

AKTIENFLASH

Datum der Veröffentlichung: 29.07.2010

MorphoSys AG

Biotechnologie

[> Click here for Disclaimer](#)

Nach erfolgreichem 1. Halbjahr 2010 nun Blick auf die Partnerprogramme gerichtet

Rating (12M):

Kaufen

seit: 11.05.2006

Letzte Ratingänderung: 11.05.2006

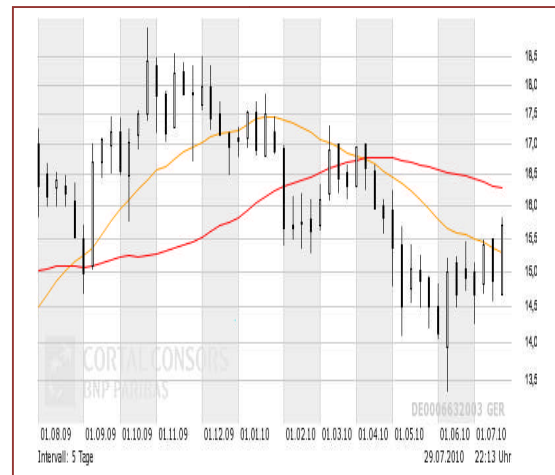
Kursziel: € 33,00

seit: 31.07.2009

Kurs (29.07.2010, 17:35 Uhr ETR): € 15,95

Hoch/Tief 52 W: € 19,03/ 13,35

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.:	22,72
Börsenwert in Mio. €:	362,4
Streubesitz:	ca. 88 %
Reuters Symbol:	MORG.DE
Xetra Symbol:	MOR.ETR
WKN:	663 200
ISIN:	DE0006632003
Hauptindex:	TecDAX
Tagesumsatz Ø 30 T:	€ 0,71 Mio.
Tagesumsatz Ø 250 T:	€ 0,97 Mio.
Info:	www.morphosys.com

Zahlen je Aktie in €

	2009	2010e	2011e
EPS	0,40	0,33	0,43
KGV	39,9	48,3	37,1
CashFlow	-0,04	0,63	0,82
KCV	n.s.	25,3	19,5
Dividende	0,0	0,0	0,0
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	7,18	7,71	8,04
Cash	6,11	5,99	6,32

Das 1. Halbjahr 2010 war für die *MorphoSys AG* nicht nur betriebswirtschaftlich erfolgreich; nein, auch aus unternehmensstrategischer Sicht waren die vergangenen Monate richtungsweisend. Hierüber hatten wir bereits am 20.5.2010 und 30.6.2010 im Detail berichtet.

Im Rahmen der Ergebnispräsentation am 28.07.2010 wurde nun nicht nur die Finanzprognose des Managements bestätigt; vielmehr sieht der Finanzvorstand - bei aller gebotenen Vorsicht, was die Realisierung erfolgsabhängiger Meilensteinzahlungen in den verbleibenden Monaten betrifft - eine steigende Chance, sogar das „obere Ende“ des Schätzkorridors beim Gewinn zu erreichen. Die *MIDAS* EPS-Schätzung 2010 lassen wir allerdings unverändert unter der Annahme, dass im zweiten Halbjahr die Entwicklungskosten spürbar steigen und nur ein geringer Überschuss erzielbar erscheint.

AKTIENFLASH

Aber auch so wird bei MorphoSys in den kommenden Quartalen die Spannung nicht sinken, wenn bei einer Reihe von Partner-Programmen erstmals Details veröffentlicht werden, die wichtige Rückschlüsse auf die Werthaltigkeit dieser Programme sichtbar machen könnten. Willkommene Anlässe also für die Börse, die Bewertung nach zu justieren – was aber auch mit Kursvolatilität einhergehen dürfte!

Dabei dürfte u.E. dann auch die Aktienbewertung auf Basis des *Status quo* der kurzfristigen Gewinnentwicklung, also allein auf Grundlage von Einnahmen und Überschüssen der Dienstleistungs- (PD) und Produktionsaktivitäten (AbD), sehr schnell um die Potenzialrechnung der klinischen Partnerprogramme ergänzt werden. Somit steht u.E. in den kommenden Quartalen eine Zäsur an.

