

AktienFlash

Datum der Veröffentlichung: 11.07.2012

NanoRepro AG

Heimdiagnostik

[> Click here for Disclaimer](#)

**Auch ohne Siebenmeilenstiefel
gut unterwegs**

Rating (12M):

Spekulativ Kaufen seit: 08.03.2010
 Letzte Ratingänderung: keine
Kursziel: 4,90 € (3,85 €)
 seit: 11.07.2012
Kurs (09.07.2012, 11:59 ETR): 2,30 €
 Hoch/Tief 12 Mte.: € 5,00/ 1,36
 Nächstes Research: unbestimmt



Quelle: www.cortalconsors.de

Analyst: Karsten Siebert, CEFA

- Finanzanalyst -

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

Email: karsten.siebert@midas-research.de

Zahlen je Aktie in €

	2011	2012e	2013e
EPS	-0,87	0,02	0,18
KGv	n.s.	115,0	12,8
CashFlow	-0,79	0,03	0,19
KCV	n.s.	76,7	12,1
Dividende	0,00	0,00	0,00
Rendite	n.s.	n.s.	n.s.
Buchwert	-2,00	-1,53	-1,35
Cash	0,11	0,40	0,59

Geschäftsjahr per 31.12. nach HGB

Basis Informationen

Anzahl Aktien in Mio.: 2,26
 Börsenwert in Mio. €: 5,2
 Streubesitz: ca. 33%
 Reuters Symbol: NN6G.DE
 XETRA Symbol: NN6
 WKN: 657 710
 ISIN: DE0006577109
 Hauptindex: OpenMarket
 Tagesumsatz Ø 30 Tage: 9.468 €
 Tagesumsatz Ø 250 Tage: 23.708 €
 Info: www.nano.ag

Die *NanoRepro AG*, ein Qualitätshersteller von medizinischen Schnelltests, steht *in puncto* Produktangebot und Unternehmensausrichtung besser da als jemals zuvor. Zudem wurde allen erkennbaren Risiken im Jahresabschluss 2011 Rechnung getragen und die Unternehmenssubstanz durch eine soeben gemeldete Kapitalerhöhung wieder gestärkt. Nach einer Lern- und Entwicklungsphase des noch jungen Unternehmens konnte man am Markt ein deutlich besseres Standing erreichen und so eine Vielzahl neuer Vertriebspartnerschaften für das In- und Ausland gewinnen bzw. anbahnen. Dies hat auch zur Folge, dass neue Distributionspartner für den internationalen Vertrieb inzwischen bereit sind, Mindestabnahmemengen und -umsatzziele zu akzeptieren. Zudem übernehmen sie die Zulassungskosten der Schnelltests in den entsprechenden Regionen. Für den Eintritt in den *russischen Markt* hatte NanoRepro solche Zulassungskosten zuletzt noch selbst tragen müssen und so das Jahresergebnis nicht unerheblich belastet.

AktienFlash

Da die NanoRepro AG inzwischen ein ganzes Produktportfolio in drei zentralen Anwendungsbereichen anbietet und nicht nur einen singulären Test, ist das Unternehmen auch für größere Pharma-Partner interessant geworden. Dies zeigt sich u.a. auch in OEM-Verträgen, die mit namhaften Partnern geschlossen werden konnten, die die Produkte unter eigenem Namen vertreiben werden. Zudem hat die NanoRepro AG eine umfassende Web-Präsenz ihrer Produkte, die mit einer Vielzahl an Seiten Spitzenpositionen bei Suchmaschinen einnehmen, was insbesondere für den Apotheken- und Internetverkauf wichtig ist.

Positives Überraschungspotenzial besteht weiterhin über Ausschreibungen und mögliche Ländergroßaufträge. Bisher konnten sich derartige Hoffnungen zwar noch nicht realisieren, wie sich am ehemaligen „Letter of Intent“ für die Russische Föderation zeigt; neue, in der Zertifizierung befindliche Tests z.B. auf HIV bieten dafür jedoch hervorragende Möglichkeiten und haben zuletzt auch internationale Vertriebsprofis dazu veranlasst, sich an dem Unternehmen nennenswert zu beteiligen.

