR 23.3 Mio. einbrachte, um die weitere Entwicklung seiner Produktkandidaten zu unterstützen. Zwei Monate später erhielt das Unternehmen die erste FDA-Zulassung für sein topisches Medikament Winlevi zur Behandlung von Akne bei Patienten ab 12 Jahren – der erste neue Mechanismus für Akne seit fast 40 Jahren. Im weiteren Verlauf des Jahres vermeldete das Unternehmen den Abschluss der Rekrutierung für seine Phase-II-POC-Studie für Breezula bei Frauen mit AGA.
- Cassiopea konzentrierte sich stark auf die Vorbereitungen für die Markteinführung von Winlevi in den USA und gab schliesslich am 26. Juli 2021 die Unterzeichnung exklusiver Liefer- und Lizenzvereinbarungen mit Sun Pharma bekannt. Im Rahmen dieser Vereinbarungen erhielt Cassiopea eine Vorauszahlung von USD 45 Mio. Darüber hinaus erhält das Unternehmen potenzielle kommerzielle Meilensteinzahlungen in Höhe von insgesamt bis zu USD 190 Mio. sowie übliche Lizenzgebühren im zweistelligen Prozentsatz-Bereich. Winlevi wird voraussichtlich

ab dem 4. Quartal 2021 in den USA verfügbar sein.<sup>5</sup> Darüber hinaus gab das Unternehmen Topline-Ergebnisse der Phase-II-POC-Studie für Breezula bei Frauen bekannt.

## Kennzahlenhistorie

### Historische KPIs von Cassiopea

in EUR'000	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	HI 2021
Umsatz	0	0	0	0	0	0	0
Andere Einkünfte	0	5'883	3'820	916	686	594	0
Kosten für Forschung und Entwicklung	-7'597	-14'310	-13'061	-12'240	-7'875	-6'440	-3'753
Vertriebs-, Verwaltungs- und sonstige Kosten	-760	-2'026	-1'484	-1'890	-3'879	-5'175	-2'535
<b>Operatives Resultat</b>	<b>-8'357</b>	<b>-10'453</b>	<b>-10'725</b>	<b>-13'214</b>	<b>-11'068</b>	<b>-11'021</b>	<b>-6'288</b>
Total Fremdkapital	2'655	2'776	2'115	2'028	12'334	3'012	8'557
Total Eigenkapital	47'181	39'149	26'354	14'512	3'727	15'615	9'845
CAPEX	228	151	83	128	2'514	86	40

Quellen: Cassiopea Geschäftsberichte GJ 2015 – GJ 2020; Cassiopea Halbjahresbericht 2021.

Da das Unternehmen in der Vergangenheit weder Produkte auf dem Markt hatte noch Lizenzvereinbarungen für sich in der Entwicklung befindende Arzneimittelkandidaten abgeschlossen hatte, wurde zwischen dem Börsengang von Cassiopea im Jahr 2015 und dem 30. Juni 2021 kein Umsatz erzielt. Daher wurden die Betriebsergebnisse durch Forschungs- und Entwicklungskosten sowie durch Verwaltungskosten für das Management und die Weiterentwicklung der eigenen klinischen Programme geprägt. Insgesamt hat Cassiopea im oben dargestellten Zeitraum rund EUR 83 Mio. für die Entwicklung ihrer Produktkandidaten ausgegeben. Dies entspricht durchschnittlichen Forschungs- und Entwicklungskosten von EUR 12.8 Mio. pro Jahr.

Mit zwei Kapitalzuführungen durch die Anteilseigner in den Jahren 2015 (EUR 49.9 Mio.) und 2020 (EUR 23.3 Mio.) hat das Unternehmen Mittel in der Höhe von insgesamt EUR 73.2 Mio. aufgebracht, um eine solide Eigenkapitalbasis zur Deckung der jährlichen Verlustvorträge zu erhalten, die sich aus den Forschungs- und Entwicklungskosten ergeben. Mit Ausnahme des GJ 2019, in dem Cassiopea einen von Cosmo gewährten Überbrückungskredit in

<sup>5</sup> Quellen: Cassiopea Management; Cassiopea Geschäftsberichte; Cassiopea Halbjahresbericht 2021; Cassiopea Pressemitteilungen vom 27. August 2020 und 31. August 2021.

Anspruch nahm, setzte sich das Fremdkapital in der Vergangenheit hauptsächlich aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zusammen.

Die historischen CAPEX stehen insbesondere im Zusammenhang mit Patenten und Rechten und beziehen sich auf Kosten für die Beantragung und Verlängerung von Patenten im Besitz von Cassiopea sowie auf Gebühreneinzahlungen für die Einreichung neuer Arzneimittelanträge (New Drug Applications, «NDA»). Der starke einmalige Anstieg im GJ 2019 ist auf die PDUFA-Gebühr<sup>6</sup> zurückzuführen, die an die FDA für die NDA von Winlevi gezahlt wurde.

## 2.4 Marktanalyse

Überblick über den Bereich Dermatologie

Die folgenden Aussagen zu Akne, Haarausfall und Genitalwarzen fokussieren auf die Schwerpunkte von Cassiopea im Bereich Dermatologie:

Akne

Akne vulgaris ist eine der häufigsten Hautkrankheiten und gehört zu den Top 10 der weltweit häufigsten Krankheiten überhaupt. Erhöhte Androgen- und Östrogenspiegel zu Beginn der Pubertät sind der Hauptgrund für die Entwicklung von Akne. Jüngsten Schätzungen zufolge sind etwa 10% der Weltbevölkerung davon betroffen.<sup>7</sup> Je nach geografischem Standort, ethnischer Zugehörigkeit und Alter schwankt die Prävalenz von Akne zwischen 35% und fast 100%.<sup>8</sup> Speziell in den USA, dem von Cassiopea anvisierten Schlüsselmarkt für Winlevi, leiden laut der American Academy of Dermatology Association bis zu 50 Mio. Menschen an Akne. Da Faktoren wie emotionaler Stress, heisses und feuchtes Klima und übermässiger Gebrauch von Kosmetika im Verdacht stehen, das Auftreten der Krankheit zu begünstigen, wird erwartet, dass die Zahl der an Akne leidenden Menschen in Zukunft erheblich zunehmen wird. Der weltweite Markt für Aknemedikamente wird Schätzungen zufolge bis zum Jahr 2027 ein Volumen von USD 13.1 Mrd. erreichen, basierend auf einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate («CAGR») von etwa 6% zwischen 2021 und 2027.<sup>9</sup>

Androgenetische Alopezie («AGA»)

AGA oder erblich bedingter Haarausfall ist die häufigste Form des fortschreitenden Haarausfalls. Je nach Alter und Rasse leiden bis zu 30% der Männer im Alter von 30 Jahren an AGA. Dieser Anteil nimmt mit zunehmendem Alter stetig zu und erreicht im Alter von 70 Jahren einen Anteil von fast 80%. Im Allgemeinen sind Menschen aus dem

---

<sup>6</sup> PDUFA: Prescription Drug User Fee Act.

