

# AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 25.01.2006

## MorphoSys AG

Biotechnologie

[> Click here for Disclaimer](#)

**Positiver Effekt aus Serotec-Übernahme  
bereits eingepreist - HALTEN**

Rating (12M):

**Halten**

seit 25.01.2006

Letztes Rating \* : Kaufen

Kursziel: **€47,0 (43,0)**

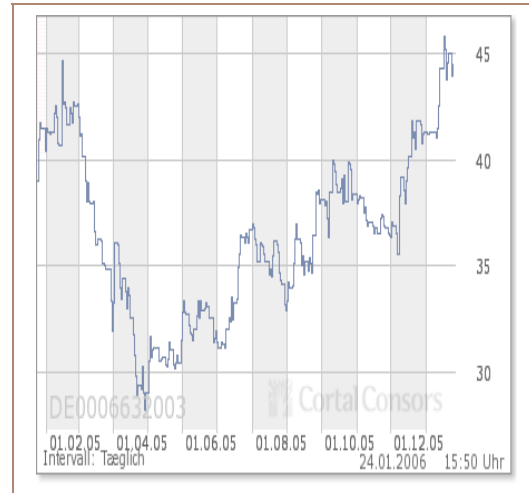
seit: 25.01.2006

Kurs (24.01.2006, 15:24 ETR): **€44,50**

Hoch/Tief 250 Tage: €45,80 / 28,20

Nächstes Research: Update

\* : seit 30.07.2004



Quelle: [www.cortalconsors.de](http://www.cortalconsors.de)

**Analyst: Thomas Schiessle**

**- Finanzanalyst DVFA -**

Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-30

Email: [thomas.schiessle@midas-research.de](mailto:thomas.schiessle@midas-research.de)

### Zahlen je Aktie in €

	2004	2005e	2006e **
EPS	0,05	0,59 (0,43)	1,05 (1,23)
KGV	n.s.	75,4	42,4
CashFlow	0,75	1,13 (1,17)	1,45 (1,52)
KCV	59,3	39,4	30,7
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.b.	n.b.	n.b.
Buchwert	6,35	10,47 (10,84)	11,53 (11,52)
Cash	6,00	8,06 (7,42)	6,69 (7,02)

\*\* : voll verwässert

Geschäftsjahr per 31.12.

### Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.:	6,206
Börsenwert in Mio. €	276,2
Streubesitz:	77,0%
Reuters Symbol:	MORG.DE
XETRA Symbol:	MOR.ETR
WKN:	663 200
ISIN:	DE0006632003
Hauptindex:	TecDAX
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	€1,27 Mio.
Tagesumsatz Ø 250 Tage:	€ 1,03 Mio.
Info:	<a href="http://www.morphosys.com">www.morphosys.com</a>

Mit dem jüngsten Zukauf eines renommierten und breit im Markt der Forschungsantikörper aufgestellten Unternehmens entwickelt sich MorphoSys planmäßig, das heißt beschleunigt, auf seinem eingeschlagenen Wachstumspfad.

Sowohl strategisch als auch betriebswirtschaftlich hat dieser wichtige Unternehmenserwerb u.E. den Wert der Morphosys-Aktie gesteigert und darüber hinaus das Chance/Risiko-Profil des Geschäftsmodells verbessert.

Im ersten Quartal 2006 übernehmen die Münchner die weltweit agierende Serotec Gruppe mit Stammsitz in Oxford, UK. Für 100% der Anteile sind an die privaten Eigner rund 20 Mio. Britische Pfund (etwa EUR 29,3 Mio.) in bar und in MorphoSys-Aktien zu zahlen - u.E. ein für die Branche noch günstiger Preis; zumal MorphoSys damit zum größten unabhängigen Anbieter von Forschungsantikörpern in Europa aufgerückt ist.

