

# AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 03.08.2007

## MorphoSys AG

Biotechnologie

[> Click here for Disclaimer](#)

**Gewinnwarnung – nein, Guidance-Präzisierung, denn Wachstum intakt**

Rating (12M):

**Kaufen**

seit: 11.05.2006

Letzte Ratingänderung: 11.05.2006

Kursziel: €55,00 (60,00)

seit: 03.08.2006

Kurs (03.08.2007, 13:55 Uhr ETR): 38,78

Hoch/Tief 250 Tage: €59,49/ 35,10

Nächstes Research: Update



Analyst: **Thomas Schießle**

– Finanzanalyst DVFA -

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

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

### Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.:	7,368
Börsenwert in Mio. €	286,01
Streubesitz:	ca. 88,2%
Reuters Symbol:	MORG.DE
XETRA Symbol:	MOR.ETR
WKN:	663 200
ISIN:	DE 0006632003
Hauptindex:	TecDAX
Tagesumsatz Ø 30 Tage:	€2,49 Mio.
Tagesumsatz Ø 250 Tage:	€1,97 Mio.
Info:	<a href="http://www.morphosys.com">www.morphosys.com</a>

### Zahlen je Aktie in €

	2006	2007e	2008e
EPS	0,78 (0,92 )	0,95 (1,01)	1,22
KGV	54,9	59,12	45,96
CashFlow	2,48	1,14 (1,22)	2,55
KCV	20,4	49,3	24,19
Dividende	0,0	0,0	0,0
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	11,43	18,86 (18,92)	20,08 (20,14)
Cash	8,14	14,80 (14,51)	16,02 (16,83)

Geschäftsjahr per 31.12.

### Jetzt also auch MorphoSys – oder doch nicht?

Als ob die aktuellen Nachrichten aus dem Biotech-Segment des deutschen Aktienmarktes nicht schon frustrierend genug wären – jetzt auch noch eine Gewinnwarnung von MorphoSys, der Gesellschaft mit dem robustesten Geschäftsmodell?

Die formal unveränderte Guidance 2007 wurde während der Telefonkonferenz anlässlich der Bekanntgabe der Halbjahreszahlen „weicher“ formuliert und mit den Verzögerungen im Segment AbD begründet. Ist denn die Rücknahme des Ergebnisziels des Segments AbD für die nächsten 4 Monate so schwerwiegend? Genau betrachtet geht es um etwa EURO 1 Mio. – mit anderen Worten, um ca. 10 % des erwarteten Konzern-Betriebsgewinns oder etwa einem halben Phase-1-Meilenstein –, die durch rund 4 Monate Verzögerungen bei

# AKTIENFLASH

der Integration des Vertriebs als Minderertrag zu verkraften sein wird. Nicht eine zusammenbrechende Nachfrage, neue Wettbewerber oder Zulassungsproblematiken machen die Anpassung nötig, sondern interne Ursachen verzögern die Markteroberung, die selbst unter diesen ungünstigen Rahmenbedingungen mit zweistelligem Wachstum vorangetrieben werden konnte. Damit bleibt aus unserer Sicht die Wachstums-Story von MorphoSys – mit planmäßig verlaufenden Eigenentwicklungen – intakt, wenn auch das Risiko etwas steigt und u.E. ein gewisser Imageschaden eingetreten ist. Die sich im Kursrückgang ausdrückende Stimmung ist jedoch schlechter als die tatsächliche Lage.

Wir passen unsere Gewinnreihe um 10 % an und verarbeiten das gesunkene Vertrauen in einem um 2 Prozentpunkte gestiegenen Abzinsungsfaktor, der das Kursziel auf EURO 55,- (inklusive EURO 15,- für die EURO 102 Mio. schwere Kasse) senkt. Auch die Stimmung für Biotechaktien im Allgemeinen hat in den letzten Wochen deutlich gelitten, ja, ist sehr nervös; das Saisonmuster spricht aber für wieder steigende Notierungen zum Jahreswechsel. Als Auslöser für einen neuerlichen Kursanstieg könnte neben Akquisitionsnachrichten, Nachrichten über MOR 103 (und MOR 202) und der Bekanntgabe von Meilensteinzahlungen auch der angekündigte Aktiensplit dienen.

Auf der HV am 16. Mai in München wurde die Neuaufteilung des Grundkapitals im Verhältnis 3:1 beschlossen. Jeder Aktionär erhält zwei Berichtigungssaktien für eine an einem bestimmten Stichtag gehaltene Aktie der MorphoSys AG. Noch verzögert sich die Umsetzung, die die Aktie optisch leichter machen soll, aus formaljuristischen Gründen; Dave Lemus (CFO von MorphoSys) hat nun Beschwerde beim zuständigen Landgericht eingereicht, durch die die Umsetzung des HV-Beschlusses – hoffentlich im 3. Quartal 2007 – ermöglicht werden kann.

## Operative Kosten auf Konzernebene im Griff – kurze Ertragsdelle

Wir passen die MIDAS-Schätzungen für 2007 leicht an: Wir gehen von einem Umsatz von EUR 62 (alt: 64) Mio., einem EBIT von EUR 8,1 (alt: 9,5) Mio. und einem EPS von 0,95 (alt: 1,01) pro Aktie aus. Damit bleiben wir im Rahmen der veröffentlichten und erneut bestätigten Jahresguidance von ca. EUR 7 bis 10 Mio. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBIT) bei einem Planumsatz von EUR 60 bis 65 Mio. Eine **massive Anpassung erscheint nicht nötig**, denn es handelt sich nur ein vorübergehendes und kein strukturelles Problem, zumal unterjährige Schwankungen bei Unternehmen dieser Größe und Struktur grundsätzlich unvermeidlich sind. Umso wichtiger ist es, den Basis-Trend zu erkennen und nicht aus einer Oszillation vorschnell einen neuen Trend ableiten zu wollen.

Zum EPS des ersten Quartals von EURO +0,09/Aktie kamen jetzt EURO +0,20/Aktie hinzu, die bereits auf die um 10 % erhöhte Aktienanzahl gerechnet wurden. Im Mai konnte Dave Lemus bekanntlich über EURO 32 Mio. frische Mittel durch Ausgabe von 0,65 Mio. Stück Aktien zu EURO 50,- einnehmen. Der verwässerte Gewinn pro Aktie sackte auf EURO +0,29 (1. Halbjahr 2006: +0,70).

Es lag nicht an den betrieblichen Kosten, die wie schon im Vorquartal mit EURO 12,4 Mio. bemerkenswert stabil gehalten worden waren. Sie liegen etwa 20 % über Vorjahresniveau und setzen sich in der Halbjahressicht unverändert aus den beiden mit etwa 35 % dominierenden

# AKTIENFLASH

Blöcken für Vertrieb und F&E-Aufwand – jeweils EURO 10,5 Mio. – zusammen. Die **Konzern-Bruttomarge** verbesserte sich jüngst wieder deutlich und **steht nun bei 85,4 %**, denn die Herstellungskosten (nur bei AbD zu buchen) stiegen nur mit 4,5 % auf EURO 4,2 Mio., während der Umsatz zwar 75 % schneller, aber nur um 7,9 % auf EURO 28,6 Mio. vorankam.

Kunden aus Nordamerika sind wieder wichtiger geworden, inzwischen werden **über 41 % der Rechnungen nach USA und Kanada** verschickt. Nur 7 % der Belegschaft arbeitet am US-Standort in Raleigh; dagegen sind es noch 78 in Oxford, UK; d. h. 30 % der auf 279 geschrumpften Belegschaft (Personalkosten aktuell EURO 9,4 Mio.) wird in britischem Pfund bezahlt.

Als Konzern-Betriebsgewinn verblieben EURO 3,5 Mio. (-36 % ggb. Vorjahr); was in der Quartalsicht EURO 1,96 Mio. nach EURO 1,53 Mio. zu Jahresbeginn entspricht und nach dem markanten Rückgang zu Beginn 2007 die Ergebnisperformance wieder auf das altbekannte Niveau gebracht hat. Mit einer operativen Marge von 12,2 % ist man aber u. E. noch **deutlich von einer adäquaten Rendite entfernt!**

**Gewisse Entlastung** wird in Zukunft **vom neutralen Ergebnis** zu erwarten sein. Mit einer auf EURO 102 Mio. reichlich gefüllten Kriegskasse sind in den nächsten Quartalen Brutto-Zinszahlungen von rund EURO 0,5 Mio./Quartal zu erwarten, die allerdings nur zum Teil in der Zinsertragsposition gewinnsteigernd wirken werden.

Im vorliegenden Zwischenbericht per 30.6.2007 verblieb ein Ergebnis vor Steuerabzug von EURO 3,7 Mio., was einem Rückstand von EURO 1,7 Mio., oder 32 % gegenüber 30.6.2006 entspricht. Nach Abführung der Steuern verblieben EURO 2,04 Mio. (1. Halbjahr 2006: EURO 4,5 Mio.). Ins Verhältnis zum Umsatz gestellt, ergibt sich eine **Netto-Rendite**, die sich **mit 7,12 % deutlich erholt** vom Tief im 1. Quartal 2007 (4,6 %) zeigt, aber noch einen weiten Weg – und damit u. E. auch einiges an Potenzial – bis zum guten Vorjahreswert von gut 17 % hat.

## Portfolio der aktiven Partnerschaften im Reifungsprozess

Die Zahl der aktiven Partnerschaftsprojekte ist in den zurückliegenden drei Monaten wieder um zwei Programme gestiegen. Hinzugekommen sind in dieser wichtigen Statistik ein präklinisches und ein klinisches Projekt. Das Management geht für 2007 weiterhin von **bis zu drei Phase-I-Starts** aus, die dann ebenfalls spürbare Erfolgzahlungen auslösen werden. Von den nun insgesamt 45 Programmen waren 25 Programme unverändert in der reinen Forschungsphase; in der sich anschließenden präklinischen Testphase werden nun 17 Programme gezählt.

Der oben beschriebene **Reifungsprozess des Portfolios** der aktiven Projekte **brachte den wesentlichen Umsatzimpuls** für das 2. Quartal 2007. Zwar verfehlten die Erfolgzahlungen von EUR 2,4 Mio. den Spitzenwert von EUR 3,9 Mio., der seinerzeit im 1. Quartal 2006 durch eine erhebliche Meilensteinzahlung von *Roche* wesentlich beeinflusst wurde; doch liegt der aktuelle Wert um rund EUR 0,6 Mio. bzw. mehr als 40 % über dem zugegeben schwachen Beitrag des Startquartals 2007 und gut 100 % über dem in den letzten Monaten gezeigten „bereinigten“ Basis-Niveau von rund EUR 1,1 Mio. pro Quartal.

Wie vom Management bestätigt, **verlaufen die Entwicklungen** der auf eigenes Risiko zu buchenden Projekte **MOR 103 und MOR 202 planmäßig**. Der auf der ASCO-Konferenz

# AKTIENFLASH

vorgestellte Leitkandidat MOR 202 konnte in vitro seine zytotoxische Eigenschaft beweisen und in einem Mausmodell ein verlangsamtes Tumorwachstum auch im Vergleich zu Velcade®, einem zugelassenen Krebsmedikament zur Behandlung von multiplem Myelom, zeigen. Die Evaluierung der klinischen Wirksamkeit für MOR 103 soll mit der Einreichung der Anmeldung zur klinischen Prüfung (Phase I) dieses Wirkstoffes zum Ende 2007 planmäßig abgeschlossen werden. Für beide Projekte fallen gegenwärtig zwischen EUR 1,5 und EUR 2,0 Mio. Entwicklungskosten pro Quartal an. Weitere Informationen werden wohl nicht vor Jahresende veröffentlicht werden.

## Segmente: deutliche Verbesserung – wenn auch nicht so stark wie angestrebt

Das Segment „Antibodies Direct – AbD“ hat sich als zweites Standbein bei MorphoSys etabliert. Im Gegensatz zu den Eigenentwicklungen und den Kooperationen (TA) mit ihren aktuell 45 aktiven Programmen zielt der AbD-Service auf die Erschließung des Marktes für nicht therapeutische Anwendung, also Forschungsanwendungen. Man verkauft per Internet und Katalog eigene HuCAL-basierte Antikörper und produziert durch die **HuCAL-Technologie** billiger als mit der alten mausbasierten Technologie. Im sogenannten Custom Business, dem individuellen Kundengeschäft, bestellen zumeist Industriekunden maßgeschneiderte Antikörper. Ganz nebenher steigt der Bekanntheitsgrad der HuCAL-Antikörper und in Martinsried erfährt man, in welchen Bereichen die Forschung welche Antikörper mit steigendem Interesse zu diagnostischen und therapeutischen Zwecken einsetzt.

Durch Zukäufe spielte MorphoSys in der Vergangenheit eine aktive Rolle in der Branchenkonsolidierung; noch fühlt man sich nicht ausreichend stark und will **auch in Zukunft** durch **Zukäufe** im stark fragmentierten Markt (Jahresumsatz ca. USD 1 Mrd.; Wachstum ca. 10–15 % p. a.) Anteile hinzugewinnen.

Das Charakteristikum der wichtigsten Kenngrößen im Segment AbD im 2. Quartal 2007 war Wachstum. Während die **Herstellungskosten-Entwicklung ohne Überraschungen** blieb und die seit 16 Quartalen höchste Brutto-Marge von über 68 % ablieferte, konnte der Personalaufwand reduziert werden. Folglich konnte auf der EBIT-Linie des Segmentergebnisses eine Reduzierung des Quartalsverlustes des Vorjahres von 75 % auf EURO -0,3 Mio. (per 30.6.07: EURO -0,47 Mio.) erreicht werden. Die Gewinnzone konnte noch nicht wieder erreicht werden, denn die Verzögerung bei der Implementierung der wesentlichen Vertriebsmittel (Internetauftritt, Katalog) sorgte für eine unerwartete Planverfehlung. Die Verkäufe wuchsen „nur“ mit 11 % auf EURO 4,6 Mio. – also quasi mit dem Markt, der weiterhin von einem ungebrochenen Bedarf angetrieben wird. Das Custom-Geschäft wuchs ungebremst mit ca. 20 %, während das Massengeschäft, das für über 85 % der Verkäufe steht, leicht an Dynamik zulegen konnte, so dass **in Summe EURO 9,9 Mio. Erlöse (+10 %) gezahlt** wurden.

Zweifelsohne verfügt man also bereits heute über eine **wettbewerbsfähige Produktionsstruktur**. Mit einer Brutto-Marge von etwa 60–70 % sind **weitere Effizienzgewinne** in der Infrastruktur und Logistik – kurz: **im Vertrieb** – zu suchen. Umso wichtiger sind ein skalierungsfähiger Internetauftritt und ein ebenso gestalteter Verkaufskatalog, der über ein CRM-System die Kundenwünsche reibungslos verarbeitet und so die spezifischen Personalkosten weiter senkt.

Wir verstehen den Vorstand so, dass ein **EBIT für das Gesamtjahr 2007 von EURO 0,5–0,8 Mio. erreichbar** sein sollte, wenn insbesondere das traditionell starke Jahresendgeschäft, das im

# AKTIENFLASH

letzten Jahr 119 % des 9-Monats-Umsatzniveaus ausmachte, nicht schwächer als üblich verlaufen wird. Die ursprüngliche Prognose einer operativen Gewinn-Marge des Segments von bis 10 % wurde auf eine operative Gewinn-Marge von bis zu 5 % reduziert.

Auch das Segment „**Therapeutische Antikörper (TA)**“ zeigte eine nachhaltige Dynamik. Mit EURO 18,7 Mio. (+6,6 %) dominiert dieses Arbeitsgebiet weiterhin das Konzernrechnenwerk der MorphoSys-Gruppe auf der Umsatzebene mit 65 % (1. Quartal 2007: 62 %) etwas stärker, aber prinzipiell in der gewohnten Relation. Die **Lizenzzahlungen** haben inzwischen ein Niveau von rund EURO 7,5 Mio. pro Quartal erreicht und stellen damit eine **solide Einnahmequelle** dar, wenn auch auffällt, dass der durchschnittliche Projektwert auf rund EURO 0,16 Mio. pro Quartal gefallen ist. Die gleichzeitig **gesteigerte Personaleffizienz** hat diesen Trend aus betriebswirtschaftlicher Sicht mehr als ausgleichen können. Im Juni wurden für den inzwischen dritten von MorphoSys mitentwickelten Antikörper-Wirkstoff gegen Krebs eines namentlich nicht genannten Forschungspartners die Anträge für den Start einer klinischen Phase-1-Studie eingereicht. Dieser Beginn der klinischen Studien löste im Juni die erste klinische Meilensteinzahlung 2007 von u. E. weit über EURO 1,0 Mio. aus, womit im Segmentumsatz EURO 2,4 Mio. dazukamen, was den kumulierten Wert auf EURO 4,0 Mio. (1. Halbjahr 2006: EURO 5,0 Mio.) und für die Segmentperformance entscheidend ansteigen ließ. Zusammen mit den Lizenzzahlungen ergibt sich ein Umsatz in „TA“ von EURO 18,7 Mio., knapp 7 % mehr als vor Jahresfrist. Das Segmentergebnis (EBIT) verfehlte zur Jahresmitte mit EURO 8,1 Mio. den sehr guten Vorjahreswert (sehr großer „Roche-Meilenstein“ im ersten Quartal 2006) nur noch um 14 %, nachdem im Startquartal der Rückstand noch 35 % betrug.

Die **Wachstumsdelle scheint überwunden**, die Eigenentwicklungen kommen planmäßig voran, kein Grund also für eine Gewinnwarnung!

## Quellen:

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

## 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 verbundenen 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.

### Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte:

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: [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 -