

# AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 14.03.2006

## MorphoSys AG Biotechnologie

[> Click here for Disclaimer](#)

### Rückblick / Ausblick 2006: Business as usual nach Kurskorrektur

Rating (12M):

**Halten** seit 25.01.2006  
 Letzte Ratingänderung: 25.01.2006  
 Kursziel: € 44,00 (€ 47,00)  
 seit: 14.03.2006  
 Kurs (13.03.2006, 17:35 Uhr ETR): € 45,30  
 Hoch/Tief 250 Tage: € 55,20 / € 28,20  
 Nächstes Research: Update



Quelle: www.cortalconsors.de

**Analyst: Thomas Schiessle**  
**- Finanzanalyst DVFA -**  
 Telefon: (+49) (0) 621 / 43061-0  
 E-Mail: thomas.schiessle@midas-research.de

### Zahlen je Aktie in €

	2005	2006e	2007e
EPS	0,75 (0,59)	0,67 (1,05)	1,38
KGV	60,4	67,6	32,8
Cashflow	0,71 (1,13)	1,12 (1,45)	1,28
KCV	63,8	40,4	35,4
Dividende	0,0	0,0	0,0
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	10,27 (10,47)	10,94 (11,53)	12,32
Cash	8,59 (8,06)	4,97 (6,69)	4,97

Geschäftsjahr per 31.12.

### Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.: 6,235  
 Börsenwert in Mio. €: 282,4  
 Streubesitz: 77,00 %  
 Reuters Symbol: MORG.DE  
 XETRA Symbol: MOR.ETR  
 WKN: 663 200  
 ISIN: DE 000 663 2003  
 Hauptindex: TecDAX  
 Tagesumsatz Ø 30 Tage: € 3,55 Mio.  
 Tagesumsatz Ø 250 Tage: € 1,35 Mio.  
 Info: www.morphosys.com

Die Entscheidung ist gefallen – und das durchaus nicht überraschend. Mit der Bündelung der Kräfte auf das aussichtsreichste Entwicklungsprojekt MOR 103 soll das therapeutische Antikörpermolekül, das eng mit entzündlichen Erkrankungen assoziiert ist, in den nächsten 18 Monaten die Vorbedingungen für erste klinische Tests erreichen. Morphosys will den Wirkstoff bis zum Nachweis der biologischen Wirksamkeit beim Menschen weiterentwickeln. Es ist geplant, sich in der zweiten Jahreshälfte 2007 erste klinische Tests an Freiwilligen (Indikation Rheumatoide Arthritis) genehmigen zu lassen, was bei reibungslosem Testverlauf zur Veröffentlichung der Testdaten der Phase I im 2. Hj. 2008 führen würde. Für MOR 202 sammelt man noch zusätzliche präklinische Daten, um die statistischen Aussagen belastbarer zu gestalten.

Dagegen werden die Programme MOR 101 und MOR 102 – das Anti-ICAM-Programm – eingestellt. Zu unsicher sind die Aussichten geworden und zu schlecht hatten sich in den letzten Quartalen die Vermarktungschancen (Tysabri-Schock) entwickelt.

# AKTIENFLASH

Die F&E-Pipeline der Gesellschaft hat sich damit spürbar verjüngt. Die Einlizenzierung neuer Projekte sollte nicht allzu lange auf sich warten lassen, zumal noch gut EUR 33 Mio. Cash (EUR 53 Mio. per 31.12.2005 abzüglich EUR 20,5 Mio. für den Kauf von Serotec) auf der Bank liegen und das operative Geschäft auf Basis des freien Cashflows nachhaltig positiv ist. Die Bewertung der abgezinsten Cashflows aus den Profiten der Segmente „TA“ und „FA“ sinkt auf gut EUR 44,00/Aktie, denn der Risikoaufschlag steigt. Käme es zu keiner zügigen Auffrischung der Zukunftsprojekte, bliebe das Risikoprofil des dominierenden Werttreibers „Eigenentwicklungen“ ungünstig und würde die Bewertung der Aktie u. E. leicht unter EUR 36,- drücken. Nicht kurzfristige Gewinnmaximierung, sondern mittelfristige Wertoptimierung prägt das Geschäftsmodell.