<sup>7</sup> Quelle: Tan, J.K.L & Bhate, K., A global perspective on the epidemiology of acne, British Journal of Dermatology, S. 3, 2015.

<sup>8</sup> Quelle: Heng, A.H.S & Chew, F.T., Systematic review of the epidemiology of acne vulgaris, Scientific Reports, S. 1, 2020.

<sup>9</sup> Quelle: Global Market Insights, Acne Medication Market Size by Formulation, [...], Competitive Market Share & Forecasts, 2021–2027, Juni 2021.

Fernen Osten (z. B. China und Japan) sowie Afroamerikaner weniger betroffen als Kaukasier.<sup>10</sup> Allerdings leiden Frauen fast genauso häufig an AGA wie Männer. In den USA beispielsweise weisen etwa 50–60 Mio. Männer und 30–35 Mio. Frauen einen gewissen Grad an erblich bedingtem Haarausfall auf. Dennoch sucht nur eine Minderheit nach einer Behandlung, was wahrscheinlich auf die Grenzen der derzeitigen Behandlungsmöglichkeiten und den Mangel an verfügbaren Optionen zurückzuführen ist.<sup>11</sup> Weltweit wurde der Markt für Alopezie-Behandlungen im Jahr 2020 auf USD 7.6 Mrd. geschätzt, mit einer erwarteten jährlichen Wachstumsrate von 8.1% zwischen 2021 und 2028.<sup>12</sup>

#### Genitale Warzen

Der dritte dermatologische Produktkandidat von Cassiopea konzentriert sich auf die Behandlung von Genitalwarzen, einer sexuell übertragbaren Krankheit, die durch HPV verursacht wird. In den USA werden jedes Jahr etwa 14 Mio. Menschen neu mit Humanen Papillomviren infiziert und geschätzt 79 Mio. Menschen sind bereits infiziert. Es gibt jedoch mehr als 100 verschiedene Virustypen, von denen nur wenige zu einer möglichen Entwicklung von Warzen führen.<sup>13</sup> Der Weltmarkt wurde für 2020 auf einen Wert von USD 6.4 Mrd. geschätzt und wird bis 2028 voraussichtlich einen Wert von USD 10.6 Mrd. erreichen, bei einer CAGR von 6.8%.<sup>14</sup>

---

<sup>10</sup> Quelle: Lolli F et al., Androgenetic alopecia: a review, Endocrine, S. 9, 2017.

<sup>11</sup> Quelle: Cassiopea Geschäftsbericht GJ 2020, S. 12.

<sup>12</sup> Quelle: Grand View Research, Alopecia market size, share & trends analysis by disease type, [...], and segment forecasts, 2021–2028, Juli 2021.

<sup>13</sup> Quelle: The American Sexual Health Association, HPV: Fast Facts, September 2021.

<sup>14</sup> Quelle: Data Bridge Market Research, Global Genital Warts Market – Industry Trends and Forecasts to 2028, August 2021.

## Fairness Opinion Cassiopea

### **3 Bewertung**

- |            |   |          |
|------------|---|----------|
| <b>3.1</b> | Bewertungsansatz                                | Seite 18 |
| <b>3.2</b> | Risikoadjustierte Discounted Cashflow Bewertung | Seite 19 |
| <b>3.3</b> | Aktienkursanalyse                               | Seite 26 |

## 3 Bewertung

### 3.1 Bewertungsansatz

Bei der Bewertung von Cassiopea stützen wir uns, entsprechend der aktuellen «Best Practice», auf der risikoadjustierten DCF-Methode ab

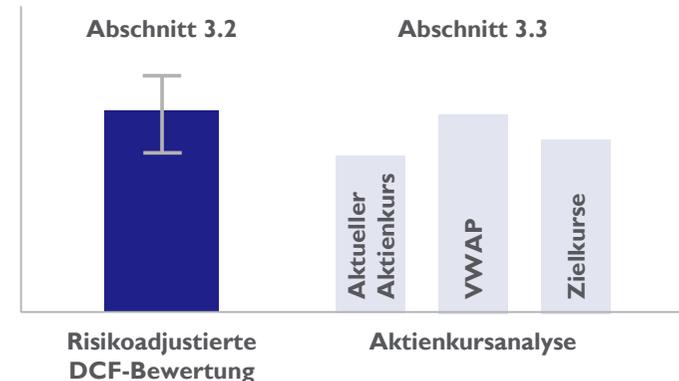
Die Bewertung von Cassiopea erfolgt auf konsolidierter Stand-alone-Basis entsprechend der aktuellen «Best Practice», um die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots von Cosmo zu beurteilen. In Übereinstimmung mit der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung zwischen den Parteien am 1. Oktober 2021 wird der Wert pro Cassiopea-Aktie zum massgeblichen Bewertungsstichtag 1. Oktober 2021 berechnet.

Innerhalb unseres Bewertungsframeworks ist die risikoadjustierte Discounted Cashflow-Methode («DCF-Methode») von grösster Bedeutung. Diese Methode entspricht der Best Practice zur Bewertung von Pharmaunternehmen mit einer begrenzten Anzahl von Produkten. Dabei werden die einzelnen Medikamentenkandidaten separat bewertet (Sum-of-the-Parts), um die Wahrscheinlichkeit künftiger positiver Cashflows für jedes Produkt in Abhängigkeit der jeweiligen Entwicklungsphase und der entsprechenden Erfolgswahrscheinlichkeit zu berücksichtigen.<sup>15</sup> Darüber hinaus werden auch Gemeinkosten berücksichtigt. Im Einklang mit der Best Practice werden nur Produkte bewertet, die sich derzeit in der Produktpipeline von Cassiopea befinden.

Der Eigenkapitalwert von Cassiopea wird anschliessend durch die verwässerte Anzahl ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie von Cassiopea zu bestimmen. Der sich aus der Sum-of-the-Parts-Bewertung ergebende Wert pro Aktie wird mit dem aktuellen Aktienkurs von Cassiopea, dem VWAP von Cassiopea und den Analystentargets verglichen. Zusätzlich wird für die Aktie von Cassiopea eine Liquiditätsanalyse vorgenommen.

Da die erste Produkteinführung von Cassiopea im 4. Quartal GJ 2021 erwartet wird und bis dato weder Umsätze noch positive Erträge realisiert wurden, verzichten wir aufgrund mangelnder Aussagekraft und Verlässlichkeit auf einen Vergleich mit Trading und Transaction Multiples.

#### Bewertungsansatz



<sup>15</sup> Quelle: Siehe unter anderem H. Sanchez et al., How to Approach Asset Valuation in Pharma & Biotech: Putting a price tag on emerging therapies, 2018.