Wir haben aber nicht die *Siebenmeilenstiefel* für den Erfolg der NanoRepro AG bewertet, sondern die vielen wichtigen kleinen Schritte, die das Unternehmen in den letzten Jahren gemacht hat. Anders als in den Vorjahren verfügt das Unternehmen inzwischen über eine umfangreiche Vertriebspipeline in unterschiedlichen Entwicklungsstadien, die nun systematisch kommerzialisiert wird. Besonders wichtige Einzelvereinbarungen wurden bereits gemeldet. Dabei sehen wir den von uns für 2012 erwarteten Umsatzzuwachs allein schon aufgrund verschiedener, fest vereinbart Testbelieferungen als gesichert an. Auch das Umsatzwachstum in den Folgejahren ist ausschließlich das Resultat einer erfolgreichen Kommerzialisierung der bereits vertraglich fixierten Vertriebspipeline.

Unsere bisherigen Schätzungen für die NanoRepro AG haben wir entsprechend angehoben. Das Kursziel – definiert als *Fair Value* unseres DCF-Modells – erhöht sich von EUR 3,85 auf EUR 4,90. Das Anlagevotum belassen wir bei „Spekulativ kaufen“. Kursrücksetzer des volatilen Wertes sollten genutzt werden.

Kurzbeschreibung

Die im mittelhessischen Marburg ansässige NanoRepro AG ist auf innovative *In-vitro Diagnostika* spezialisiert. In diesem Marktsegment konnte sich das Unternehmen als Anbieter qualitativ hochwertiger Schnelltests positionieren, die sich durch ein verbessertes Handling und eine hohe *Spezifität* auszeichnen. Die diagnostischen Schnelltest für den Heimgebrauch weisen dabei ein breites Anwendungsspektrum auf. Mittlerweile sind 11 Schnelltests zugelassen, die sich vereinfacht in **drei Anwendungsfelder** gliedern lassen: Ein Bereich umfasst das Thema „Fruchtbarkeit“ von Frauen und Männern, ein weiterer „Magen- und Darmerkrankungen“ einschließlich Lebensmittelunverträglichkeit. Den dritten Bereich stellt die neue Sparte „Infektionskrankheiten“ dar, jedoch primär nicht zum Selbsttesten sondern für professionelle Anwender (Ärzte, etc.) Aktuell befinden sich gerade ein HIV-Test sowie ein Hepatitis-B- und Hepatitis-C-Test im Zulassungs- und Registrierungsprozess (CE-Zertifizierung durch TÜV-Rheinland). Besonders diese Sparte könnte sich im Auslandsvertrieb an *Emerging Markets* als hoch interessant erweisen.

AktienFlash

Drei Hauptanwendungsbereiche der Schnelldiagnostika der NanoRepro AG

Fruchtbarkeit				Gesundheit			
Frau		Mann		Magen-Darm-Krankheiten		Infektionskrankheiten (professional use)	
OvuQUICK	Fruchtbarkeitstest für die Frau	FertiQuick	Fruchtbarkeitstest für den Mann	GlutenCHECK	Nachweis von Getreide-unverträglichkeit	HIVQUICK	HIV-Test im Zulassungs- und Registrierungs-prozess
GraviQUICK	Schwangerschafts-test			FOBCHECK	Darmkrebsfrüher-erkennungstest		
GraviQUICK-früh	Schwangerschafts-frühtest			Heli-C-CHECK	Nachweis des Magen-keims Helicobacter pylori	HEPCQUICK	Hepatitis-C-Test im Zulassungs- und Registrierungsprozess
MenoQUICK	Status der Menopause			Sonstiges		HEPBQUICK	Hepatitis-B-Test im Zulassungs- und Registrierungsprozess
VagiQUICK	Nachweis vaginaler Candida-Infektion			Cholesterin CHECK	Messung des Gesamtcholesterin-spiegels und des HDL-Wertes		
				ProstaQUICK	Prostatakrebsfrüher-erkennungstest		

MIDAS Research GmbH, Juli 2012 - Quelle: NanoRepro AG

Seit dem 10. Oktober 2008 ist die NanoRepro AG zum Handel im *Freiverkehr* der *Frankfurter Wertpapierbörse* zugelassen. Seit Mai 2010 findet zudem eine fortlaufende Notierung der Aktie im *Xetra-Handel* der Deutschen Börse statt. Der Schließung des *First Quotation Boards* durch die *Deutsche Börse* zum Jahresende will man durch eine Umlistung an die *Hamburger Börse* Rechnung tragen. Die **fortlaufende Notierung auf Xetra bleibt dabei erhalten**, wird formal aber über die *Börse Wien* laufen, ohne dass dies jedoch für den Anleger im Handel überhaupt bemerkbar sein wird. Dies halten wir angesichts des etablierten Geschäftsmodells der NanoRepro AG für eine unter Kostengesichtspunkten kurzfristig vertretbare Lösung; mittelfristig sollten die höheren Kosten speziell für Rechnungswesen und Jahresabschluss einer Aufnahme in den *Entry Standard* aber verkraftbar sein.

Das Vertriebsnetz wird tragfähiger

Die NanoRepro AG konnte in der Vergangenheit bereits eine Reihe von Vertriebskooperationen schließen, die in der Summe an Tragkraft gewinnen. Dabei hat das Unternehmen einen **Lernprozess durchlaufen**, der in der Startphase eines jungen Unternehmens wohl unumgänglich ist. So hat nicht jede geschlossene Vertriebskooperation den gewünschten und vor allem schnellen Markterfolg gebracht. In einigen Regionen arbeitet man deshalb inzwischen mit anderen Partnern zusammen.

Insgesamt hat sich die **Marktstellung** von NanoRepro u.E. aber **deutlich verbessert**. Man bietet ein breiteres Produktspektrum an und ist mit den ersten Produkten auch schon länger am Markt vertreten, so dass man auch für größere Partner interessanter gewonnen ist.

NanoRepro ist dadurch in der Position, deutlich **bessere Verträge mit neuen Partnern** aushandeln zu können. So werden neue exklusive Partnerschaften nur geschlossen, wenn der Distributionspartner die Zulassung der Schnelltest in den entsprechenden Regionen selbst finanziert und Mindestabnahmemengen bzw. Umsätze garantiert, um die Exklusivität zu erhalten. Die Kosten für die Zulassung der Schnelltests schwanken von Land zu Land und können durchaus erheblich sein.

AktienFlash

Die **Türkei** könnte einer der zukünftig bedeutendsten Auslandsmärkte für NanoRepro werden. Inzwischen sind dort bereits 11 Schnelltests der Marburger zugelassen. Die im April 2010 ursprünglich geschlossene Vertriebspartnerschaft mit der türkischen *Alfred Paluka* wurde allerdings wieder gelöst. Denn zu deutlich besseren Konditionen konnte NanoRepro einen neuen Partner finden, der erheblich mehr Engagement zeigt: Das in Düsseldorf ansässige deutsch-türkische Unternehmen *ESI Holding GmbH* verfügt über langjährige Erfahrung und sehr gute Kontakte auf dem türkischen Apothekenmarkt. In einer ersten Testphase vertreiben 400 Apotheken 3 bis 5 Produkte aus dem NanoRepro-Portfolio, so dass über die Mindestabnahme zunächst ein Umsatz von ca. EUR 70.000 angestrebt wird. Nach einer erfolgreichen Pilotphase würde die Belieferung dann auf alle ca. 25.000 Apotheken der Türkei ausgeweitet, wobei das Führen eines einheitlichen Sortiments für Apotheken in der Türkei Standard ist. **Ohne dies in unserer aktuellen Umsatzplanung zu berücksichtigen, könnten alleine damit für 2013 Umsätze von ca. EUR 1,4 Mio. verbunden sein.**

Die *Türkei* bietet gute wirtschaftliche Perspektiven und stellt einen schnell wachsenden Markt dar. Das gestiegene Gesundheitsbewusstsein der türkischen Bevölkerung dürfte auch die Nachfrage nach Schnelltests in den nächsten Jahren anziehen lassen. In der Türkei leben laut *OECD* rund 71,5 Mio. Menschen, davon sind ca. 26,3 % unter 15 Jahren und 6,8 % über 65 Jahre. Die dazwischen liegende, für NanoRepro relevante Zielgruppe umfasst somit rund 66,9 % der Bevölkerung bzw. 47,8 Mio. Menschen. Die durchschnittliche Lebenserwartung liegt in der Türkei bei 71,8 Jahren (Deutschland: 79,8 Jahre). Die **Geburtenrate** ist jedoch deutlich höher als in Deutschland. So werden in der Türkei durchschnittlich 2,18 Kinder von Frauen zwischen 15 und 49 Jahren geboren, während in Deutschland nur rund 1,33 Kinder geboren werden. Der OECD-Durchschnitt liegt bei 1,65. Die hohe Zahl an Geburten dürfte besonders die Nachfrage nach Schwangerschafts- und Fertilitätstests forcieren.

Umfangreiche Investitionen in den türkischen Gesundheitssektor, die mit einer besseren Versorgung einhergingen, haben die Kosten deutlich ansteigen lassen. So wird für Medikamente und Behandlungen heute das Vierfache ausgegeben verglichen mit 2002. Dennoch ist die Versorgung der Bevölkerung mit 143 Ärzten pro 100.000 Einwohner nur rund halb so dicht wie in westlichen Ländern, was für die Heimdiagnostik wie die Schnelltests von NanoRepro spricht.

Die durchschnittlichen **Gesundheitsausgaben pro Kopf** lagen bei USD 618 (2005) und bildeten damit das Schlusslicht unter den OECD-Ländern. Im OECD-Durchschnitt wurden im Jahr 2007 USD 2.964 pro Einwohner für die Gesundheit ausgegeben, während die Quote in Deutschland sogar USD 3.588 betrug.

Auch bezogen auf den Anteil der Gesundheitsausgaben am Bruttoinlandsprodukt (BIP) liegt die Türkei mit 5,7 % (2005) weit abgeschlagen. Der OECD-Durchschnitt beläuft sich auf 8,9 % und in Deutschland sogar auf 10,4 % (2007).

Diese Zahlen zeigen, dass die **Türkei noch deutliches Nachholpotenzial** hat. Es bleibt aber die Frage, wie hoch die Margen der Produkte ausfallen können. Denn das durchschnittliche Einkommen lag 2008 bei rund TL 1.596 im Monat, was beim aktuellen Wechselkurs (1 Neue Türkische Lira = 0,45 Euro) einem durchschnittlichen Monatslohn von nur EUR 718 entspricht.

Auslandsmärkte gewinnen an Bedeutung

Das Auslandsgeschäft hat schon immer eine wichtige Rolle für die Wachstumsstrategie der NanoRepro AG gespielt. Entsprechende Hoffnungen – und Enttäuschungen – haben dabei für eine zum Teil extreme Volatilität auch beim Börsenkurs gesorgt. Während auf etablierten Gesundheitsmärkten wie dem Deutschen die Bereitschaft zum Selbstbezahlen auf bestimmte Nischen (z.B. Fertilitätsprobleme) beschränkt bleiben dürfte, bieten anders gestaltete

AktienFlash

Beschaffungs- und Versorgungsmechanismen auf zahlreichen Auslandsmärkten die Chance zu echten Großbestellungen – nicht zuletzt gestützt auf das **Qualitätssiegel** „made in Germany“.

So sollte es nicht überraschen, dass die Schnelltests des Unternehmens unter anderem bereits im gesamten Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) sowie in Russland (Russische Föderation) zugelassen sind und NanoRepro **Geschäftspartner** in Belgien, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Russland (Russische Föderation), Schweiz, Slowenien und Tschechien hat. Aber auch außerhalb Europas bestehen enge Kontakte zu Firmen u.a. im Irak, Libanon, Kuwait oder so exotischen Ländern wie Vietnam.

Auf die besonderen Chancen des türkischen Marktes haben wir bereits gesondert hingewiesen. Nicht zu vernachlässigen ist auch der **Irak**, und zwar vor allem im Zusammenhang mit dem gerade im Aufbau befindlichen Bereich Infektionskrankheiten. So ist für Reisende in den Irak die Vorlage bzw. Durchführung eines HIV-Tests gesetzlich vorgeschrieben. Eine staatsnahe Organisation hat bereits eine probeweise Belieferung mit **HIV-Schnelltests** von NanoRepro im Auftragsvolumen von ca. 30.000 Euro in Aussicht gestellt, sobald die Zulassung erfolgt ist. Darüber hinaus hat sich NanoRepro an einer Ausschreibung über die Belieferung mit HIV-Tests beteiligt, die für das Unternehmen im Erfolgsfall ein Umsatzvolumen von ca. 4 Mio. Euro bedeuten würde. Mit etwas Glück könnten also die Vertriebsaktivitäten des Unternehmens im Irak Umsatz und Ergebnis sprunghaft ansteigen lassen und Potenzial für die Aktie über unsere Prognosen hinaus ausweiten. Die angeführten Tests befinden sich allerdings noch im Zulassungs- und Registrierungsprozess beim TÜV-Rheinland.

Als äußerst interessant könnte sich im Zusammenhang mit HIV-Tests auch eine Partnerschaft für die *Emerging Markets* **Indonesien** und **Südafrika** darstellen. Eine in *Wien* ansässige Vertriebsgesellschaft, die in diesen Ländern schon seit vielen Jahren mit eigenen Tochtergesellschaften tätig ist, sieht dieses Potenzial jedenfalls und hat sich soeben mit knapp 10 Prozent am Kapital der NanoRepro AG beteiligt.

Die **Risiken im Auslandsgeschäft** sollen hier nicht verschwiegen werden. So hat die Zulassung der Schnelltests für die **Russische Föderation** im Durchschnitt EUR 50.000 je Test gekostet. Seit März 2011 haben inzwischen 6 Schnelltests die Zulassung für den russischen Markt erhalten. Bereits im November 2010 wurde ein *Letter of Intent (LOI)* unterschrieben, der den Verkauf von bis zu 36 Mio. Schnelltests nach Russland vorsah (vgl. *MIDAS Research Express Note* vom 15.11.2010). Unser Kursziel hatten wir seinerzeit unter der Bedingung, dass der Russland-Deal umgesetzt würde, temporär auf EUR 6,50 angehoben. Bislang konnten die ursprünglich damit verknüpften Erwartungen aber nicht erfüllt werden. Im Juni 2011 wurde zwar noch der Vertragsabschluss mit der irischen *Chembruck International* gemeldet, der zunächst die Abnahme von Schnelltests im Volumen von EUR 1 Mio. für sechs russische Regionen vorsah; umgesetzt davon wurde jedoch nichts. Die Kernproblematik liegt dabei wohl vor allem in der Finanzierungsabsicherung.

Die Kosten der Zulassung der Schnelltests haben das Ergebnis der NanoRepro für 2011 verhagelt und damals avisierte Umsatzziele nichtig gemacht. Das Russlandgeschäft stellt jedoch weiter eine interessante Chance dar; man verfügt über die entsprechenden Zulassungen, Übersetzungen der Beipackzettel, Verpackungen etc. – dies könnte sich im Laufe der Zeit noch auszahlen. Um ihre Chancen zu wahren, schaut sich das Unternehmen inzwischen nach neuen Partnern vor Ort um. Umsätze und Erträge sind zum jetzigen Zeitpunkt jedoch nicht kalkuliert.

AktienFlash

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Die NanoRepro AG konnte den **Umsatz im letzten Geschäftsjahr** weiter sprunghaft um 165% auf **EUR 832 Tsd.** ausbauen, allerdings primär im deutschen *Retail*-Geschäft. Der Auslandsanteil am Umsatz lag mit 17,5% auf einem unbedeutenden Niveau: Die großen Umsatzeinsparungen, wie sie über das Russlandgeschäft hätten entstehen sollen, sind bislang ausgeblieben. Dies zeigt einmal mehr, dass nicht unbedingt die *Siebenmeilenstiefel* zum Ziel führen, sondern die kontinuierlichen

Gewinn- und Verlustrechnung der NanoRepro AG

nach HGB	2010 in Euro	2011 in Euro	2012e in Euro	2013e in Euro	2014e in Euro
1. Umsatzerlöse	313.800 38,4%	831.500 165,0%	1.760.000 111,7%	2.420.000 37,5%	3.800.000 57,0%
2. sonstige betriebliche Erträge	14.600 192,0%	0 n.s.			
3. Materialaufwand					
Aufwendungen für Material und bezogene Leistungen	111.700 1,2%	349.500 212,9%	510.400 46,0%	653.400 28,0%	950.000 45,4%
Materialaufwandsquote	34,0%	42,0%	29,0%	27,0%	25,0%
4. Rohertrag	216.700 78,5%	482.000 122,4%	1.249.600 159,3%	1.766.600 41,4%	2.850.000 61,3%
Rohertragsmarge	66,0%	58,0%	71,0%	73,0%	75,0%
5. Personalaufwand	227.500 16,3%	382.500 68,1%	393.000 2,7%	450.000 14,5%	475.000 5,6%
Rohertragsmarge	69,3%	46,0%	22,3%	18,6%	12,5%
6. Abschreibungen	21.400 24,4%	27.400 28,0%	28.100 2,6%	30.500 8,5%	31.500 3,3%
7. Sonstige betriebliche Aufwendungen	562.300 64,6%	1.851.800 229,3%	784.000 -57,7%	880.000 12,2%	1.500.000 70,5%
8. Ergebnis der betrieblichen Tätigkeit	-594.500 37,3%	-1.779.700 199,4%	44.500 -102,5%	406.100 812,6%	843.500 107,7%
Marge	-181,0%	-214,0%	2,5%	16,8%	22,2%
9. Zinsaufwendungen	6.700 -25,6%	3.700 -44,8%	2.000 -45,9%		
10. Zinserträge	1.500 -6,3%	1.400 -6,7%	3.700 164,3%	7.000 89,2%	9.000 28,6%
11. Erträge aus assoziierten Unternehmen sonstige finanzielle Aufwendungen/Erträge					
12. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-599.700 36,2%	-1.782.000 197,1%	46.200 -102,6%	413.100 794,2%	852.500 106,4%
Marge	-182,6%	-214,3%	2,6%	17,1%	22,4%
13. außerordentliche Aufwendungen/Erträge	-47.800	-11.500			
14. Steuern vom Einkommen und Ertrag	0 n.a.	0 n.a.	0 n.a.	0 n.a.	0 n.a.
Sonstige Steuern	600 n.a.	800 n.a.	1.200 n.a.	2.000 n.a.	2.400 n.a.
Steuerquote	-0,1%	0,0%	2,6%	0,5%	0,3%
Jahresüberschuss	-648.100	-1.794.300	45.000	411.100	850.100
Verlustvortrag aus dem Vorjahr	-1.662.200	-2.310.300	-4.104.600	-4.059.600	-3.648.500
Bilanzverlust	-2.310.300	-4.104.600	-4.059.600	-3.648.500	-2.798.400
Anzahl der Aktien	1.568.600	2.054.600	2.260.000	2.260.000	2.260.000

Quelle: NanoRepro AG, MIDAS Research GmbH

Expansionsschritte. Die Zulassung der Schnelltests für den russischen Markt hat allerdings das Ergebnis 2011 deutlich belastet. Hinzu kommen umfangreiche Kosten für Internet-Werbung in Deutschland sowie für den Aufbau der zahlreichen Web-Shops des Unternehmens. Von der Möglichkeit zur Aktivierung dieser Kosten hat das Management jedoch verzichtet und stattdessen einen abermaligen, nochmals deutlich erhöhten Verlustausweis in Kauf genommen.

AktienFlash

Wir gehen davon aus, dass für die genannten drei **Sonderfaktoren Belastungen in Höhe von ca. 1,1 Mio. Euro** zu Lasten des Ergebnisses 2011 zu verbuchen waren.

NanoRepro war jedoch auf diesen Sonderaufwand über Kapitalmaßnahmen in 2011 liquiditätsmäßig gut vorbereitet. Die Chancen, nun unbelastet in 2012 mindestens den *Break-even* zu erreichen, stehen aus unserer Sicht daher recht gut. Das Produktportfolio wurde über neue Produktzulassungen kontinuierlich erweitert. Verpackungen und Begleitzettel sind standardisiert worden, was den Materialaufwand weiter entlasten sollte. Die organische Umsatzbasis steigt zudem kontinuierlich. Neue Distributoren haben sich zu Mindestabnahmemengen verpflichtet und übernehmen zudem die Registrierungskosten auf den jeweiligen Märkten.

Entsprechend sollte die **Materialaufwandsquote** parallel zu einem steigenden Anteil von Großbestellungen wieder nachhaltig zurückgehen können. Dies sollte NanoRepro zumindest mittelfristig dann in die Lage versetzen, eine **EBIT-Marge** von 20 Prozent und mehr, wie wir sie von einem Diagnostikproduzenten eigentlich erwarten würden, auch zu realisieren.

Was die **Erwartung an die Umsatzentwicklung** in 2012 und darüber hinaus betrifft, haben wir uns ausschließlich auf die bereits jetzt vom Management klar identifizierten Vertriebskooperationen gestützt. Der Vorstand hat ein **Planungstool** ähnlich einer Pipelinebewertung etabliert, in das die jeweiligen Opportunitäten aufgenommen, bewertet und je nach Entwicklungsfortschritt (Kooperationsvereinbarung, Produktregistrierung und -zulassung, Testbelieferung, Folgebestellung, Regelbelieferung) mit Wahrscheinlichkeiten gewichtet werden. Derzeit haben wir nur einen Bruchteil dieser Opportunitäten für das laufende Geschäftsjahr eingerechnet und gehen zusätzlich lediglich von einer Stagnation im Inlandsgeschäft (wg. der nachhaltig zurückgefahrenen Werbeaktivitäten über GMX) aus. Selbst bei vollständiger Realisierung aller derzeitigen Opportunitäten wären unsere Umsatzprognosen bis einschließlich für 2017 komplett mit konkreten Projekten unterlegt.

Bewertung

Discounted Cash Flow Modell (DCF-Modell)

Um einen angepassten Wertansatz für die NanoRepro AG zu ermitteln, haben wir das Unternehmen mittels eines dreistufigen *DCF-Modells* nach der *Entity-Methode* bewertet. In der **1. Phase von 2012 bis 2015** (in der Guv-Prognose-Tabelle ist 2015 im Interesse einer besseren Lesbarkeit nicht angezeigt) greifen wir auf unsere individuellen Schätzungen aus der Gewinn- und Verlustrechnung zurück. Insbesondere gehen wir davon aus, dass die NanoRepro AG in 2012 Jahr den Break-even nachhaltig erreicht. Größere Umsatzsprünge durch den möglichen Gewinn von Ausschreibungen oder Ländergroßverträgen erwartet MIDAS Research für einzelne Jahre zwar nicht, wohl aber in der Summe eine vollständige Realisierung der identifizierten Projektpipeline. In der **2. Phase von 2016 bis 2021** planen wir mit - aus unserer Sicht - realisierbaren Wachstumsraten sowie erreichbaren Margen. Die Schätzungen des *Free Cash-flows* haben hier allerdings nicht mehr den Grad der Genauigkeit wie in der 1. Phase. Die EBIT-Marge setzen wir in dieser Phase - durchaus branchentypisch - mit 20 Prozent an, obwohl NanoRepro eigentlich noch günstiger produzieren können sollte - schließlich werden als Reagenzien vor allem inzwischen patenfreie Antikörper verwendet, die überwiegend aus China stammen. In der **3. Phase** setzen wir schließlich ein Wachstum von 1% für die unendliche Periode an, was für ein Life Science Unternehmen sicherlich nicht sonderlich ambitioniert ist. Ansonsten gelten die in der Tabelle angegebenen Parameter.

AktienFlash

Entity-DCF-Model: NanoRepro AG										
in Mio. Euro	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	1,76	2,42	3,80	6,00	7,20	8,28	9,52	10,47	11,52	12,10
Umsatzwachstum	112%	38%	57%	58%	20%	15%	15%	10%	10%	5%
EBIT	0,04	0,41	0,84	1,59	1,44	1,66	1,90	2,09	2,30	2,42
EBIT-Marge	2,5%	16,8%	22,2%	26,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
- Ertragssteuern	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,08	-0,53	-0,61	-0,67	-0,74	-0,77
+ Abschreibungen	0,03	0,03	0,03	0,08	0,09	0,10	0,10	0,10	0,08	0,07
+/- Veränderung langfristige Rückstellungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+/- Sonstiges	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Operativer Brutto Cash Flow	0,07	0,44	0,88	1,66	1,46	1,22	1,40	1,52	1,65	1,72
-/+ Investitionen in das Nettoumlaufvermögen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-0,07	-0,05	-0,10	-0,16	-0,09	-0,08	-0,09	-0,07	-0,08	-0,04
Free Cash Flow	0,00	0,39	0,77	1,50	1,37	1,14	1,31	1,45	1,57	1,67
Barwerte	0,00	0,33	0,58	1,01	0,82	0,61	0,62	0,62	0,60	0,57
Summe Barwerte	5,76									
Terminalwert	5,16	in % vom Gesamtwert: 47,2%								
Wert des operativen Geschäfts in Mio. EUR	10,92									
+ überschüssige liquide Mittel in Mio. EUR	0,16									
- Fremdkapital in Mio. EUR	0,00									
Marktwert Eigenkapital in Mio. EUR	11,08 (Fair Value)									
										DCF-Zielkurs in EUR: 4,90 Euro
Anzahl der Aktien in Mio. Stück: 2,26000										
Modell-Parameter										
langfristige Bilanzstruktur:										
Eigenkapital	95%	risikofreie Rendite	1,75%	Risikoprämie Eigenkapital	6,00%					
Fremdkapital	5%	Wachstumsrate FCF	1,00%	Zins Eigenkapital	12,55%					
		Beta	1,80	Risikoprämie Fremdkapital	3,50%					
		Tax-Shield	32,00%	Zins Fremdkapital	3,57%					
Erstellungsdatum: 08.07.2012		WACC	12,10%							

Quelle: MIDAS Research GmbH

Unser DCF-Modell führt uns zu einem *Fairen Wert* von EUR 11,08 Mio. absolut bzw. EUR 4,90 je Aktie. Unsere letzte zahlenbasierte Bewertung der NanoRepro AG stammt noch aus der *Basisstudie* vom 08. März 2010. Seinerzeit hatten wir einen Fairen Wert von EUR 5,28 Mio. absolut bzw. EUR 3,85 je Aktie hergeleitet. **Wie erklärt sich diese Wertverdoppelung?**

Sicherlich nicht durch eine Absenkung der Bewertungsstandards! So gehen wir unverändert von einem sehr hohen *Beta* von 1,8 aus und haben außerdem jetzt unterstellt, dass sich das Unternehmen langfristig fast vollständig über Eigenkapital finanziert. Das verringert *ceteris paribus* den Fairen Wert im Modell, und zwar relativ erheblich wegen der fehlenden Hebelwirkung des Fremdkapitals.

Die Fähigkeit des Managements, bisher in durchaus beachtlichem Maße immer wieder neues Eigenkapital für die NanoRepro AG mobilisieren zu können, ist allerdings dennoch ein wichtiger Grund für die eingetretene Wertverdoppelung. Denn zum einen kann das **Working Capital komplett aus dem Eigenkapital finanziert** werden, so dass wir keine laufenden Investitionen in das Nettoumlaufvermögen mehr annehmen müssen, was den *Free Cash-flow* stark begünstigt; und zum anderen erwarten wir nun auch deutlich **geringere Investitionen in das Anlagevermögen**, nachdem die entsprechenden Produktzulassungs- und -zertifizierungskosten bereits zu Lasten der beiden letzten Geschäftsjahre verbucht sind. Schließlich zeigt sich das verbesserte Standing des Unternehmens so bereits direkt in unserem Bewertungsmodell, wenn nun die weiteren Zulassungskosten von den Vertriebspartnern und nicht mehr von den Aktionären aufgebracht werden müssen.

AktienFlash

Ausblick & Fazit

Ein wesentliches Fazit lässt sich aus dem Vergleich der Ergebnisse der DCF-Bewertung jetzt und im Frühjahr 2010 ziehen. Die NanoRepro AG hat sich im Lebenszyklus ein Stück weit in Richtung „cash cow“ bewegt. Zumindest sollte das weitere Wachstum nun mit vergleichsweise weniger Investition möglich sein.

Nach der Enttäuschung über den Verlauf des Russlandgeschäfts, dessen ganze Tragweite nun erst so richtig im Jahresabschluss für 2011 sichtbar wird, könnten manche Anleger dagegen der Meinung sein, bei der NanoRepro AG bewegen sich die Dinge eher in die falsche Richtung.

Diesen Eindruck teilen wir nicht. Im Gegenteil haben wir bei dem Unternehmen eine merkliche **Professionalisierung** festgestellt, die teilweise auch über den Aufsichtsrat bzw. mit diesem verbundene Personen in das Unternehmen hereingetragen wurde. Ein wesentliches Element ist dabei sicherlich das Planungs- und Bewertungstool für das Auslandsgeschäft. Angesichts der Fülle von Geschäftsinitiativen und -verbindungen kann das Unternehmen seine Geschäftsprognosen nun wesentlich besser treffen und auf Erfüllbarkeit überprüfen. Allerdings wird sich die Börse davon nur mittelfristig überzeugen lassen, *Vorschusslorbeeren* gibt es wohl keine mehr.

Als richtungsweisend werten wir den **Einstieg eines neuen Vertriebspartners** aus Wien auch als knapp **10%-Aktionär** der Gesellschaft. Zielsetzung ist die gemeinsame Erschließung von Märkten wie Südafrika oder Indonesien vorrangig mit den neuen Tests auf Infektionskrankheiten wie Hepatitis oder HIV. Noch sind diese Tests nicht CE-zertifiziert, jedoch werden die Zertifikate durch den TÜV-Rheinland innerhalb weniger Wochen erwartet. Dies sollte ein **Schlüsselergebnis** auch für den Börsenkurs bedeuten.

Grundsätzlich zeichnen sich die Schnelltests von NanoRepro durch eine sehr hohe Testgüte von über 99% bei gleichzeitig niedrigen Herstellungskosten aus. Damit besteht auch die Chance, sich neben dem Selbstzahlermarkt auch für den *Gesundheitsmarkt auf Rezept* zu qualifizieren. Denn der Druck auf die Krankenkassen zum Kostenersatz auch im Vorsorgebereich wächst. Dies macht NanoRepro nicht nur für Aktienanleger interessant. Wir bleiben aus diesen genannten Gründen bei unserem **Rating „Spekulativ Kaufen“**.

Mittels unseres DCF-Modells haben wir für die NanoRepro einen fairen Wert von EUR 4,90 abgeleitet. Wir erhöhen daher unser bisheriges Kursziel von EUR 3,85 vom 08. März 2010 auf diesen Zielwert. Aktuell liegt der Kurs der NanoRepro-Aktie bei EUR 2,30 - ein theoretisches **Kurspotenzial von rund 113 %**.

Quellen:

NanoRepro AG

MIDAS Research GmbH

www.finanztreff.de

www.maxblue.de

www.nano.ag

www.unaids.org/es/dataanalysis/monitoringcountryprogress/progressreports/2012countries/file,68404,es..pdf

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 NanoRepro AG 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.

Wir weisen darauf hin, dass diese Veröffentlichung im Zusammenhang mit geplanten Aktienverkäufen stehen könnte und möglicherweise der Kurssteigerung dienen soll.

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 -