Mit einer Guidance für Umsatz und Netto-Ergebnis des Jahres 2006 von EUR 50 bzw. EUR 1 Mio. deutet das Management ein weiteres Jahr der Expansion bei gleichzeitigen Investitionen an. Letztere haben ihre Ursache in der beschleunigten Weiterentwicklung von MOR 103 und in der Integration von Serotec und belaufen sich auf ca. EUR 6,5 Mio.; damit sind sie für die zukünftigen Wertsteigerungen der Gesellschaft von zentraler Bedeutung. Unsere neue EPS-Schätzung von EUR 0,75/Aktie für 2006 ist optimistischer als die Managementsicht und fußt auf einer Umsatzprognose von etwa EUR 52,6 Mio., die ihre Basis in dem aus 36 (2005: 29) Programmen gespeisten Lizenzzahlungs- und Tantiemenstrom hat.

Ein lebhafter Newsflow ist also zu erwarten. Wir empfehlen, die Aktie zu halten und insbesondere auf Nachrichten aus dem Bereich der Eigenentwicklungen entsprechend zu reagieren.

## 2005: erfreulicher Schlusspurt

Das Schlussquartal des vergangenen Geschäftsjahres zeigte **eine sehr erfreuliche Dynamik**. Nach dem etwas ruhigeren 3. Quartal versöhnten die letzten drei Monate wieder und bestätigten den langfristig expansiven Trend. Der Umsatz konnte um 56 % auf EUR 9,7 Mio. ausgeweitet werden; dabei steuerten die Einnahmen für *therapeutische Antikörper* EUR 8,5 Mio., die des Segments *Forschungsantikörper* EUR 1,2 Mio. bei.

Im Vorjahresvergleich beeindruckt der Swing im Segmentergebnis, das alle direkt zurechenbaren Aufwendungen beinhaltet. *Therapeutische Antikörper (TA)* lieferten EUR 4,24 Mio. Gewinn ab, was einer Steigerung von 223 % entspricht. Der Verlust des Segments *Forschungsantikörper (FA)* weitete sich zwar stark aus und erreichte EUR 1,18 Mio. im Schlussquartal; aber **die einmaligen Integrationsaufwendungen und Unterauslastungskosten** der kräftig ausgebauten Produktionskapazitäten in Martinsried belasteten. Wir erwarten in den kommenden Quartalen hier deutlich bessere Profitabilitäten.

Die Kosten stiegen nur um 7,4 % auf EUR 7,3 Mio., so dass aus dem Vorjahresverlust von EUR 0,95 Mio. ein **Überschuss** von EUR 0,8 Mio. wurde. Die EBIT-Marge wurde im Vorquartalsvergleich um 298 BP auf 24,05 % ausgeweitet. Das Quartals-EPS erreichte schließlich mit EUR 0,17/Aktie das vierte Mal in Folge einen positiven Wert.

Die **gruppenweiten Herstellungskosten** lagen mit EUR 0,64 Mio. niedriger als im vorgelagerten 3. Quartal, bei einem um 14 % auf EUR 9,65 Mio. ausgebauten Umsatz. Für **Administration** waren EUR 2,7 Mio. auszugeben, eine halbe Million mehr als im Vorjahr, als mit einer Belegschaft

# AKTIENFLASH

von 160 Angestellten ein Dutzend weniger Mitarbeiter als zum Jahresende 2005 beschäftigt wurden.

## Beeindruckende Gesamtjahreszahlen 2005 legen Basis für weitere Expansion

Auch für das Gesamtjahr 2005 steht die **Wachstumsrate** der Einnahmen über 50 % (EUR 33,48 Mio.), das **organische Wachstum** – also ohne *Biogenesis* – erreichte 40 %. Mit *therapeutischen Antikörpern* verdiente man EUR 29,1 Mio. (+ 37 %); das organische Wachstum der Verkäufe von *Forschungsantikörpern* lag mit 88 % reichlich doppelt so hoch, erreichte aber nicht die ursprüngliche Planung. Zuzüglich der Verkaufsbuchungen von *Biogenesis* summieren sich die Segmentumsätze nun auf EUR 4,3 Mio. (+ 438 %).