## 3.2 Risikoadjustierte Discounted Cashflow Bewertung

### 3.2.1 Einführung in die Bewertungsmethodik

Die Anwendung der risikoadjustierten, Sum-of-the-Parts DCF-Methodik entspricht der anerkannten Corporate Finance-Theorie sowie der aktuellen Best Practice für die Bewertung von Life-Science- und Healthcare-Unternehmen mit Produkten in der klinischen Phase. Allgemein wird der Wert eines Unternehmens hergeleitet, indem die wahrscheinlichkeitsgewichteten erwarteten künftigen den Aktionären zufließenden Free Cashflows («FCF») mit dem Eigenkapitalkostensatz zum definierten Bewertungsstichtag diskontiert werden.

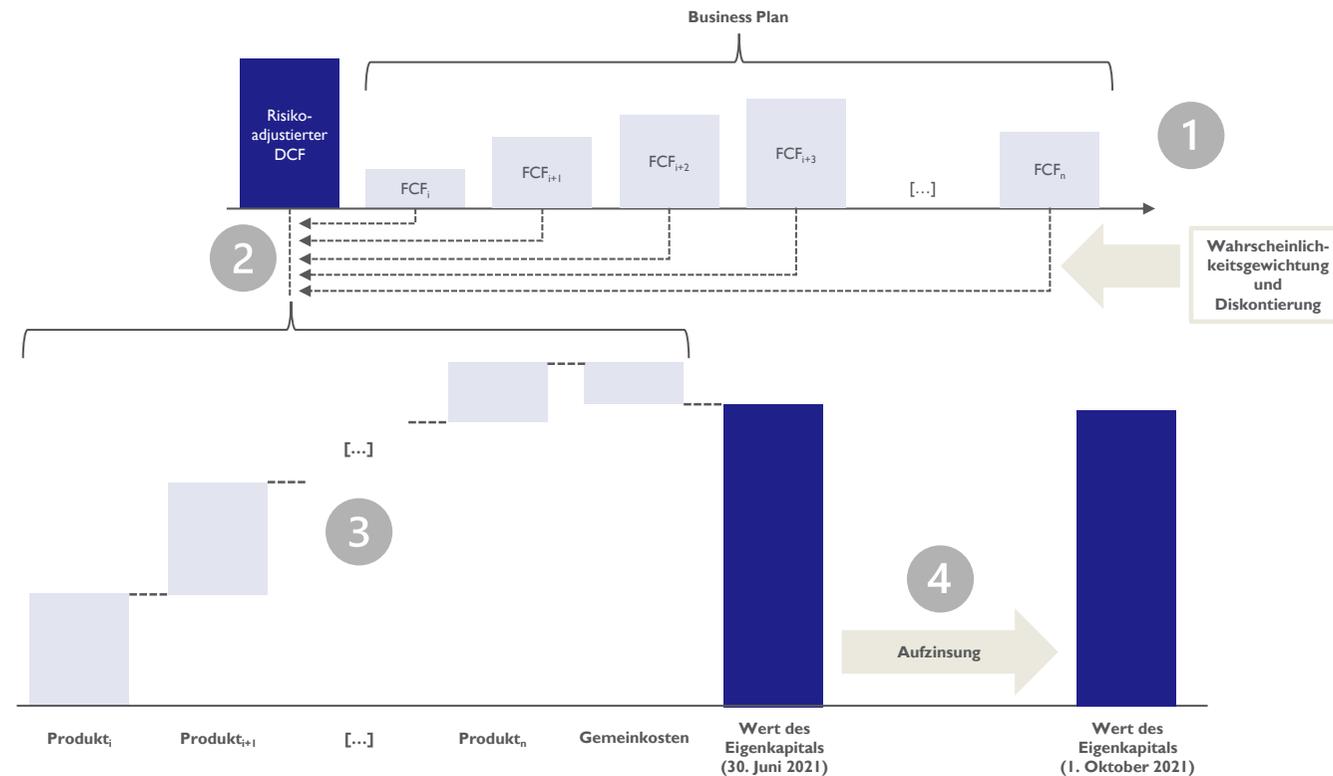
Basierend auf dem beschriebenen Bewertungsansatz kann der Wert des Eigenkapitals per 1. Oktober 2021 wie folgt bestimmt werden:

Bestimmung des  
Eigenkapitalwerts

- 1 Die produktspezifischen erwarteten Free Cashflows bis zum GJ 2042 werden auf der Grundlage des vom Management von Cassiopea vorgelegten Geschäftsplans ermittelt. Die entsprechenden Annahmen wurden mit der Geschäftsleitung von Cassiopea und dem letzten Halbjahresabschluss per 30. Juni 2021 abgestimmt. Dabei werden die produktspezifischen erwarteten Lebenszyklen berücksichtigt. Da Cassiopea davon ausgeht, dass die Free Cashflows der Produkte nach dem Auslaufen der Patente aufgrund von vermarkteten Generika deutlich zurückgehen werden, werden zur Berücksichtigung der erwarteten Marktanteilsrückgänge «Fade-Out»-Perioden von sechs Jahren nach dem Auslaufen der Patente berücksichtigt. Aufgrund der danach unbedeutenden Erträge und der hohen Unsicherheit wird keine zusätzliche Endwertkomponente («Terminal Value») berücksichtigt.
- 2 Die erwarteten Free Cashflow-Komponenten des Planungszeitraums werden dann mit entwicklungsstufenspezifischen Erfolgswahrscheinlichkeiten für die verschiedenen Produkte risikoadjustiert. Anschliessend werden die erwarteten den Aktionären zufließenden Free Cashflows der Produkte sowie die Gemeinkosten des Unternehmens unter Anwendung eines angemessenen Eigenkapitalkostensatzes für Cassiopea auf den 30. Juni 2021 diskontiert.
- 3 Die Summe der risikoadjustierten diskontierten Free Cashflows der verschiedenen Produkte sowie der nicht allozierbaren Gemeinkosten ergibt den Eigenkapitalwert per 30. Juni 2021.
- 4 Um den Wert des Eigenkapitals per 1. Oktober 2021 zu bestimmen, wird der ermittelte Eigenkapitalwert unter Anwendung des Eigenkapitalkostensatzes aufgezinest.