Der Unternehmenswert steigt nach der von uns favorisierten DCF-Methode auf EUR 47,0 je Aktie (unter Berücksichtigung der aus der Transaktion resultierenden höheren Aktienstückzahl). Dieser Wert wurde allerdings bereits kurzfristig nach Bekanntgabe der

# AKTIENFLASH

Akquisition an der Börse nahezu erreicht; die anhaltende Ungewissheit über die strategische Weiterentwicklung der eigenen Projekte (MOR 101, MOR 102, MOR 103, MOR 203), die für die weiteren Kursperspektiven u.E. sicherlich den größten Hebel darstellen, lässt uns die Aktie daher bis zur weiteren Klärung, voraussichtlich am 24. Februar 2006, auf HALTEN zurückstufen.

## Kritische Größe bei Forschungsantikörpern erreicht – Geschäftsdynamik wird zunehmen

Fast genau 12 Monate nach dem ersten Zukauf im Segment Forschungsantikörper, der Übernahme der *Biogenesis* Gruppe, folgt mit dem Kauf der *Serotec* Gruppe der konsequente nächste Schritt auf dem Expansionspfad. Damit gelingt es den Münchnern nach eigenen Angaben, im Wettbewerbsranking auf den **Spitzenplatz der Umsatzliste in Europa** vorzurücken, nachdem man sich zuletzt an 4. oder 5. Stelle positioniert gesehen hatte.

Das 1982 gegründete Unternehmen wuchs in den letzten Jahren mit rund 10 % p.a. und hat – nach Angaben von Dave Lemus, CFO von MorphoSys - in der vergangenen Berichtsperiode eine Nettorendite von etwa 10% bei einem Jahresumsatz von rund EUR 11 Mio. erzielt. Nähere Details zum Zahlenwerk des privaten Unternehmens liegen allerdings noch nicht vor.

Die rund 80 Mitarbeiter sind vorwiegend im Vertrieb und in der Forschung und Entwicklung tätig. Von den Britischen Inseln aus werden durch eigene Niederlassungen (in den USA, in Deutschland, Frankreich und Skandinavien) und durch ein weit gespanntes Netzwerk von Vertriebspartnern monoklonale Antikörper für Forschungszwecke an einen recht breiten Kundenkreis verkauft. Hauptabsatzgebiet sind mit einem Umsatzanteil von etwa 60 % die USA weit vor den europäischen Kunden, die 2005 für knapp EUR 3 Mio. (ca. 25%) Reagenzien orderten. Noch spielt der asiatische Markt eine sehr untergeordnete Rolle, was sich mit Hilfe von MorphoSys' dortigem lokalen Partner *Gene Frontier* ändern sollte.

Mit Hilfe der Dachmarke *AbD* – **Antibodies Direct** – werden in Zukunft die einzelnen Märkte bearbeitet. Serotec bietet neben anderen Forschungshilfsmitteln über 4.600 Antikörper für den Einsatz bei immunologischen, zellbiologischen, histologischen und neurologischen Fragestellungen an. Wichtiger Absatzkanal für die Antikörper ist das so genannte **Kataloggeschäft**. Dieser Serotec-Katalog hat sich über die Jahre hinweg einen sehr guten Ruf erarbeitet und gilt in nicht wenigen Bereichen als Referenz.

Diese Stärke will man nutzen und zusammen mit den bereits vorhandenen Biogenesis-Produkten und den Angeboten von *Antibody by Design* die im ersten Schritt noch breiter gewordene Produktpalette optimieren. Über die nächsten Jahre hinweg wird die **Herstellung der monoklonalen Antikörper** von der zeitraubenden, mausbasierten Methoden auf die sehr viel schnellere - HuCAL-basierte - synthetische Methode umgestellt. Die Produktionskapazitäten in Deutschland sind erst jüngst dafür vorbereitet worden, so dass der Transformationsprozess Nachfrage getrieben sein wird. Durch schnellere Lieferung und günstigere Herstellungsweisen sollten Marktanteile dazu gewonnen werden, was auch den Weg zu neuen Kooperationen zur Entwicklung neuer Therapeutischer Antikörper ebnet sollte. U.E. wird es aber einige Jahre dauern, bis die Mehrzahl der Antikörper nach der HuCAL-Methode entwickelt und verkauft wird.