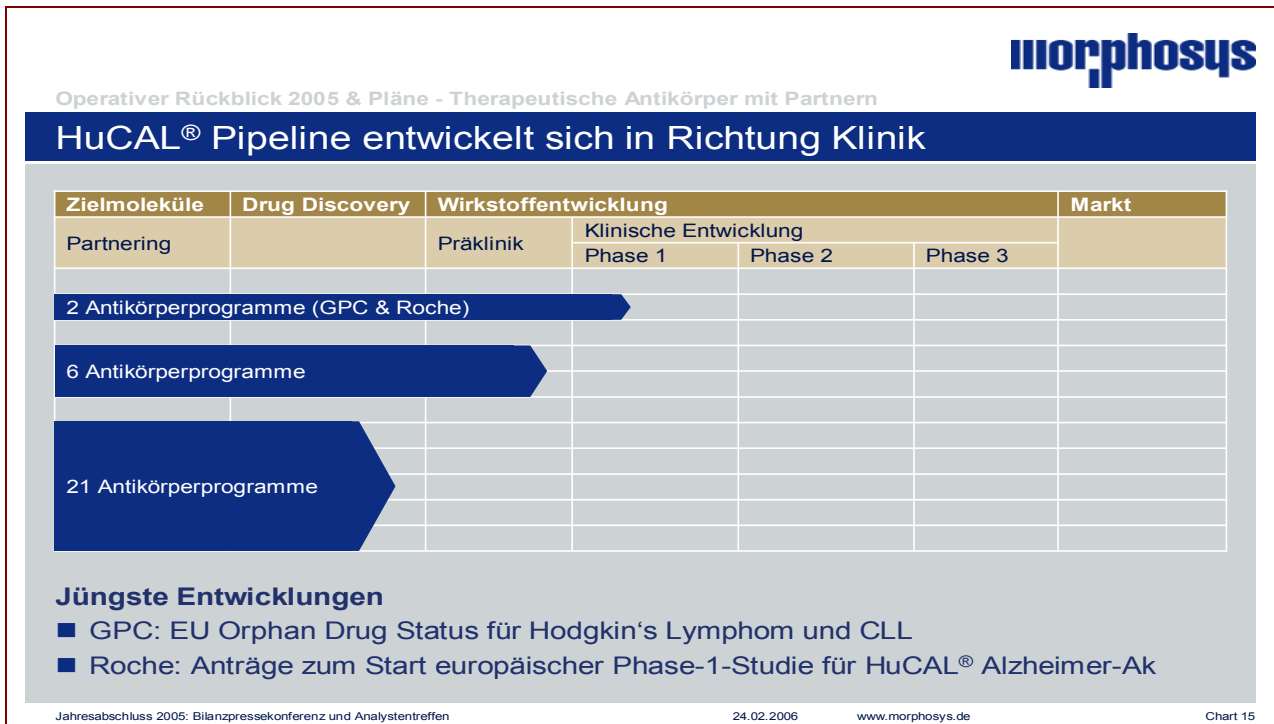
Die **Kundenstruktur** in der Gruppe hat sich mittlerweile zu Lasten des seit vielen Jahren dominierenden US-Marktes verschoben. Inzwischen stammen nur noch 42 % der Konzern-Einnahmen aus dem größten Pharma- und Biotech-Markt der Welt (2004: 55 % Anteil), während europäische und asiatische Kunden einen deutlichen Bedeutungsgewinn erlangten (Umsatzanteil 56 nach 45 %). Dabei hat man die Marktposition in dem rund \$ 12 Mrd. schweren Antikörpermarkt erneut ausbauen können.

## Therapeutische Antikörper (TA) – Projekt-Portfolio wächst weiter

Nach rund 12 Monaten Vorarbeit gelang es in enger Zusammenarbeit mit dem Co-Marketing-Partner *GeneFrontier* erstmals, Fuß im sehr interessanten, aber schwer zugänglichen, **japanischen Markt** zu fassen. Der im September unterzeichnete Drei-Jahres-Vertrag mit dem Pharma-Konzern *Shionogi* löste sofort eine Abschlagzahlung aus. Das *MorphoSys*-Management ist sehr zuversichtlich und erwartet in den nächsten Quartalen weitere Abschlüsse im japanischen Markt.