Die nachfolgende Abbildung fasst die Bestimmung des Werts des Eigenkapitals von Cassiopea per 1. Oktober 2021 zusammen:

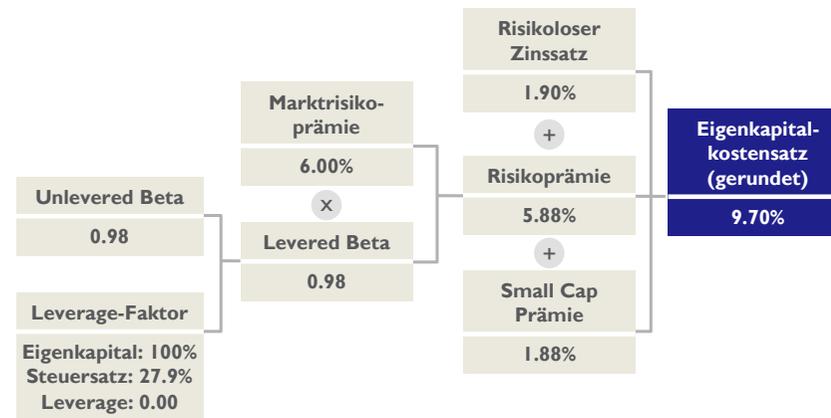
### Bestimmung des Werts des Eigenkapitals von Cassiopea per 1. Oktober 2021



Da die Bewertung von Cassiopea in EUR erfolgt, ist der Wert des Eigenkapitals anhand des EUR/CHF Wechselkurses zum Bewertungszeitpunkt in CHF umzurechnen. Der resultierende Eigenkapitalwert wird dann durch die Anzahl verwässerter, ausstehender Aktien dividiert, um den Wert pro Aktie per 1. Oktober 2021 zu ermitteln.

In der nachfolgenden Abbildung wird die Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes zusammengefasst:<sup>16</sup>

### Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes von Cassiopea



### 3.2.2 Business Plan

Die Free Cashflow Schätzungen basieren auf dem vom Verwaltungsrat von Cassiopea genehmigten Business Plan und der unabhängigen Prüfung und Plausibilisierung durch IFBC

Die prognostizierten Free Cashflows für das zweite Halbjahr 2021 bis zum zweiten Halbjahr 2042 basieren auf dem Business Plan von Cassiopea, mit dem Management von Cassiopea abgestimmten Annahmen und dem Halbjahresabschluss per 30. Juni 2021. Zur Durchführung unserer Bewertung erhielten wir einen vom Verwaltungsrat von Cassiopea am 23. September 2021 genehmigten Business Plan.

Der Business Plan stützt sich auf eine produktspezifische Bottom-up-Planung. Der Marktanteil und das Marktvolumen von Winlevi basieren auf führenden Markenprodukten mit ähnlichen Profilen wie Winlevi und der prognostizierten Marktnachfrage auf der Grundlage qualitativer und quantitativer Marktforschungsstudien. Die Preisgestaltung basiert auf der gesamten Konkurrenz von Akneprodukten. Breezula basiert auf einem epidemiologischen Modell zur Quantifizierung der Anzahl behandlungssuchender Patienten. Der Marktanteil wird auf der Grundlage früherer ähnlicher Produkte und der prognostizierten Marktakzeptanz auf der Grundlage qualitativer Marktforschungsstudien geschätzt. Die Preisgestaltung basiert auf marktüblichen Preisen laut Marktforschung.

<sup>16</sup> Für weitere Angaben siehe Anhang.

Konsistent mit einem auf Auslizenzierungen basierenden Geschäftsmodell stammen die Haupteinnahmen für alle Produkte aus Meilensteinzahlungen, Lizenzgebühren und Liefermargen. Die wichtigsten Kostenkomponenten sind Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, Kosten der verkauften Produkte und Gemeinkosten von Cassiopea. Der Business Plan basiert auf dem Geschäftsjahr 2021, das durch die Vorauszahlung von USD 45 Mio. durch Sun Pharma sowie Lizenzgebühren und Liefermargen in relativ geringem Umfang gekennzeichnet ist. Die sich daraus ergebenden Annahmen hinsichtlich der wesentlichen Werttreiber sind in der Tabelle auf der rechten Seite aufgeführt. Das Jahr 2030 entspricht dem Ablauf des US-Patents von Winlevi, während die Patente der anderen Produkte voraussichtlich im Jahr 2036 auslaufen werden.

#### Übersicht zu den wesentlichen Annahmen im Business Plan

Mittelwert	GJ 22 - GJ 30	GJ 22 - GJ 36
Umsatzwachstum (CAGR)	18.7%	6.1%
EBITDA-Marge	Ø 58.6%	
CAPEX in EUR	Ø 100 Tsd.	
NUV (inkl. betriebsnotwendige flüssige Mittel) in % des Umsatzes	Ø 27.5%	

Quelle: Business Plan Cassiopea, Analyse von IFBC.

Wir haben den erhaltenen Business Plan von einem unabhängigen Standpunkt aus beurteilt und plausibilisiert. Zu diesem Zweck wurden die wichtigsten Annahmen des Business Plans mit den Analystenprognosen für Cassiopea sowie den identifizierten Peer Unternehmen und Marktstudien verglichen. Die wichtigsten Annahmen werden im Folgenden ausführlicher beschrieben:

#### Erfolgswahrscheinlichkeiten

Auf Basis des derzeitigen Entwicklungsstandes der Produkte, der Analyse von Forschungsarbeiten<sup>17</sup>, Vergleichen mit ähnlichen Produkten und Gesprächen mit dem Management von Cassiopea wurden im Rahmen der risikoadjustierten DCF-Berechnungen folgende Risikogewichte in Bezug auf eine erfolgreiche Markteinführung angesetzt:

- 1) Winlevi USA und Kanada: 100%
- 2) Winlevi ausserhalb USA und Kanada: 90%
- 3) Breezula: 60%
- 4) CB-06-01 und CB-06-02: 15%.

Darüber hinaus wurde die Wahrscheinlichkeit einer Einstellung der Forschungs- und Entwicklungsausgaben im Falle erfolgloser klinischer Studienergebnisse angemessen berücksichtigt.

<sup>17</sup> Zum Beispiel BIO, QLS Advisors, Informa UK Ltd, 2021, Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011–2020.