# AKTIENFLASH

Der Markt für **Forschungsantikörper** wird von Experten auf ein globales Volumen von rund USD 0,8 Mrd. getaxt. Das mittelfristige Wachstum einzelner Segmente schwankt zwischen rund 8 – 15% p.a., wobei wechselnde Nachfrageschwerpunkt zu beobachten sind.

Preiskämpfe und Bereinigung des Wettbewerbs durch Aufkäufe charakterisieren das Geschehen am Markt schon seit einiger Zeit. Es ist davon auszugehen, dass auch in Zukunft innovative, kapitalstarke und vertriebskräftige Wettbewerber das Rennen vor den langsamen und zu kleinen Unternehmen machen werden. Ein vorteilhaftes Umfeld für MorphoSys.

## Preis für die Branche günstig – Bezahlung in bar und MorphoSys Aktien

Marktbeobachtern zufolge liegen die bezahlten **Übernahmepreise** aktuell bei rund 3x – 5x Jahresumsatz. *Biogenesis* wurde vor einem Jahr für den 2,2-fachen Jahresumsatz von MorphoSys erworben, war aber damals kaum profitabel. Der Kaufpreis von umgerechnet EUR 29,3 Mio. für *Serotec* entspricht bei einem Jahresumsatz von angegebenen EUR 11 Mio. einem Multiplikator von 2,7, was bei einer nachhaltig gezeigten operativen Marge von ungefähr 10% u.E. als durchaus preiswert für die Branche betrachtet werden kann, zumal das Erreichen der kritischen Größe und die sich damit eröffnenden positiven Synergien in der Beurteilung nicht berücksichtigt sind.

Einige „**Trade Sales**“ aus den USA zeigen, dass in dieser Branche auch größere Summen bezahlt werden. *Invitrogen* kaufte im 2. Quartal 2005 für USD 20 Mio. *Caltag*, die mit 50 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von USD 10 Mio. erreichten. Für rund USD 130 Mio. wechselte nicht viel später *Biosource International* den Besitzer. Die Firma *Upstate* war schließlich dem Konkurrenten *Serologicals Inc.* etwa USD 205 Mio. wert.

Der **Kaufpreis für *Serotec***, der noch in diesem Quartal fließen könnte, besteht aus einer Barkomponente von EUR 20,5 Mio. (etwa GBP 14 Mio.) und 208.560 Stück MorphoSys Aktien, die mit EUR 8,8 Mio. (EUR 42,22 pro Aktie) in der Kalkulation zu Buche schlagen. Der Cashbestand in der Konzernbilanz von MorphoSys reduziert sich nach Angaben des Finanzvorstandes auf etwa EUR 30 Mio., während die Ausgabe neuer Aktien einer Verwässerung von knapp 3,5% auf 6,21 Mio. Aktien entspricht. Mit dem zum Jahreswechsel gestarteten **ADR (Level I)-Programm** wird der Finanzierungsspielraum in den sehr wichtigen US-Markt erweitert.

## Konsequenzen aus der Serotec-Übernahme für unser Bewertungsmodell

Die nun erreichte kritische Unternehmensgröße des **Segments Forschungsantikörper** unter dem neuen Brand „*AbD*“ sollte neue Wachstumspotentiale erschließen. Wir sehen in den nächsten 24 Monaten einen Umsatzzugang von gut 35% für realistisch an. Nach einer ca. halbjährigen Integrationsphase sollte im 2. Halbjahr 2006 die Verkaufsdynamik spürbar anziehen können, was den Segmentumsatz unserer Prognose nach auf etwa EUR 16-17 Mio. ansteigen lassen sollte. Im folgenden Jahr erwarten wir einen Segmentumsatz von reichlich EUR 20 Mio. mit einem EBIT von getaxten EUR 2,8 Mio. Nach Integration und Optimierung der unter neuem Label und bewährter Leitung weiterzuführenden Aktivitäten kann die **operative Marge** (aktuell: operativ rund 5%) dann u.E. schrittweise in Richtung Branchenmittel (15-20%) ausgebaut werden.