Unter den Top-20-Pharma-Unternehmen der Welt finden sich inzwischen 10 *MorphoSys*-Kunden. Zwei weitere wichtige Namen des Oberhauses der Pharma-Industrie fanden sich in *Merck & Co. Inc.* und *Eli Lilly & Company*. Mit der **Drei-Jahres-Vereinbarung** zur Nutzung der *HuCAL Gold Technologie* für die internen F&E-Programme bei *Lilly* wurde nicht nur ein neuer Kunde gewonnen, gleichzeitig konnte man den lang andauernden Rechtsstreit mit *Lillys* Tochtergesellschaft *AME* beenden – erstmals seit Börsengang ist *MorphoSys* also ohne wesentlichen Rechtsdisput.

Die im Dezember mit *Merck & Co.* vereinbarte fünfjährige Zusammenarbeit zur Nutzung der *HuCAL-Technologien* kann **bis zu zehn konkrete Entwicklungsprojekte** bei *Merck & Co.* in Gang setzen. Die Zahl der aktiven Partnerschaften erhöhte sich binnen Jahresfrist von 24 auf 29.



Konkret erwartet der CEO von MorphoSys, Dr. Simon Moroney, für das aktuelle Geschäftsjahr einen Anstieg der lizenzbasierten Kooperationen auf **mindestens 36 aktive Programme** zum Jahresende 2006. Mit dem Schweizer Pharmakonzern *Roche* verabredete man erst kürzlich eine Erweiterung der Zusammenarbeit. Für die Entwicklung von *Krebs-Antikörpern* kann MorphoSys bis zu EUR 10 Mio. pro Programm an erfolgsabhängigen Zahlungen (und später gegebenenfalls auch Royalties) erhalten. Ein **gelungener Start** ins aktuelle Jahr.

Die **Planung für 2006** sieht vor, dass erneut für ca. EUR 7 Mio. erfolgsabhängige Zahlungen vereinnahmt werden können; die Lizenzzahlungen sollen um knapp 15 % auf EUR 25 Mio. zunehmen und so den TA-Segmentumsatz um 10 % auf EUR 32 Mio. ausweiten. Diese Planumsätze halten wir für recht konservativ, zumal zwei Programme (*GPC-Biotech, Roche*) bereits in der klinischen Erprobung sind und wir mit mindestens einem weiteren Programm rechnen, das in die klinischen Tests vorangetrieben werden kann.

### Forschungs-Antikörper (FA) – Integration und Expansion

Der Bereich *AbD* – unter dieser Dachmarke vereinen sich *Serotec*- und *Biogenesis*-Dienstleistungen mit *Antibody-by-Design*-Produkten –, welcher sich derzeit noch im Integrationsprozess befindet, soll seine Verkäufe mehr als vervierfachen (Ziel-Umsatz: EUR 18 Mio.). Die Integrations- und Repositionierungszeit muss möglichst kurz gehalten werden, um die wettbewerbsentscheidende Flexibilität und Geschwindigkeit in der Adaption neuer Trends in der Diagnostik und der Therapie wiederzuerlangen. Gleichzeitig gilt es bei der Zusammenlegung von Aktivitäten möglichst wenig Kunden zu verlieren. Mit der **massiven Kapazitätsausweitung** der Antikörper-Produktion in München hat man die Voraussetzungen für eine aktive Marktkonsolidierung gelegt. Großen Wert dürfte man auf das **kundenspezifische Geschäft** legen, sieht man sich hier doch in besonderem Maße im technologischen Vorteil. Die Integrationskosten (EUR 0,5e Mio.) und die Abschreibungen für die *AbD*-Sparte (EUR 2,0e Mio.) werden 2006 zwar die Segment-Erfolgsrechnung belasten, dennoch erwarten wir einen Gewinn aus dieser Sparte, auch wenn das



# AKTIENFLASH

Management – nicht zuletzt wegen der noch ausstehenden Verteilung des Kaufpreises von *Serotec* – noch von einem leichten Verlust ausgeht. Mit über 100 Distributoren als Partner ist die kritische Größe im Vertrieb u. E. erreicht, Zukäufe sind aus strategischer Sicht nicht mehr nötig und erscheinen nur noch unter regionalen und kundengruppenbezogenen Aspekten in begrenztem Maße sinnvoll.

Den DCF-Wert des Segments *FA* taxen wir aktuell auf EUR 49 Mio.

Nicht ganz im Gleichschritt mit der Geschäftsausweitung verlängerte sich auch die Bilanz des Biotech-Dienstleisters. Die stärkste Bewegung sah die Position **Firmenwert**, die um EUR 4,1 Mio. anstieg und wesentliche Teile des Goodwills der Firmenkäufe repräsentiert. Die Bilanzsumme expandierte um 45 % auf EUR 80,1 Mio. Die Struktur des u. E. sehr soliden Rechenwerkes blieb im Wesentlichen unverändert, denn mit einer Bar-Kapitalerhöhung im März 2005 stiegen die Anzahl der Aktien um gut 9 % und die Barmittelbestände um 43 % auf EUR 54 Mio. Dieses Niveau konnte bis zum Jahresende annähernd gehalten werden (EUR 53,5 Mio.). Durch die Ausübung von Aktienoptionen und die Sachkapitalerhöhung im Rahmen der Akquisition von *Serotec* im 1. Quartal 2006 hat sich nun die **Aktienanzahl** auf 6,234 Mio. Stück erhöht (+ 14,6 % gegenüber 12.12.2004).

Um die amerikanische Investorenbasis in Zukunft spürbar zu verbreitern, entschloss man sich im Januar 2006, ein so genanntes **ADR-Level-1-Programm** mit der *Bank of New York* aufzulegen. Diese Zertifikate, gegen die im Verhältnis 2:1 Stammaktien der *MorphoSys AG* von der Hinterlegungsbank zu kaufen sind, ermöglichen es US-Investoren, die keine ausländischen Aktien halten wollen oder dürfen, in *MorphoSys* investieren. Die Roadshow-Aktivitäten jenseits des Atlantiks werden also in der nächsten Zeit spürbar zunehmen.

Augenblicklich ist mit rund 8 % *Novartis* größter Aktionär bei den Münchnern, gefolgt von *CAT*, *UK* und *Schering* mit jeweils rund 6 %; die Vorstände und Aufsichtsratsmitglieder halten etwa 3 % des Aktienkapitals.

## Optimistische Umsatz und Ergebnisschätzung für 2006

Für das Gesamtjahr 2006 erwarten wir auf Gruppenebene, auf Basis des aktuellen Konsolidierungskreises, einen **Umsatzzugang** von 57 % auf etwa 52,5 Mio. Wir sind also optimistischer als das Management, weil wir von einer höheren Realisierungsrate bei den zugegeben sehr schwer prognostizierbaren erfolgsabhängigen Zahlungen ausgehen. Die **operativen Aufwendungen** werden in unserem Planansatz etwa EUR 48,5 Mio. ausmachen, so dass mit rund EUR 4,2 Mio. Netto-Ergebnis (EPS 0,75/Aktie) der Vorjahreswert annähernd wieder erreicht werden könnte; wir passen unsere Schätzung entsprechend an, denn die auszuweisende **Gewinndynamik** ist schwächer als von uns angenommen, weil die verbleibenden Entwicklungsprojekte nun schneller vorangetrieben werden sollen.

Über den **quartalsweisen Verlauf** kann dabei – wie schon in der Vergangenheit – seriöserweise keine genauere Aussage gemacht werden. Wenngleich der Meilenstein aus der *Centocor*-Zusammenarbeit im März 2006 und der klinische Meilenstein von *Roche* gute Zeichen für das 1. Quartal darstellen.

# AKTIENFLASH

## Quellen:

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

## MIDAS Research Abo

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per E-Mail erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Website <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-Diligence-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, was zu geringfügigen textlichen Änderungen geführt hat.

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

E-MAIL: [info@midas-research.de](mailto:info@midas-research.de) INTERNET: <http://www.midasresearch.de> KONTAKT: Simone Drepper (verantwort.) +49(0)621/430 613 0

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