CAPEX-Annahmen	Zwischen dem GJ 2015 und dem GJ 2020 hatte Cassiopea Investitionsausgaben («CAPEX») zwischen EUR 83 Tsd. und EUR 228 Tsd., im Durchschnitt EUR 135 Tsd. (ohne das GJ 2019, in welchem ausserordentliche Investitionen getätigt wurden). Bis zum GJ 2042 ist ein stabiler CAPEX-Betrag von jährlich EUR 100 Tsd. geplant. Die Abschreibungen sind entsprechend dem Business Plan berücksichtigt.
Nettoumlaufvermögen	Für den Zeitraum GJ 2022 bis GJ 2042 erwartet Cassiopea, dass das Nettoumlaufvermögen («NUV») einschliesslich der betriebsnotwendigen flüssigen Mittel im Durchschnitt 27.5% des Umsatzes betragen werden. Die NUV-Planung berücksichtigt die Zahlungsbedingungen der Liefer- und Lizenzvereinbarungen mit Sun Pharma, allgemeine Zahlungsbedingungen und den erforderlichen Lagerbestand im Verhältnis zum Umsatzvolumen. Betriebsnotwendige flüssige Mittel werden mit einer Cash-Burn-Rate von 60 Tagen berücksichtigt.
Steuern	Die prognostizierten Steuerguthaben aus den bis zum 30. Juni 2021 akkumulierten Verlustvorträgen sowie Steuergutschriften im Zusammenhang mit Forschungs- und Entwicklungsausgaben und Quellensteuern werden im Rahmen der Bewertungsüberlegungen berücksichtigt. Für die Jahre GJ 2021 bis GJ 2042 werden die geplanten effektiven Steuerbelastungen von Cassiopea berücksichtigt. Auf der Grundlage ihrer Analysen schätzt Cassiopea einen langfristigen Steuersatz von 27.9% (3.9% IRES plus 24.0 % IRAP) <sup>18</sup> und eine Verringerung der Steuerbasis aufgrund der Einrichtung einer Patentboxstruktur. Es wird davon ausgegangen, dass die Patentbox in Kraft tritt, sobald das Steuerguthaben von Cassiopea aufgebraucht ist. Die neue Struktur sollte die IRES-Steuerbasis in Bezug auf Meilenstein- und Lizenzeinnahmen um 50% reduzieren.

### 3.2.3 Discounted Cashflow Analyse

Ermittlung des Eigenkapitalwerts	Die Diskontierung der risikogewichteten erwarteten Free Cashflows für das zweite Halbjahr 2021 bis GJ 2042 mit dem Eigenkapitalkostensatz von 9.70% <sup>19</sup> ergibt einen Eigenkapitalwert per 30. Juni 2021 von EUR 382.5 Mio. Per 30. Juni 2021 verfügte Cassiopea über keine überschüssige Liquidität oder andere nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte oder schuldenähnliche Posten, die eine zusätzliche Berücksichtigung erfordern würden. Die Rückzahlung der per 30. Juni 2021 ausstehenden Finanzverbindlichkeit in Höhe von EUR 6.2 Mio. ist im Free Cashflow zuhanden der Aktionäre im zweiten Halbjahr 2021 berücksichtigt.
----------------------------------	--

<sup>18</sup> IRES: imposta sul reddito sulle società, IRAP: imposta regionale sulle attività produttive.

<sup>19</sup> Siehe Anhang für detaillierte Informationen zur Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes.

Der Wert des Eigenkapitals wird mit dem Eigenkapitalkostensatz zum Bewertungsstichtag (1. Oktober 2021) aufgezinnt und abschliessend unter Anwendung eines Wechselkurses von 1.0784<sup>20</sup> von EUR in CHF umgerechnet. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert per 1. Oktober 2021 von CHF 422.3 Mio.

Berechnung des Werts pro  
Aktie in CHF

Per 1. Oktober 2021 sind insgesamt 10'750'000 Aktien ausstehend.<sup>21</sup> Der Verwässerungseffekt aufgrund des Aktienoptionsplans für Mitarbeiter («ESOP») wird mitberücksichtigt. Basierend auf dem impliziten Angebotspreis von CHF 37.13 pro Cassiopea-Aktie wird der Erlös aus dem ESOP in Höhe von CHF 8.5 Mio. zum Eigenkapitalwert addiert. Dividiert man den ESOP-adjustierten Eigenkapitalwert per 1. Oktober 2021 durch die verwässerte Gesamtanzahl an Aktien von 10'998'332, so resultiert ein Wert pro Aktie von CHF 39.17.

Sensitivitätsanalyse

#### Sensitivitätsanalyse für den Wert pro Aktie per 1. Oktober 2021 (in CHF)

		Eigenkapitalkostensatz				
		10.20%	9.95%	9.70%	9.45%	9.20%
Δ Erfolgswahrscheinlichkeit (in pp)	10.00%	41.38	42.07	42.78	43.51	44.25
	5.00%	39.65	40.31	40.97	41.66	42.36
	0.00%	37.93	38.54	39.17	39.81	40.47
	-5.00%	36.20	36.77	37.36	37.96	38.58
	-10.00%	34.47	35.01	35.55	36.12	36.69

Quelle: IFBC.

Die obige Abbildung zeigt eine Sensitivitätsanalyse für den Wert pro Aktie in CHF. Eine Veränderung der Eigenkapitalkosten um  $\pm 50$  Basispunkte sowie der entwicklungsphasenspezifischen Erfolgswahrscheinlichkeit um  $\pm 10$  Prozentpunkte resultiert in einer Wertbandbreite zwischen CHF 34.47 und CHF 44.25.

Berücksichtigung weiterer  
Umsatzszenarien

Neben dem zuvor erörterten Business Plan hat das Management von Cassiopea zwei zusätzliche Szenarien hinsichtlich der Anzahl der verkauften Winlevi-Einheiten und der Verkaufspreise pro Einheit in den USA und Kanada entwickelt, die sich auf die Spitzenumsätze in diesen Märkten auswirken. Die Verkäufe von Winlevi in anderen

<sup>20</sup> EUR/CHF-Tageskurs per 1. Oktober 2021, Quelle: Refinitiv Eikon.

<sup>21</sup> Quelle: Management von Cassiopea.

Gebieten als den USA und Kanada sowie die Verkäufe anderer Produkte bleiben im Vergleich zum Business Plan unverändert.

#### Upside Szenario

Das Upside Szenario geht von einem rund 20% höheren Spitzenumsatz für Winlevi im Jahr 2030 im Vergleich zum Business Plan aus. Unter Berücksichtigung der damit verbundenen Erhöhung von Meilensteinen, Lizenzgebühren und Umsatzmargen beträgt der Wert pro Aktie im Upside-Szenario CHF 44.26.

#### Downside Szenario

Im Gegensatz dazu geht das Downside Szenario davon aus, dass der Spitzenumsatz von Winlevi im Jahr 2030 im Vergleich zum Business Plan um rund 50% niedriger ausfällt. Der Wert pro Aktie im Downside-Szenario beträgt CHF 27.73.

## Zusammenfassung

- Die Anwendung der risikoadjustierten DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes ist anerkannte Best Practice für ein Spezialpharmaunternehmen mit Produkten in der klinischen Phase.
- Die Annahmen zum Free Cashflow basieren auf dem vom Verwaltungsrat am 23. September 2021 genehmigten Business Plan.
- Dieser Business Plan von Cassiopea unterliegt verschiedenen Risiken, insbesondere bezüglich der Erfolgswahrscheinlichkeit der Produkte in der Pipeline. Daher werden entwicklungsstufenspezifische Wahrscheinlichkeiten berücksichtigt.
- Für die Ermittlung des Eigenkapitalwerts von Cassiopea wurde ein Eigenkapitalkostensatz von 9.70% angewendet.
- Der resultierende Wert pro Aktie beträgt für Cassiopea CHF 39.17.
- Die Sensitivitätsanalyse ergibt eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 34.47 bis CHF 44.25.
- Die Bewertung der Szenarien bezüglich der Spitzenumsätze von Winlevi in den USA und Kanada führt zu einem Wert pro Aktie von CHF 27.73 in einem Downside Szenario und CHF 44.26 in einem Upside Szenario.

### 3.3 Aktienkursanalyse

#### Aktienkursentwicklung

Aufgrund des Ausbruchs der COVID-19-Pandemie und der vorherrschenden Unsicherheiten im Markt sank der Aktienkurs von Cassiopea am 20. März 2020 auf ein Allzeittief von CHF 25.4. Nach einer schnellen Erholungsphase und der Bekanntgabe der erstmaligen Zulassung eines Dermatologie-Medikaments von Cassiopea durch die FDA stieg der Aktienkurs bis Ende August 2020 weiter auf CHF 58.6 und erreichte damit fast das Allzeithoch von CHF 60.1 (Ende August 2018). In den Folgemonaten bewegte sich der Aktienkurs jedoch überwiegend zwischen CHF 40.0 und CHF 50.0. Bis Ende Juli 2021 war die Entwicklung recht stabil. Zuletzt erfolgte eine deutlich sichtbare Korrektur. Der Aktienkurs schloss am 1. Oktober 2021 bei einem Kurs von CHF 35.2.

Entwicklung des Aktienkurses von Cassiopea seit 2019 (in CHF)



Quellen: SIX Swiss Exchange, Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Der implizite Angebotspreis von CHF 37.13 pro Aktie von Cassiopea liegt 5.5% höher als der letzte Preis vor Ankündigung des Angebots von Cosmo. Verglichen mit dem VWAP von CHF 39.01 der letzten 60 Handelstage per 1. Oktober 2021 entspricht der implizite Angebotspreis einem Abschlag von 4.8%.

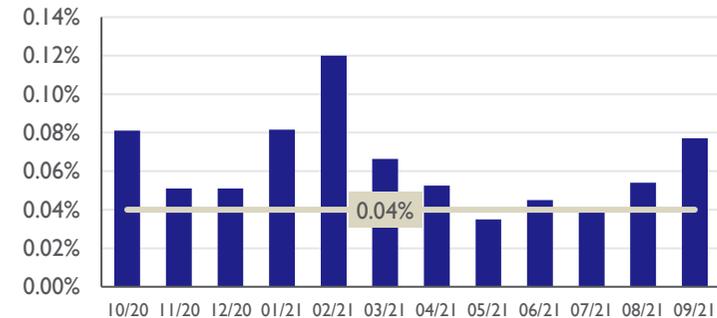
#### Liquiditätsanalyse

Gemäss geltendem Übernahmerecht sind Aktien von Unternehmen, die nicht im Swiss Leader Index («SLI») kotiert sind, als liquide zu klassifizieren, «sofern der monatliche Median des Tagesvolumens eines Titels im Verhältnis zum Streubesitz (Free Float) in 10 der 12 Monate vor der Veröffentlichung des Angebots oder der Vorankündigung mindestens 0.04% betragen hat.»<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Vgl. Übernahmekommission: UEK Rundschreiben Nr. 2 Liquidität im Sinn des Übernahmerechts, 26 Februar 2010.

Wie aus der Abbildung rechts hervorgeht, ist der Median des Handelsvolumens während des Zwölfmonatszeitraums vor der Veröffentlichung des Angebots in jedem Monat ausser Mai und Juli 2021 höher als dieser geltende Schwellenwert. Folglich können die Aktien von Cassiopea als liquide beurteilt werden. Entsprechend ist der Aktienkurs von Cassiopea eine gültige Referenz zur Beurteilung des von Cosmo angebotenen Aktienpreises.

**Monatliche Medianwerte der gehandelten Anzahl Aktien in % des Free Float**



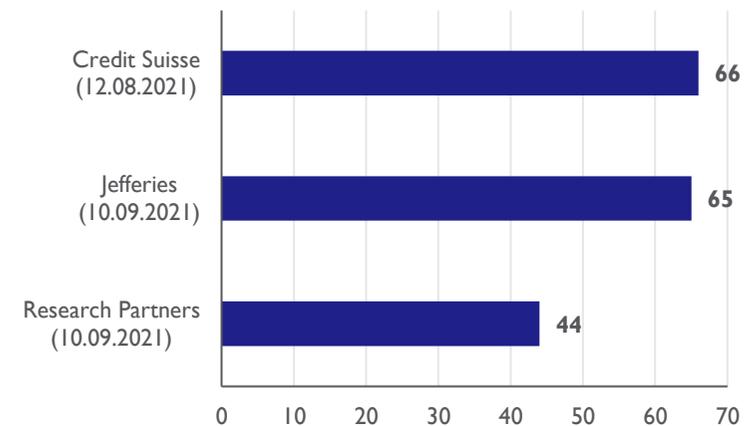
Quellen: Refinitiv Eikon, IFBC Analyse.

Analystenerwartungen

Seit Juli 2021, als die Lizenz- und Liefervereinbarungen für Winlevi mit Sun Pharma unterzeichnet wurden, haben drei Analysten eine aktualisierte Schätzung für das Kursziel von Cassiopea veröffentlicht. Die Kursziele liegen zwischen CHF 44.00 und CHF 66.00 je Cassiopea-Aktie. Während das Kursziel von Research Partners nahe am oberen Ende der risikoadjustierten DCF-Bewertung liegt, kommen die Analysten von Credit Suisse und Jefferies zu einem Kursziel von CHF 66.00 bzw. CHF 65.00.

Der Durchschnitt aller seit Juli 2021 veröffentlichten Kursziele liegt bei 58.33 CHF pro Aktie. Ein wesentlicher Grund für die höheren Kursschätzungen der Analysten im Vergleich zu den Ergebnissen der DCF-Bewertung sind deutlich höher geschätzte Spitzenumsätze der einzelnen Produkte von Cassiopea.

**Kursziele der Analysten (in CHF)**



Quellen: Refinitiv Eikon, Analystenreports.

## Zusammenfassung

- Die Aktie von Cassiopea ist im Sinne des geltenden Übernahmerechts als liquide zu beurteilen. Deshalb wird der Aktienkurs im Rahmen dieser Fairness Opinion zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots mitberücksichtigt.
- Per 1. Oktober 2021, dem letzten Tag, vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots von Cosmo, betrug der Schlusskurs CHF 35.20. Der implizite Angebotspreis von CHF 37.13 ist 5.5% höher im Vergleich zum Schlusskurs.
- Der implizite Angebotspreis liegt 4.8% unter dem durchschnittlichen volumengewichteten Aktienkurs der letzten 60 Handelstage per 1. Oktober 2021.
- Die seit Juli 2021 veröffentlichten Analystenerwartungen bewegen sich in einer Spanne zwischen CHF 44.00 und CHF 66.00 mit einem durchschnittlichen Kursziel von CHF 58.33 pro Aktie. Analystenerwartungen liegen zum Teil deutlich über den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsergebnissen, was insbesondere auf die optimistische Einschätzung der Analysten hinsichtlich der künftigen Spitzenumsätze der Produkte von Cassiopea zurückzuführen ist.

## Fairness Opinion Cassiopea

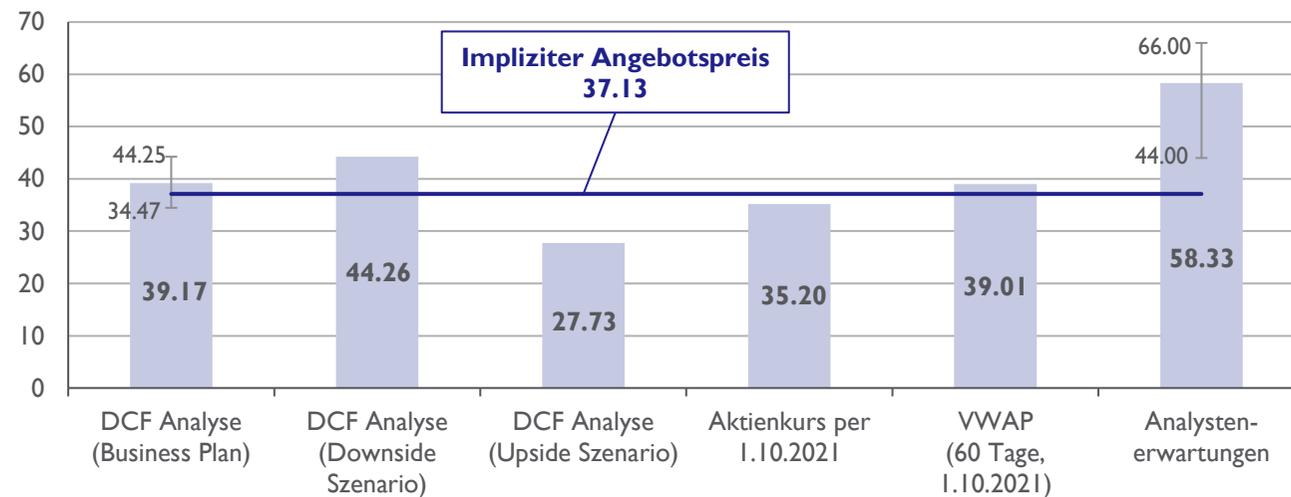
### **4 Beurteilung**

## 4 Beurteilung

IFBC gelangt auf Basis der vorangehend beschriebenen Analysen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen zu folgender Einschätzung hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots durch Cosmo für die ausstehenden Aktien von Cassiopea:

Überblick über die  
Bewertungsergebnisse

### Übersicht zu den Bewertungsergebnissen für Cassiopea per 1. Oktober 2021 (Wert pro Aktie in CHF)



Quelle: IFBC.

- Gemäss Best Practice haben wir den risikoadjustierten DCF-Ansatz angewandt, um den Wert pro Aktie von Cassiopea zu bestimmen.
- Unsere Fundamentalbewertung führt zu einem Wert pro Aktie von CHF 39.17 mit einer Schwankungsbreite zwischen CHF 34.47 und CHF 44.25 per 1. Oktober 2021. Das Bewertungsergebnis ist besonders sensitiv bezüglich des geschätzten Spitzenumsatzes und der angesetzten Erfolgswahrscheinlichkeit. Zusätzlich zum Basisszenario wurden ein Upside- und ein Downside-Szenario betrachtet, die eine über- bzw.

unterdurchschnittliche Entwicklung der zukünftigen Absatzmengen und Verkaufspreise in den USA und Kanada widerspiegeln und zu einem Wert pro Aktie von CHF 44.26 bzw. CHF 27.73 führen.

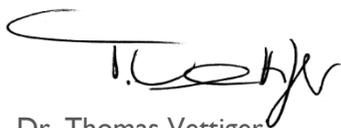
- Da die erste Produkteinführung von Cassiopea im 4. Quartal des GJ 2021 erwartet wird und bis dato weder Umsätze noch positive Erträge realisiert wurden, verzichten wir aufgrund mangelnder Aussagekraft und Verlässlichkeit auf einen Vergleich mit Trading und Transaction Multiples.
- Die Aktie von Cassiopea gilt gemäss geltendem Übernahmerecht als liquide. Daher können der Aktienkurs vom 1. Oktober 2021 sowie der VWAP der letzten 60 Handelstage für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Cosmo mitberücksichtigt werden.
- Basierend auf dem Schlusskurs der Cosmo-Aktie am letzten Handelstag vor der Veröffentlichung des Angebots (1. Oktober 2021) von CHF 79.50 entspricht das angebotene Umtauschverhältnis von 0.467 Cosmo-Aktien für eine Cassiopea-Aktie einem impliziten Angebotspreis von CHF 37.13 pro Cassiopea-Aktie. Das Angebot stellt somit eine Prämie von 5.5% gegenüber dem Schlusskurs der Cassiopea-Aktie vor Veröffentlichung des Angebots (CHF 35.20) und einen Abschlag von 4.8% gegenüber dem VWAP der Cassiopea-Aktie (CHF 39.01) dar.
- Die Analystenerwartungen für den Wert je Aktie von Cassiopea liegen in einem Bereich zwischen CHF 44.00 and CHF 66.00 mit einem Mittelwert von CHF 58.33.

Abschliessende Bewertung  
des Angebots

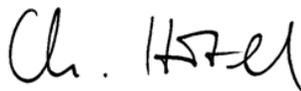
Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen sowie der präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC den von Cosmo angebotenen impliziten Preis von CHF 37.13 pro Aktie von Cassiopea aus finanzieller Sicht aus folgenden Gründen als fair.

1. Der angebotene implizite Preis liegt innerhalb der Wertbandbreite der risikoadjustierten DCF-Bewertung des vom Verwaltungsrat genehmigten Business Plans.
2. Der angebotene implizite Preis liegt über dem aktuellen Aktienkurs von Cassiopea, der als liquide und damit als gültige Referenz eingestuft wird.
3. Der implizite Angebotspreis liegt leicht unter dem VWAP.

Zürich, 1. Oktober 2021



Dr. Thomas Vettiger  
Managing Partner



Christian Hirzel  
Partner

## Fairness Opinion Cassiopea

### **5 Anhang**

<b>5.1</b>	Eigenkapitalkostensatz	Seite 33
<b>5.2</b>	Beta-Analyse per 30. September 2021	Seite 34
<b>5.3</b>	Abkürzungsverzeichnis	Seite 35

## 5 Anhang

### 5.1 Eigenkapitalkostensatz

Parameter	Wert	Beschreibung
Inflation	1.90%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gerundete Cashflow-gewichtete Inflationserwartungen für Cassiopea.</li> <li>Quellen: Informationen von Cassiopea und IWF, World Economic Outlook, April 2021.</li> </ul>
Minimaler risikoloser Zinssatz	0.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unter Berücksichtigung des aktuell sehr tiefen Zinsumfelds wird ein nachhaltiger risikoloser Zinssatz von 0.00% angewandt.</li> </ul>
<b>Risikoloser Zinssatz</b>	<b>1.90%</b>	
Marktrisikoprämie	6.00%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Marktrisikoprämie entspricht der langfristigen Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz und korrespondiert mit der zusätzlichen Prämie, die ein Investor für ein Aktieninvestment gegenüber einer risikolosen Anlage erwartet. In Übereinstimmung mit der Best Practice wird eine implizite Marktrisikoprämie von 6.00% berücksichtigt</li> <li>Quelle: IFBC.</li> </ul>
Unlevered Beta	0.98	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das unlevered Beta misst das systematische, nicht diversifizierbare Risiko eines vergleichbaren, ausschliesslich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens.</li> <li>Um die statistische Aussagekraft der Beta-Analyse zu erhöhen, werden nebst dem Beta von Cassiopea auch statistisch signifikante Betas von Peer Group Unternehmen analysiert.</li> <li>Das durchschnittliche unlevered Beta wird per 30. September 2021 (letztes Monatsende vor dem Bewertungsdatum) berechnet. Die Berechnung basiert auf wöchentlichen Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren (siehe Anhang 5.2).</li> <li>Quelle: Refinitiv Eikon.</li> </ul>
Leverage-Faktor	0.00	<ul style="list-style-type: none"> <li>Die Berechnung des Leverage-Faktors erfolgt unter Berücksichtigung der Zielkapitalstruktur sowie des relevanten Steuersatzes (Hamada-Ansatz).</li> </ul>
Levered Beta	0.98	<ul style="list-style-type: none"> <li>Das levered Beta misst das systematische Risiko und widerspiegelt sowohl operative wie auch finanzielle Risiken eines Unternehmens.</li> </ul>
<b>Risikoprämie</b>	<b>5.88%</b>	
Small Cap Prämie	1.88%	<ul style="list-style-type: none"> <li>Empirie und Praxis zeigen, dass kleinere Unternehmen im Vergleich zu Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung signifikant höhere Eigenkapitalkosten aufweisen.</li> <li>Aus diesem Grund wird ein Size Premium im Rahmen des CAPM berücksichtigt. Das Size Premium wird mittels statistischer Methoden auf Basis der Marktkapitalisierung des Unternehmens hergeleitet.</li> <li>Basierend auf der aktuellen Marktkapitalisierung von Cassiopea von CHF 378.4 Mio. wird ein Small-Cap Premium von 1.88% (Mittelwert des 8. und 9. Dezil) angewendet.</li> <li>Quellen: Refinitiv Eikon und Duff &amp; Phelps.</li> </ul>
<b>Eigenkapitalkostensatz (gerundet)</b>	<b>9.70%</b>	

## 5.2 Beta-Analyse per 30. September 2021

Unternehmen	Lokalwährung	Land	Steuersatz <sup>1)</sup>	Leverage <sup>2)</sup>	Levered adj. Beta <sup>3)</sup>	Unlevered adj. Beta
Aclaris Therapeutics Inc	USD	USA	27.0%	0.00	1.48	1.48
AnaptysBio Inc	USD	USA	27.0%	0.00	0.82	0.82
Biofrontera AG	USD	Deutschland	30.0%	0.02	1.02	1.01
Botanix Pharmaceuticals Ltd	AUD	Australien	30.0%	0.00	0.79	0.79
Cassiopea SpA	EUR	Italien	27.9%	0.00	0.96	0.96
Edesa Biotech Inc	USD	Kanada	26.5%	0.00	1.40	1.40
Forte Biosciences Inc	USD	USA	27.0%	0.00	0.73	0.73
Inflarx NV	EUR	Deutschland	30.0%	0.00	0.61	0.61
Innovation Pharmaceuticals Inc	USD	USA	27.0%	0.01	0.76	0.75
Krystal Biotech Inc	USD	USA	27.0%	0.00	0.95	0.95
Novan Inc	USD	USA	27.0%	0.00	0.79	0.79
Revance Therapeutics Inc	USD	USA	27.0%	0.00	1.33	1.33
Sol Gel Technologies Ltd	USD	Israel	23.0%	0.00	0.94	0.94
Verrica Pharmaceuticals Inc	USD	USA	27.0%	0.00	1.14	1.14
Vyne Therapeutics Inc	USD	USA	27.0%	0.00	0.66	0.66
XBiotech Inc	USD	USA	27.0%	0.00	0.89	0.89
<b>Median</b>				<b>0.00</b>	<b>0.99</b>	<b>0.98</b>

### Bemerkungen:

1) Quelle: KPMG, Corporate Tax Rates Table.

2) Leverage = 2-Jahres-Mittelwert (Nettoverschuldung × (1 - Steuersatz) / Eigenkapital). Effekte in Bezug zu operativem Leasing (IFRS 16 / ASC 842) wurden eliminiert.

3) Quelle: Refinitiv Eikon, adj. wöchentliches Beta (2 Jahre), September 2021.

Nicht berücksichtigt für Beta-Analyse mangels ausreichender statistischer Signifikanz.

### 5.3 Abkürzungsverzeichnis

AGA	Androgenetische Alopezie
Aktien	Namensaktien von Cassiopea mit einem Nennwert von je EUR 1
ASC	Accounting Standards Codification
CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
CAPEX	Investitionsausgaben
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Cassiopea	Cassiopea S.p.A.
CHF	Schweizer Franken
Cosmo	Cosmo Pharmaceuticals N.V.
DCF	Discounted Cashflow
DCF-Methode	Risikoadjustierte Discounted Cashflow-Methode
ESOP	Aktienoptionsplan für Mitarbeiter
EUR	Euro
FCF	Free Cashflows
FDA	United States Food and Drug Administration
GJ	Geschäftsjahr
HPV	Humane Papillomaviren
HI	Erstes Halbjahr eines GJ
IFBC	IFBC AG
IFRS	International Financial Reporting Standards
IRAP	Imposta regionale sulle attività produttive

IRES	Imposta sul reddito sulle società
IWF	Internationaler Währungsfonds
KPIs	Key Performance Indicators (Leistungskennzahlen)
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
NDA	New Drug Application (neue Arzneimittelanträge)
NUV	Nettoumlaufvermögen
PDUFA	Prescription Drug User Fee Act
POC	Proof of Concept
pp	Prozentpunkte
S.	Seite
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
Sun Pharma	Sun Pharmaceutical Industries Ltd.
Tsd.	Tausend
UEK	Übernahmekommission
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittspreis

