

AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 04.12.2007

MorphoSys AG

Biotechnologie

Klassenwechsel – immer wieder die „Bayern“

Rating (12M):

Kaufen

seit: 11.05.2006

Letzte Ratingänderung: 11.05.2006

Kursziel: €71,- (55,-)

seit: 03.08.2007

Kurs (03.12.2007, 17:34 Uhr ETR): 48,49

Hoch/Tief 250 Tage: €59,49/34,40

Nächstes Research: Update



Quelle: www.cortalconsors.de

Analyst: Thomas Schießle

– Finanzanalyst DVFA –

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

E-Mail: thomas.schiessle@midas-research.de

Basis-Informationen

Anzahl Aktien in Mio.: 7,368
 Börsenwert in Mio. €: 357,71
 Streubesitz: ca. 88,2%
 Reuters Symbol: MORG.DE
 XETRA Symbol: MOR.ETR
 WKN: 663200
 ISIN: DE0006632003
 Hauptindex: TecDAX
 Tagesumsatz Ø 30 Tage: €3,23 Mio.
 Tagesumsatz Ø 250 Tage: €2,46 Mio.
 Info: www.morphosys.com

Zahlen je Aktie in €

	2006	2007e	2008e
EPS	0,78	0,30 (0,95)	1,22
KGV	72,4	161,7	39,75
Cashflow	2,48	0,36 (1,14)	2,55
KCV	20,4	134,8	18,2
Dividende	0,0	0,0	0,0
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	11,43	18,86	20,08
Cash	8,14	14,80	16,02

Geschäftsjahr per 31.12.

Die Fakten:

Die Antwort der Börse auf MorphoSys' Bekanntgabe der auf mindestens 7 Jahre ausgelegten strategischen Forschungs- und Entwicklungs-Partnerschaft mit Novartis war von erfreulicher Klarheit: Der Kursanstieg von in der Spitze bis über 30 % entspricht nicht nur einem Zuwachs an Marktkapitalisierung von rund EUR 100 Mio.; der Aktienkurs erreichte auch fast unseren Zielkurs.

Die Investoren haben mit dieser schnellen Kursanpassung u. E. die aus der Kooperation zu erwartenden Netto-Überschüsse (nach R&D-Ausgaben) aus dem sicheren und statistisch wahrscheinlichen Umsatzvolumen von über USD 1 Mrd. (EUR 690 Mio.) der Jahre 2008-2017 von in Summe EUR 299 Mio. (MIDAS-Schätzung) mit dem unveränderten Abzinsungsfaktor von 11,5 % auf den Tageswert von EUR 123 Mio. umgerechnet und eingepreist.

Mehr nicht!

AKTIENFLASH

Aber es geht nicht nur um einen zusätzlichen Vertrag: Die Martinsrieder werden sich nun von einer servicedominierten zu einer entwicklungs-fokussierten Gesellschaft (inklusive AbD-Aktivitäten) wandeln. Hat MorphoSys mit den neuen Parametern – sichere Einnahmen, erweiterter Zugang zu hochwertigen Projekten – also das gleiche Unternehmens- und Investmentrisiko?

Wohl kaum!

Und was den Werttreiber im Geschäftsmodell und den eigentlichen Grund für diese Kooperationsvereinbarung darstellt: Wie hoch bewertet die Börse die möglichen Umsatzbeteiligungen an später zugelassenen Medikamenten?

Heute noch gar nicht!

Werden also alle Projekte, u.E. werden es weit über 200 an der Zahl werden, scheitern? Aber warum hat sich dann Novartis nach über drei Jahren gemeinsamer erfolgreicher Entwicklungsarbeit für die HuCAL-Technologie entschieden und warum sind die Schweizer auch noch bereit mindestens USD 600 Mio. (EUR 414 Mio.) für weitere Arbeiten zu zahlen?

Wohl wegen berechtigter Aussicht auf gute Projektrenditen!

Die Aussichten:

Mit der präferierten Partnerschaft auf dem Feld der Auftragsforschung für therapeutische Antikörper wollen beide Partner eine spürbare Beschleunigung der Entwicklungsarbeiten erreichen, also das volle Potenzial der schnellen HuCAL-GOLD-Technologie und den sich abzeichnenden Automatisierungen heben.

Das Geschäftsmodell von MorphoSys wird also nicht aufgegeben! Vielmehr wird es auf die nächste Entwicklungsstufe gehoben: Auf eine steigende Zahl werthaltigerer Entwicklungsschritte. Zu einem guten Teil wird dieser Schritt durch Novartis ermöglicht, die dafür eine Semi-Exklusivität für die reine HuCAL-Auftragsforschung für Antikörper erhalten – ein smarterer Weg! Novartis hat nach einigen Fehlschlägen ein hohes Interesse, seine Entwicklungspipeline im mittleren Zeitfenster zu stärken, was mit biotechnologisch entwickelten und insbesondere mit antikörperbasierten Therapeutika erreicht werden kann und soll.

Time to Market und Time to Registration sind inzwischen Entscheidungsparameter von höchster Priorität in Basel. Das lässt sich Novartis offensichtlich einiges kosten – nämlich weit über USD 1 Mrd. bis 2017! Denn es ist ein strategischer und kein opportunistischer Schritt. Und das nicht ohne berechtigte Hoffnung auf schätzungsweise deutlich über 10 zulassungsfähige Wirkstoffe, wenn man den Statistiken trauen will.

Der Trainer scheint der neuen Mannschaft mehr zuzutrauen als die Buchmacher!

Bei einer von uns geschätzten Royalty-Rate von 5-6 % stehen MorphoSys also zusätzlich ab 2012 ff. stark steigende Einnahmen bis zu EUR 75 Mio. p. a. (Gegenwartswert ca. EUR 30 Mio.) pro Wirkstoff in Aussicht, ganz zu schweigen von den gemeinsamen Entwicklungen, die nun auch angestoßen werden sollen; und bei denen Aufwand und Ertrag geteilt werden.

AKTIENFLASH

In unseren letzten Research-Veröffentlichungen sprachen wir von der Aussicht auf wieder steigende Notierungen zum Jahreswechsel. Vor dem Hintergrund der neuen Lage und erst recht in Anbetracht des „gefestigteren“ Chance-Risiko-Profiles sollten u.E. die Kurse eine nachhaltige Aufwärtsbewegung zeigen, denn die kräftig erweiterten Gewinnpotenziale dürften in den kommenden Monaten zunehmend erkannt und schrittweise eingepreist werden.

Die aktuelle Guidance für 2007 wird wohl aufgrund von Beratungskosten von EUR 6 Mio. auf einen kleinen Gewinn von gut EUR 2 Mio. (EUR +0,30/Aktie) angepasst werden müssen. Eine angepasste und belastbare Gewinnschätzung für 2008 ist uns noch nicht möglich, da der größte Einflussfaktor, die IFRS-konforme Verbuchung der Zahlungen von Novartis, im Detail noch nicht feststehen. Aber die Richtung ist klar: deutlich mehr Umsatz und überproportionaler Gewinnanstieg.

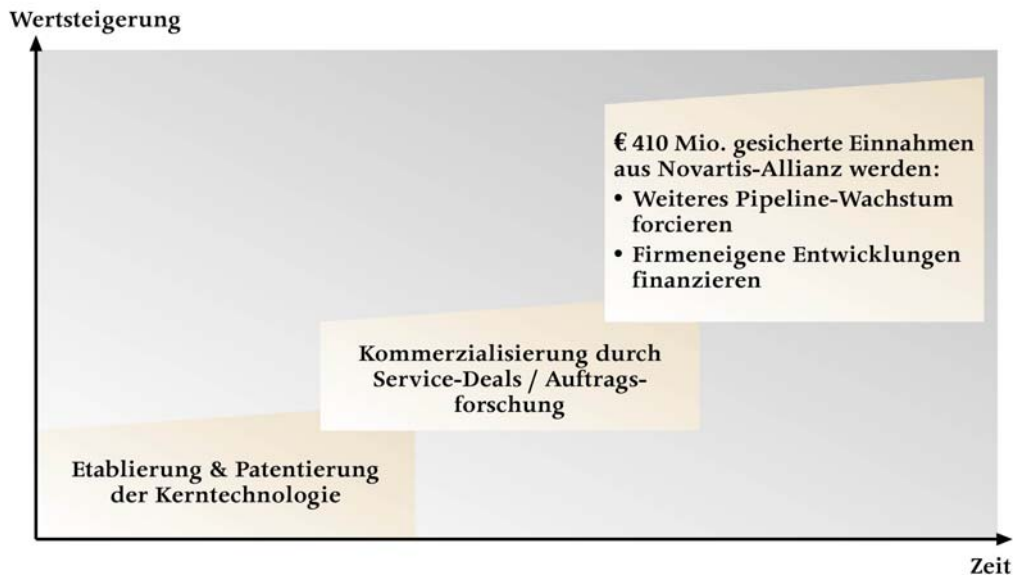
Wir heben also unser Kursziel von EUR 55,-/Aktie auf EUR 71,-/Aktie (temporärer Abschlag von 15 %) an und empfehlen den Titel daher zum KAUF. In der „Trainingsphase“ werden wir in der Kurszielberechnung einen Risikoabschlag von 15 % verrechnen.

Schnellere Entwicklung auf breiterer und sicherer Grundlage

Das etablierte Geschäftsmodell der Bayern bleibt weiterhin gültig. MorphoSys verfolgt unverändert die aktiven therapeutischen Antikörperprogramme mit anderen Partnern. Durch einen zunehmenden Fokus auf die Entdeckung und Entwicklung von Medikamenten im Rahmen der Allianz mit Novartis sowie auf die firmeneigene Medikamentenentwicklung wird MorphoSys unabhängiger von neuen oder erweiterten Service-Verträgen zur Auftragsforschung, die ja die Eigenentwicklungen finanzieren sollen. Die wachsende Finanzstärke sollte den laufenden firmeneigenen Medikamentenentwicklungen, also den Programmen MOR103 und MOR202, neue Impulse und weitere Schwester-Projekte verschaffen. Zusätzlich beabsichtigt MorphoSys den Wert seiner Medikamentenpipeline durch die Nutzung der Mitentwicklungsmöglichkeiten von Programmen inklusive zusätzlicher Vertriebsrechte für gemeinsam entwickelte Produkte in festgelegten Regionen innerhalb des neuen Vertrags weiter zu erhöhen. Wir erinnern uns an Roche und Genetech!

AKTIENFLASH

Neue Phase in der Unternehmensentwicklung eingeleitet



Insgesamt belaufen sich die vertraglich zugesicherten jährlichen Zahlungen über die zehnjährige Vertragslaufzeit auf mehr als USD 600 Mio. Technologiezugangszahlungen und Gebühren für die interne Anwendung der HuCAL-Plattform machen rund USD 300 Mio. aus, die gleiche Summe ist über die zehn Jahre für Zahlungen für Forschung und Entwicklung vorgesehen. Als Faustregel scheint uns nach einigen Quartalen Anlaufphase ein Jahresumsatz von USD 60 Mio. respektive rund EUR 41 Mio. aus dem Vertrag plausibel. Nicht darin enthalten ist die Erstattung von Forschungskosten in Verbindung mit den Forschungsaktivitäten in frühen Entwicklungsstufen von Programmen, die MorphoSys aktiv mitentwickelt. Auch die an Novartis unter dem ursprünglichen Vertrag im Jahr 2004 vergebene und nun angenommene nichtexklusive Option zur Internalisierung der vollständigen HuCAL[®]-Technologieplattform löst eine Zahlung aus.