Wann und wie hoch der abgeleitete Preisaufschlag für die Aktie sein wird, ist sicherlich nicht exakt vorhersehbar. Gleichwohl, bis zu unserem aktuellen Kursziel von EUR 33,-/Aktie ist noch mehr als reichlich Platz!

Bereits heute ist die fundamentale Bewertungsbasis durch die hinlänglich bekannten Gewinnströme mit einem Wertbeitrag von rund EUR 13,-/Aktie und den stetig steigenden Finanzmitteln, die gegenwärtig über EUR 6,-/Aktie repräsentieren, abgesichert.

Die Kriegskasse im Übrigen bekommt mittelfristig eine neue Qualität, nachdem die jüngste ordentliche HV die Genehmigung zu einem Aktienrückkaufprogramms erteilt hat. CFO *Dave Lemus* würde hierdurch eine besonders preiswerte Refinanzierungsquelle für Zukäufe – nicht zuletzt im Segment AbD – zur Verfügung gestellt. Das Zusammenwachsen von Diagnostik und Therapieeinsätzen von Antikörpern ist der natürliche Ansatzpunkt dieser strategischen Mehrjahres-Initiative, der einen schnelleren „payback“ verspricht.

Vor diesem Hintergrund ist es keine Überraschung, dass wir unsere Kaufempfehlung bekräftigen.

Sichtbar: Anzahl der aktiven Programme steigt

Insgesamt zeichnet sich für 2010 eine wachsende Zahl an aktiven Partnerschaftsprojekten ab, so dass im Dezember rund 80 aktive Programme bearbeitet werden könnten, auch wenn jüngst ein Frühphasen-Projekt gestoppt wurde. *MorphoSys'* Wirkstoffpipeline beinhaltet aktuell insgesamt 72 therapeutische Antikörperprogramme, von denen sich derzeit 11 in der klinischen Entwicklung befinden, 26 in der präklinischen Entwicklung und 35 in der Entdeckungsphase. Zu den aktuell 64 aktiven therapeutischen Programmen mit Partnern (davon 9 klinische) kommen acht firmeneigene Programme hinzu, inklusive eines gemeinsamen Entwicklungsprogrammes mit Novartis.

Deshalb wurde bis Jahresmitte auch der Personalstand um rund 15 % auf 432 Mitarbeiter ausgebaut, soll damit nun aber ein gewisses Plateau erreicht haben.

Machbar: Eigenentwicklung MOR103, MOR202, MOR208

Im firmeneigenen klinischen Portfolio sollen bis zum Ende des Jahres beim anti-GM-CSF-Antikörper **MOR103** in einer Multi-Dosis-Studie zunächst Verträglichkeit und dann bis Mitte 2011 Sicherheit für den Einsatz in RA ermittelt und schließlich **im Frühjahr 2012 die Phase Ib/IIa-Daten veröffentlicht werden** - ein idealer Zeitpunkt, um einen Partner für die sich anschließenden, sehr umfangreichen und teuren Zulassungsstudien zu suchen. Parallel laufen die Vorbereitungen für den Einsatz des **GM-CSF-Wirkstoffs** in einer **zweiten Indikation**, so dass nach den jetzt vor dem Abschluss stehenden Expertenanhörungen u.E. noch 2010 die Anträge für die Phase I-Studien gestellt werden könnten.

Auch beim anti-CD38 Krebswirkstoff (**MOR202**) könnte der Studienantrag noch bis Jahresende 2010 erfolgen und somit im 1. Halbjahr 2011 **mit der Rekrutierung** erster Patienten mit der Diagnose *Multiples Myelom* **begonnen werden**.

Wie am 30.6.2010 von uns berichtet, hat MorphoSys eine weltweite Exklusiv-Lizenz für **MOR208** (ehemals XmAb5574) gekauft, einen hoch wirksamen monoklonalen Anti-CD19 Antikörper, der von *Xencor* zur Behandlung von B-Zell-Erkrankungen entwickelt wurde und in Kürze die ersten Patienten der Phase I-Studien aufnehmen wird. Die Datenauswertung erwarten wir auch 2012.