Im **Segment Therapeutische Antikörper** gehen wir von einem 15 – 20%igen Umsatzwachstum p.a. in den nächsten Jahren aus, denn die Entwicklungsstadien der aktiven Kooperationen werden im fortgeschrittenen Stadium immer umsatzstärker, was u.E. auch ohne zusätzliche Kooperationen für einen Umsatzanstieg in dieser Größenordnung sorgen kann. Erreichen dann

# AKTIENFLASH

noch Projekte die klinischen Prüfungen, was weitere Erfolgsprämien auslöst, sind Ertragssteigerungen von 20 bzw. 30% p.a. vorstellbar.

Für 2006 erhöhen wir aufgrund der Serotec-Akquisition folglich unsere Gewinnprognose *ceteris paribus* um gut 50%, also gut EUR 2 Mio.; gleichzeitig nehmen wir diesen Schritt jedoch zum Anlass, die unterstellte Anzahl von Antikörperentwicklungsprojekten, die im Geschäftsjahr 2006 in die klinische Phase überführt werden können – und dadurch entsprechende Meilensteinzahlungen auslösen – deutlich zu reduzieren. Per Saldo folgt daraus (unter Beachtung der höheren Aktienstückzahl) ein leicht reduziertes EPS von EUR 1,05. Vom Management wurden allerdings bis heute noch keine Planungen für 2006 veröffentlicht. Wir erwarten eine *Guidance* aber auf der Bilanzpressekonferenz am 24. Februar 2006, wenn auch über die strategischen Weichenstellungen im Wert treibenden **Segment Eigenentwicklungen** zu berichten sein wird.

Auf Basis dieser vorstehend erläuterten Annahmen zeigt das von uns favorisierte DCF-Modell für den Unternehmenswert von MorphoSys eine Bewertung von gerundet EUR 292 Mio. (davon Forschungsantikörper knapp EUR 52 Mio.) Je Aktie repräsentiert das (unter Berücksichtigung der aus der Transaktion resultierenden höheren Aktienstückzahl) einen Wert von EUR 47,0 verglichen mit den von uns vor der Serotec-Übernahme kalkulierten EUR 43,0. **Dieser Wertzuwachs wurde von der Börse allerdings recht treffsicher bereits in kürzester Zeit nach Bekanntgabe der Akquisition eingepreist.** Damit stehen wir – zumindest – kurzfristig vor dem „Problem“, dass der MorphoSys Kurs unseren Zielkurs erreicht hat. Das bedeutet allerdings nicht, dass die MorphoSys Aktie nicht noch weiter steigen könnte. Denn schließlich erfassen wir in unserem DCF-gestützten Bewertungsansatz nur den angenommenen Wert der Dienstleistungserträge aus der Entwicklung Therapeutischer Antikörper für Kunden sowie den Wert der Erträge aus dem Bereich Forschungsantikörper. Nicht enthalten sind hingegen der Wert der Eigenentwicklungen sowie möglicher Erträge aus Produktumsätzen bzw. Lizenzen, sofern für Kunden entwickelte Antikörper einmal als Medikamente zugelassen werden.