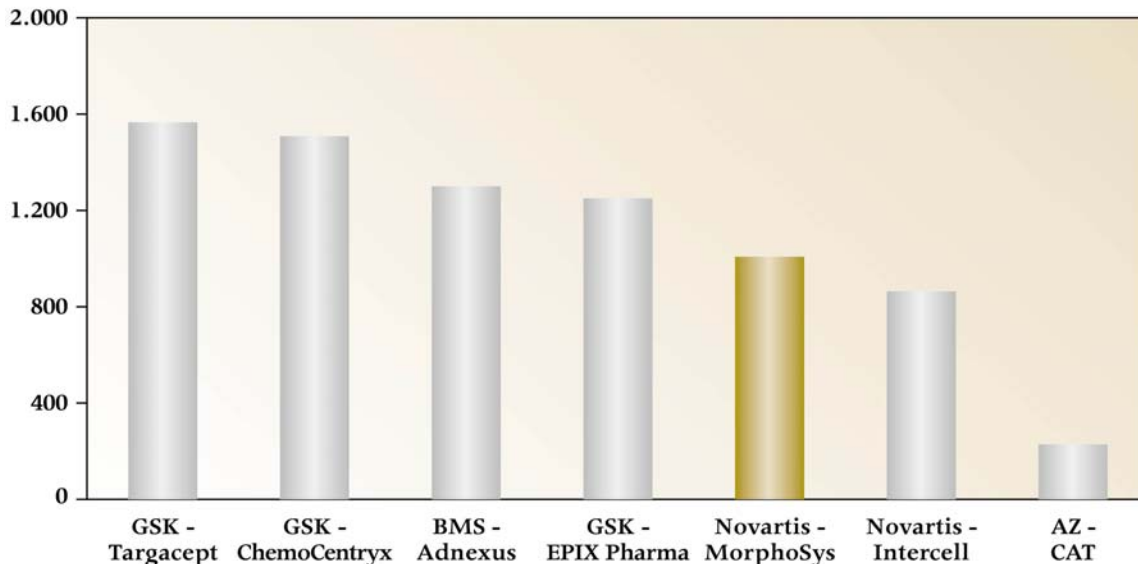
Basierend auf der Aufnahme, dass sich die Vereinbarung über die gesamte Laufzeit erstreckt, kann sich die Gesamtsumme aller Zahlungen im Rahmen der Vereinbarung laut Management auf mehr als eine Milliarde USD belaufen. Diese Summe umfasst die vertraglich zugesicherten Zahlungen und eine nach Wahrscheinlichkeit gewichtete Summe an Meilensteinzahlungen, welche von einer erfolgreichen klinischen Entwicklung und der Marktzulassung mehrerer Produkte abhängen. Damit nicht genug: Weitere Zahlungen entstünden aus möglichen Umsatzbeteiligungen in Form von Royalties und potenziellen Gewinnanteilen an zukünftigen Produktverkäufen. Die Verbuchung der Einnahmen wird entsprechend den IFRS-Standards dem Vertragsverlauf folgen, sich nach der konkreten Zahl der aktiven Programme richten und erst in der Zukunft fällig werden.

Hinzu kommen weitere Projekte aus den bestehenden Partnerschaften von Merck & Co., Elli Lilly, Pfizer und Boehringer-Ingelheim, während die großen Partner Centocor und Bayer-Schering planmäßig zum Jahresende 2007 auslaufen.

AKTIENFLASH

Vertrag zählt zu größten Forschungsallianzen in der Geschichte der Biotech-Industrie

Vertragsvolumen (Mio. US-\$)



Quelle: Current Partnering; Pressemitteilungen Beinhaltet nur umfangreiche F&E-Partnerschaften. Vertragsvolumen enthält erfolgsabhängige klinische Entwicklungs- und kommerzielle Vertriebs-Meilensteine für alle Wirkstoffe innerhalb der Kooperation. Novartis-MorphoSys: Meilensteinzahlungen sind nach Wahrscheinlichkeiten gewichtet.

Schon immer eine besondere Partnerschaft – jetzt eine strategische Allianz

Bereits im Mai 2004 starteten MorphoSys und Novartis mit der Unterzeichnung einer **umfangreichen Kooperation**, die sich über die Zeit zur **wichtigsten Partnerschaft** für das Biotech-Unternehmen entwickelte. Im Zentrum der Zusammenarbeit steht seither die **Erforschung und Entwicklung von therapeutischen Wirkstoffen** auf vollkommen humaner Antikörper-Basis gegen eine Vielzahl unzureichend behandelter Krankheiten; **ausgenommen** sind lediglich Fragestellungen im Zusammenhang mit **Infektionserkrankungen**; hier geht jeder seine eigenen Wege. Darüber hinaus **ergänzen diagnostische Anwendungen** von HuCAL[®]-basierten Antikörpern diese überaus wichtige Partnerschaft schon seit Jahren.

MorphoSys wird **nun wichtigster Technologie-Partner von Novartis** bei der Entdeckung und Entwicklung therapeutischer Antikörper, was eines der am schnellsten wachsenden Forschungsfelder darstellt. Im Rahmen der jüngsten strategischen Allianz werden beide Seiten nach unserem Verständnis **jährlich weit über 10 Projekte** („... eine rund doppelt so hohe Anzahl ... als unter der ursprünglichen Vereinbarung ...“) **vorantreiben**. Damit geht Novartis eine enge und langjährige Bindung an die HuCAL-Technologie von MorphoSys ein, ein klares Zeichen für die hohe Zufriedenheit.

Die Zusammenarbeit hat eine **Laufzeit von zehn Jahren mit einer Verlängerungsoption** für Novartis von zwei Jahren; ferner gibt es die Option, **nach sieben Jahren** unter bestimmten, eng gefassten Voraussetzungen die Allianz zu beenden. Darüber hinaus ist es MorphoSys gelungen, sich **Rechte zur Mitentwicklung** an einer kleineren Zahl ausgewählter Programme **sowie Vertriebsrechte** der daraus resultierenden Produkte in bestimmten Regionen durch den Aufbau

AKTIENFLASH

einer **eigenen Vertriebsmannschaft** zu sichern. Im Rahmen der Mitentwicklung hat MorphoSys die Möglichkeit, **Kosten und Gewinn zu teilen** und so an diesen Projekten mitzuwirken. wobei ein Anteil der in frühen Entwicklungsstadien anfallenden Kosten durch Novartis finanziert wird. Dabei spiegelt die finanzielle Gewinnbeteiligung jeweils den Grad an Investition in das jeweilige Programm wider.

Zur Untermauerung der Zusammenarbeit beteiligte sich Novartis schon frühzeitig mit einem **Investment von ca. EUR 9 Mio.** an MorphoSys und ist bis heute mit einem Aktienanteil von ca. **7,0 % größter Aktionär** geblieben. **Eine Aufstockung sei zumindest vertraglich nicht vorgesehen;** auch **verzichten** die Schweizer auf einen **Aufsichtsratssitz**, was bei einer so hohen Bedeutung einer Allianz durchaus üblich wäre. Dies geschieht nach unserer Überzeugung, um die Weiterführung des in Martinsried verfolgten **Geschäftsmodells** (Entwicklung auch und mit Dritten) **nicht zu gefährden**.

Erfolgreiche Zusammenarbeit seit 2004

Im **August 2005** gab MorphoSys bekannt, dass das **erste therapeutische Antikörperprogramm** innerhalb der Kooperation mit Novartis erfolgreich **abgeschlossen** wurde. Einen **vorläufigen Höhepunkt** stellte die **Überführung** eines dieser therapeutischen, antikörperbasierten **Krebs-Wirkstoff-Kandidaten in die klinische Erprobung** im September 2007 dar. Bereits rund 15 Monate zuvor wurde die ursprünglich auf drei Jahre begrenzte Vertragslaufzeit entsprechend der Erweiterungsoption **bis zum Mai 2011 verlängert**. Novartis erhöhte schon damals die Schlagzahl an **neuen therapeutischen Antikörperprogrammen pro Jahr** und bildete ein Center of Excellence.

Ergänzt wurden die Forschungszahlungen um zusätzliche kommerzielle Lizenzgebühren, Forschungs- und Entwicklungsmeilensteine sowie umsatzabhängigen Tantiemen auf zukünftig zu vermarktende Produkte. Diese **finanziellen Strukturdaten** wurden auch **in der neuen Vereinbarung weitergeführt**.

NOV-Vertrag > alle Verträge seit Gründung! Auftragsforschung quasi-exklusiv für NOV

Laufzeit	10 Jahre, erweiterbar auf 12 Jahre
Technolizenz und Internalisierung	~ 300 Mio. US-\$ an gesicherten Zahlungen
Forschungszahlungen	~ 300 Mio. US-\$ an gesicherten Zahlungen
Meilensteine & Tantiemen	Bei allen Programmen
Gemeinsame Entwicklung	MorphoSys teilt Kosten & Gewinne
Umsatzpotenzial für MOR	1 Mrd. US-\$ (Erfolgswahrscheinlichkeiten eingerechnet) - Kein Aktienpaket

AKTIENFLASH

Portfolio der aktiven Partnerschaften – in Zukunft eine noch sicherere Bank

Die Umsätze im Segment „Therapeutische Antikörper“ (TA) könnten 2007 etwa EUR 42 Mio. erreichen. Momentan werden rund **2/3 der Umsätze mit den Top-Drei-Kunden**, also *Novartis, Centocor, Bayer-Schering*, erzielt. *Novartis*-Projekte werden künftig zahlreicher, während die großen Partner *Centocor* und *Bayer-Schering* planmäßig zum Jahresende 2007 auslaufen. Eine **Einnahmedelle in den kommenden Quartalen** ist also wahrscheinlich, genauso wie danach wieder steigende Segmentumsätze, wenn neue Dritt-Projekte eingelobt werden können.

Als **Faustregel** ist ein Jahresumsatz von USD 60 Mio., also rund EUR 41 Mio., aus der erweiterten **Novartis-Allianz** plausibel ableitbar. Der **Cash-Überschuss** daraus wird mit rund **USD 30 Mio. taxiert**; ein bedeutender Betrag, aus dem eine **spürbar höhere Zahl an Eigenentwicklungen finanziert** werden kann. Hinzu kommen die bestehenden Projekte von *Merck & Co., Elli Lilly, Pfizer und Boehringer-Ingelheim* etc. und neue Co-Developments. Der **Konzern-Umsatz** wird also **2008 ff. zweistellig steigen** können.














Die **Zahl der aktiven Partnerschaftsprojekte** ist über die letzten Jahre kontinuierlich auf knapp **50 Projekte angewachsen**, eine Größenordnung, die die aktuellen Kapazitäten mehr oder minder **voll auslastet**. Auch in den **nächsten Jahren** gehen wir wieder von einem **deutlichen Zuwachs** aus, denn es sollen ja nur noch Entwicklungsprojekte mit Dritten gestartet werden, was eine **längere Verweildauer der Projekte** in der Pipeline bedeutet. **Personalaufstockungen**, nicht nur in Martinsried, werden **wohl folgen**. Auch wenn man berücksichtigt, dass seit rund einem Jahr zur Antikörperidentifizierung aus der *HuCAL-GOLD-Bibliothek* sukzessive auch die schnellere Selektionstechnologie *RapMAT™* eingesetzt wird. Mit deren Nutzung konnten bei vielen Projekten bereits einige Monate Entwicklungszeit eingespart werden.




Antibodies Direct – Abd soll weiter wachsen

Das Segment „Antibodies Direct – Abd“ dürfte sich auch in Zukunft gezielt auf die Erschließung des Marktes für Forschungsanwendungen konzentrieren. Bekanntlich geht es nicht nur um Profitabilität, vielmehr spielt auch die „**Market Intelligence**“ eine bedeutende Rolle. Hierbei wären weitere **Zukäufe** durchaus **hilfreich**.

AKTIENFLASH

Neue Allianz hin zu mehr Wertschöpfung

		
Entwicklung v. Leitkandidaten		
Optimierung		
Prä-klinische Entwicklung	 	
Klinische Entwicklung		
Kommerzialisierung		

 Hauptverantwortung
  Sekundäre Verantwortung
  Neue Möglichkeiten für MorphoSys bei ausgewählten Programmen

Mit der neu zusammzusetzenden Entwicklungs-Mannschaft bestehen gute Chancen, in der **Antikörper-Therapeutika-Championsleague** um den Titel zu kämpfen, wenn auch bedacht werden muss, dass es sich um einen mehrjährigen „Wettbewerb“ handelt und Niederlagen durchaus dazugehören können.

Quellen:

MorphoSys AG
Novartis AG

MIDAS Research GmbH
www.maxblue.de
www.reuters.de

AKTIENFLASH

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 INTERNET: 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 -