Schätzbar: Spätphasen-Portfolio der Partner wird bewertbar

Im Segment *Partnered Discovery* könnten zu den **heute neun klinischen Projekten mindestens zwei weitere bis Jahresende 2010** hinzu kommen, nachdem zwei HuCAL-basierte Antikörper (für *Centocor* und *Novartis*) bis Juni die Klinikreife erlangt und dadurch jeweils eine Meilensteinzahlung ausgelöst haben. Das **Phase I-Portfolio würde sich in der Jahressicht somit von vier auf acht Programme verdoppeln**.

Und am anderen Ende stehen bei den **drei Phase II-Programmen** im Laufe des Jahres erste Daten einer Phase I/II Kombinationsgabe von *BHQ880* mit *Zometa* bei Krebsrückfallpatienten an. Auch das **Roche Phase I-Programm „R 1450“ mit dem Antikörper „Gantenerumab“** soll im zweiten Semester 2010 in Dosisfindungsstudien der Phase II überführt werden. Wann genau, ist allerdings bis heute nicht bekannt, was sicherlich hohe Kursrelevanz nach sich zöge!

Die zusammenfassende Bilanz lautet: Zum Jahresende 2010 könnte die proprietäre und mit Partnern aufgebaute Pipeline bis zu 14 Wirkstoffe in der klinischen Entwicklung umfassen, davon mindestens vier Antikörper in Phase 2-Studien.

Umsatzverteilung in 1. Halbjahr 2010 – sehr guter operativer Verlauf

<i>In Mio. €</i>	1. Hj. 2010	1. Hj. 2009	Verän- derung
Konzernumsatz	43,5	37,9	15%
Konzernumsatz bei konstanten Wechselkursen	43,5	39	12%
Segment Partnered Discovery	32,8	28,1	17%
Lizenzentnahmen und Auftragsforschung	29,2	22,7	29%
Erfolgsabhängige Zahlungen	3,6	5,4	-33%
Segment AbD	10,6	9,7	9%
Segmentumsatz bei konstanten Wechselkursen	10,6	10,4	2%

MIDAS Research, Juli 2010 - Quelle: MorphoSys AG

Kostbar: Betriebliche Aufwendungen wuchsen im 1. Halbjahr 2010 mit 12%, aber die Erlöse mit 15%

Nach dem schon sehr erfreulichen Auftaktquartal (+7,5% Umsatzzuwachs ggü. Vorjahr) war die Beschleunigung der Umsatzdynamik im zweiten Quartal auf 22% ggü. dem zweiten Quartal 2009 von uns so nicht erwartet worden. Die **Bruttomarge** stieg im Konzern in der Folge um 373 Basispunkte auf den **neuen Rekordwert** von 22,9%, denn **vergleichsweise hohe Lizenzzahlungen** flossen in den zurückliegenden drei Monaten nach München. Die betrieblichen Kosten stiegen im 3-Monats-Zeitraum um knapp 18% auf EUR 19,25 Mio. und damit gut 4 Prozentpunkte langsamer als die Erlöse. Das EBIT im jüngsten Quartal erreichte EUR 3,6 Mio. und damit über 50% mehr als der Vorjahresvergleichswert. Die EBIT-Marge verjüngte sich vom Startquartal mit 22,1% auf nun 16,0%, was im Jahresverlauf aber typisch ist.

Der Quartalsüberschuss von EUR 2,67 Mio. lag 73% über dem Vorjahresquartal und entsprach einem **EPS von EUR 0,12/Aktie** (2. Quartal 2009: EUR 0,07). Diese Kennzahl ergänzt sich zum Halbjahresstand auf **EUR 0,26** (EPS 1. Hj. 2009: EUR 0,22).

Segmententwicklung im 1. Halbjahr 2010 - anhaltend positive Entwicklung, Sondereffekte bei AbD und PD überzeichnen

In Mio. €	1. Hj. 10	1. Hj. 09	
Umsatzerlöse	32,8	28,1	} Partnered Development (PD)
Betriebliche Aufwendungen	10,6	10,1	
Segmentergebnis	22,2	18,0	
In Mio. €	1. Hj. 10	1. Hj. 09	
Umsatzerlöse	0,6	0,5	} Proprietary Development (PPD)
Betriebliche Aufwendungen	11,0	8,5	
Segmentergebnis	-10,4	-8,0	
In Mio. €	1. Hj. 10	1. Hj. 09	
Umsatzerlöse	10,6	9,7	} AbD Serotec
Herstellungskosten	3,8	3,3	
Bruttogewinn	6,8	6,4	
Betriebliche Aufwendungen	5,9	5,3	
Segmentergebnis	0,9	1,1	

MIDAS Research, Juli 2010 - Quelle: MorphoSys AG

Grundlage dafür war ein **Rekordumsatz** von EUR 43,5 Mio., der insbesondere von der mit 17% **kräftigen Expansion im Segment Partnered Discovery** getragen wurde, während die 6-Monats-Umsätze im Segment für Forschung und Diagnostik **AbD Serotec** nur um 9 % auf EUR 10,6 Mio. **anzogen**.

Das **Segmentergebnis AbD** zeigte mit einem **Drei-Monats-Verlust** von EUR 0,06 Mio. die Spuren eines vorübergehend weniger profitablen Umsatzmix und planmäßiger Gängigkeitsabschreibungen, was aber am grundsätzlich positiven Bild des Geschäftsgangs u.E. keinen grundsätzlichen Zweifel aufkommen lässt (siehe Tabelle).

Das Segmentergebnis für den Bereich **Partnered Discovery** (firmeneigene und gemeinschaftlich durchgeführten Entwicklungsaktivitäten) belief sich auf EUR 22,2 Mio. (1. Hj. 2009: EUR 18,0 Mio.), wovon alleine EUR 12,1 Mio. (+41%) aus dem zweiten Quartal stammten, denn es floss jüngst ein **hoher Anteil aufwandsunabhängiger Zahlungen**. Der **Verlust im Segment Proprietary Development** stieg derweil **planmäßig** und deutlich um 31% auf EUR 10,5 Mio., während die dort gebuchte Kostenerstattung des Gemeinschaftsprorramms mit Novartis leicht auf EUR 0,6 Mio. anstieg.

AKTIENFLASH

Die **betrieblichen Aufwendungen wuchsen im Konzern mit 12%** auf EUR 35,2 Mio., was vor allem an höheren Personalkosten im Zusammenhang mit der gestiegenen Zahl aktiver Projekte lag. Die **F&E-Aufwendungen erhöhten sich um 14 %** auf EUR 20,5 Mio., mit Ausgaben für die firmeneigene Produkt- und Technologie-Entwicklung in Höhe von EUR 11,1 Mio. (1.Hj. 2009: EUR 8,5 Mio.). Um 9% auf EUR 10,9 Mio. stiegen die Verwaltungsaufwendungen vergleichsweise langsamer. **Das EBIT profitierte von diesen Gewichtsverlagerungen in der Erfolgsrechnung und verbesserte sich entsprechend kräftig** um 26% von EUR 6,6 Mio. auf EUR 8,3 Mio.

MorphoSys' Bestand an **liquiden Mitteln** betrug zum 30. Juni 2010 **EUR 152,1 Mio.** (31. 12. 2009: EUR 135 Mio.), der die zu diesem Zeitpunkt noch ausstehende **Vorabzahlung** von ca. EUR 10,5 Mio. **noch beinhaltet**, die Anfang Juli an *Xencor* ging.

2010e bleibt planbar: Steigende Investitionen, sinkender Gewinn

Die **gesamten betrieblichen Konzernaufwendungen** werden der MIDAS-Schätzung zufolge **2010 um gut 15% zunehmen**, während die **Erlöse im laufenden Jahr um mindestens 10 % auf EUR 90 Mio. ansteigen** werden. Die Herstellungskosten werden steigen, jedoch langsamer als die sie auslösenden **Erlöse des Segments AbD (+ 10%)**, so dass die **Marge auch im Gesamtjahr bei den erreichten 8% liegen könnte**.

Der Posten „Aufwendungen für **Vertrieb, Allgemeines und Verwaltung**“ dürfte dagegen eher unterproportional zunehmen, so dass das Konzern-**EBIT nach unveränderter MIDAS-Schätzung EUR 9,1 Mio. (-16%)**, erreichen könnte, und ein **EPS von EUR 0,33/Aktie** ermöglicht, was einem Rückgang zum Vorjahr von etwas über 15% auf rund EUR 7,5 Mio. entspräche. Im 2. Halbjahr **könnte also ein Verlustquartal entstehen**, wenn insbesondere Meilensteinzahlungen zeitlich nicht „gleichverteilt“ anfallen.

Quellen:

Hoffmann-La Roche AG
MorphoSys AG

MIDAS Research GmbH

www.maxblue.de
www.reuters.de

AKTIENFLASH

MIDAS Research Leserservice

Möchten Sie unsere Analysen auch direkt per Email erhalten, registrieren Sie sich bitte auf unserer Web Site <http://www.midasresearch.de> unter „RESEARCH BEZUG“

DISCLAIMER (RISIKOHINWEISE UND VERTRIEBSBEDINGUNGEN)

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.

Diese Publikation dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Informationen und Daten aus dieser Publikation stammen aus Quellen, die der Herausgeber zum Zeitpunkt der Erstellung für zuverlässig und vertrauenswürdig hält. Soweit es sich um nicht-öffentliche Quellen handelt, sind diese jeweils angegeben. Der Herausgeber und die von ihm zur Erstellung der Publikation beschäftigten Personen haben die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten und zugrunde liegenden Daten und Tatsachen vollständig und zutreffend sowie die herangezogenen Einschätzungen und aufgestellten Prognosen realistisch sind. Diese Plausibilitätsüberprüfung genügt jedoch nicht den Anforderungen, wie sie sich aus den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen gemäß des Standards des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer IDW ("IDW Standard") ergeben.

Der Herausgeber übernimmt daher keine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit der verwendeten und zugrunde liegenden Daten und Tatsachen, für die Angemessenheit der herangezogenen Einschätzungen oder für den Eintritt der aufgestellten Prognosen, es sei denn, es liegt eine grob fahrlässige oder vorsätzliche Pflichtverletzung zugrunde, die der Herausgeber zu vertreten hat. Insbesondere übernimmt der Herausgeber keine Garantie dafür, dass genannte Gewinnprognosen eintreffen oder genannte Kursziele erreicht werden. Die Haftung für Verstöße gegen vertragswesentliche Pflichten wird begrenzt auf den üblicherweise vorhersehbaren Schaden, höchstens jedoch EUR 20.000. Der Herausgeber hat keine Aktualisierungspflicht. Er weist darauf hin, dass Veränderungen in den verwendeten und zugrunde gelegten Daten und Tatsachen bzw. in den herangezogenen Einschätzungen einen Einfluss auf die prognostizierte Kursentwicklung oder auf die Gesamteinschätzung des besprochenen Wertpapiers haben können.

Diese Publikation stellt keine Aufforderung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Verkauf eines Wertpapiers dar. Weder durch den Bezug dieser Publikation noch durch die darin ausgesprochenen Empfehlungen oder wiedergegebenen Meinungen kommt ein Anlageberatungs- oder Anlagevermittlungsvertrag zwischen dem Herausgeber bzw. dem jeweiligen Verfasser und dem Bezieher der Publikation zu Stande. Jedes Investment in Aktien ist mit Risiken bis hin zum Totalverlust behaftet. Jegliche Entscheidung zur Zeichnung, zum Kauf oder zum Verkauf in Bezug auf ein in dieser Publikation besprochenes Wertpapier darf nicht auf Grundlage dieser Publikation erfolgen; sie sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen aus Prospekten und Angebotsschreiben des Emittenten und nach einer vorangehenden Beratung durch einen professionellen Anlageberater erfolgen. Diese Publikation darf nicht - auch nicht teilweise - als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in einem solchen Zusammenhang als verlässlich herangezogen werden. Diese Publikation wird dem Bezieher ausschließlich zu dessen Information zur Verfügung gestellt und darf von diesem nicht reproduziert oder an andere Personen weiter gegeben werden. Soweit nicht zwingendes Recht anderer Staaten anwendbar ist, findet das Recht der Bundesrepublik Deutschland Anwendung.

Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Mannheim.

HINWEISE AUF MÖGLICHE INTERESSENKONFLIKTE

Diese Publikation ist im Rahmen eines zwischen der Emittentin und der MIDAS Research GmbH bestehenden, kostenpflichtigen Research-Betreuungsvertrages entstanden. Die Emittentin 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.

EMAIL: info@midas-research.de INTERNET: <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 -