Während die erstgenannten Faktoren mit der gebotenen Vorsicht gut prognostizierbar sind, bleibt die Unsicherheit bei den letztgenannten Faktoren doch recht groß. Insbesondere die anhaltende Ungewissheit über die strategische Weiterentwicklung der **eigenen Projekte** (MOR 101, MOR 102, MOR 103, MOR 203), die **im Geschäftsmodell den größten Ertrags- und damit aus Börsensicht** sicherlich den größten Kurshebel darstellen, lässt uns die Aktie daher bis zur weiteren Klärung, voraussichtlich am 24. Februar 2006, **auf „Halten“ zurückstufen.**

# AKTIENFLASH

## Quellen:

MorphoSys AG  
MIDAS Research GmbH  
[www.maxblue.de](http://www.maxblue.de)  
[www.reuters.de](http://www.reuters.de)

## MIDAS Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site [www.midasresearch.de](http://www.midasresearch.de) unter „RESEARCH ABO“

## Haftungsausschluss / Disclaimer

This report is not suited for any individuals resident in any jurisdiction in which access to such reports is regulated by applicable laws. No investment decision must be based on any aspect of, or statement in, this report. If you are uncertain if this might apply in your case you should not access and consider this report.

Die vorliegende Publikation wurde von der MIDAS Research GmbH erstellt. Sie stellt lediglich eine unverbindliche Einschätzung der Entwicklung an den Kapitalmärkten sowie von börsennotierten Gesellschaften dar und gibt Auskunft über die Zusammensetzung bzw. Veränderung des von der MIDAS Research GmbH zusammengestellten Musterportfolios. Zweck der Publikation ist die Bereitstellung von Informationen zur persönlichen Meinungsbildung. Sie ist keine Anlageberatung oder Aufforderung zum Abschluss bestimmter Börsengeschäfte und kann auch keine Anlageberatung ersetzen. Jeder Leser bleibt aufgefordert, zwecks Erörterung eines möglichen Kaufs oder Verkaufs eines oder mehrerer der nachstehend beschriebenen Wertpapiere vor einer solchen Maßnahme seinen Anlageberater zu konsultieren. Die dieser Publikation zugrunde liegenden Daten und Fakten sind keiner eigenständigen Prüfung im Sinne eines rechtsverbindlichen Due-Dilligence-Verfahrens durch die MIDAS Research GmbH unterzogen worden und die MIDAS Research GmbH übernimmt trotz sorgfältiger Analyse keinerlei Haftung für den Inhalt dieser Publikation. Sofern in der Publikation zukunftsgerichtete Aussagen insbesondere zur Kursentwicklung von Wertpapieren oder Geschäftsentwicklung von Unternehmen getroffen werden, handelt es sich um Prognosen. Die Eintrittswahrscheinlichkeit der prognostizierten Umstände unterliegt erheblichen Risiken und kann in keiner Weise zugesichert werden. Die in der Publikation geäußerten Einschätzungen sowie Angaben zum Musterportfolio der MIDAS Research GmbH haben nur Gültigkeit für den Zeitpunkt des auf der Publikation vermerkten Redaktionsschlusses und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern oder geändert haben.

Weder die MIDAS Research GmbH noch sonstige mit der MIDAS Research GmbH verbundene Personen, die an der Erstellung und Verbreitung dieser Publikation mitgewirkt haben, verfügen über Beteiligungen im Sinne von §5 Abs. 3 Nr.1 FinAnV oder haben sonstige bedeutende finanzielle Interessen gemäß §5 Abs.3 Nr.2e FinAnV in Bezug auf die MorphoSys AG.

Diese Publikation ist im Rahmen eines zwischen der MorphoSys AG und der MIDAS Research GmbH bestehenden, kostenpflichtigen Research-Betreuungsvertrages entstanden. Die MorphoSys AG hat vor Veröffentlichung Einsicht in diese Publikation genommen.

Jede Reproduktion, Veränderung oder Verwendung dieser Publikation ohne vorherige schriftliche Zustimmung der MIDAS Research GmbH ist unzulässig.

EMAIL: [info@midas-research.de](mailto:info@midas-research.de) INTERNET: [www.midasresearch.de](http://www.midasresearch.de) KONTAKT: Simone Drepper (verantw.) +49(0)621/430 613 0

- Die MIDAS Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin -