

Sanochemia Pharmazeutika AG

Stärken und Chancen

- **Internationalisierung:** Das Unternehmen forciert die internationale Vermarktung des Radiologie-Produktportfolios, das Kontrastmittel und Diagnostika umfasst. Im ersten Halbjahr 2010/11 konnte der Export um 25 Prozent gesteigert werden.
- **Attraktive Pipeline:** Mehrere neue Präparate von Sanochemia befinden sich derzeit in der klinischen Erprobung. Besonders aussichtsreich erscheint der Wirkstoff PVP Hyperizin zur Diagnose und Behandlung von Blasenkrebs.
- **Turnaround:** Dank deutlicher Effizienzsteigerungen dürfte im laufenden Geschäftsjahr erstmals seit der Finanzperiode 2005/06 wieder ein Überschuss erwirtschaftet werden. Im ersten Halbjahr summierte sich der Gewinn bereits auf 0,84 Mio. Euro.

Schwächen und Risiken

- **Preisdruck im Heimatmarkt:** Die Bemühungen von Gesundheitsämtern und Krankenkassen um eine Kostendämpfung belasten vor allem in Deutschland und Österreich Preise und Margen.
- **Produktentwicklung:** Die klinische Entwicklung neuer Medikamente birgt ein hohes Misserfolgsrisiko. Zudem sind nach dem enttäuschenden Verlauf einer Kapitalerhöhung im April die finanziellen Ressourcen für diese Aktivitäten begrenzt.

Kaufen (Ersteinschätzung)

Kursziel 4,78 Euro
Aktueller Kurs 2,85 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	3,70	4,20	4,75
Tief (Euro)	2,77	2,77	2,41
Performance	-22,05%	-30,61%	+1,61%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	72.322	47.775	30.754

Stammdaten

ISIN / WKN	AT0000776307 / 919963
Branche	Pharma und Gesundheit
Sitz der Gesellschaft	Wien
Internet	www.sanochemia.at
Ausstehende Aktien	11,56 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Mai 1999
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	32,9 Mio. Euro
Free Float	39,8 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 30.09.)	2008/09	2009/10	2010/11e	2011/12e		
Umsatz (Mio. Euro)	29,5	27,1	33,5	36,9	CAGR Umsatz 09-12 (e)	7,7%
Umsatzwachstum	0,0%	-8,3%	23,7%	10,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-4,6	-1,3	3,5	4,0	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-15,7%	-4,6%	10,5%	10,8%		
EpS	-1,04	-0,14	0,11	0,15	Enterprise Value (Mio. Euro)	47,6
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	44,0
KUV	1,45	1,58	1,28	1,16	EV / Umsatz 11 (e)	1,4
KGV	-	-	24,9	18,9	EV / EBIT 11 (e)	13,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	0,7

Unternehmensprofil

Integriertes Spezialpharmaunternehmen mit langer Tradition

Die Sanochemia Pharmazeutika AG ist 1990 aus dem Zusammenschluss von mehreren im Pharmageschäft aktiven Gesellschaften entstanden, deren Wurzeln bis in das 15. Jahrhundert zurückreichen. Der Gründer und heutige CEO und CFO Dr. Werner Fransits hat das Unternehmen im Anschluss als integriertes Spezialpharmaunternehmen mit einem Fokus auf Onkologie, Schmerztherapie und Neurodegeneration positioniert. Die Gesellschaft deckt dabei die gesamte Wertschöpfungskette ab, von der Forschung & Entwicklung über die Wirkstoff- und Arzneimittelproduktion bis zum Marketing und Vertrieb. Neben Dr. Fransits werden die Geschäfte von zwei weiteren Vorständen gesteuert: Anton Dallos – seit mehr als 40 Jahren Werksdirektor der Konzernproduktionsstätte in Neufeld / Österreich – verantwortet den Bereich Produktion und Technik, während Frau Maria Popova seit 2007 die Ressorts Sales und Marketing sowie Business Development verantwortet.

Stammgeschäft Auftragsproduktion

Die Geschäftsentwicklung wurde lange Zeit von der Auftragsproduktion für Dritte dominiert. Einen Meilenstein erreichte Sanochemia hier im Jahr 1995 mit der Patentanmeldung für ein Syntheseverfahren zur Herstellung von Galantamin. Der Wirkstoff kommt in einem Alzheimermedikament zum Einsatz und wird von den Österreichern u.a. auf exklusiver Basis an die Johnson & Johnson-Tochter Janssen-Cilag geliefert. Auch bei der Substanz Tolperison, die zur Behandlung von Muskelverspannungen und -verkrampfungen dient, gelang dem Unternehmen Mitte des vergangenen Jahrzehnts eine deutliche Verbesserung des Wirkprofils. Heute stellt das Erzeugnis einen weiteren bedeutenden Umsatzträger der Sparte Produktion dar. Mit der Fertigung für Dritte erwirtschaftet Sanochemia aktuell 41 Prozent des Konzernumsatzes (Geschäftsjahr 2009/10), darüber hinaus werden aber auch Wirkstoffe für die eigene Produktion von Arzneimitteln oder anderen Erzeugnissen hergestellt.

Breites Kontrastmittel-Portfolio

Als umsatzmäßig größtes Standbein hat sich aber inzwischen die Sparte Humanpharmazeutika etabliert, in der vor allem Kontrastmittel für bildgebende Verfahren in der Medizin – X-Ray, Kernspintomographie (CT) und Magnet-Resonanz-Tomographie (MRT) – vermarktet werden. Angesichts der historischen Wurzeln liegt die Kernkompetenz auch hier in der innovativen und effizienten Ausgestaltung der Produktionsprozesse, mit denen die Herstellung qualitativ hochwertiger und gleichzeitig preisgünstiger Präparate ermöglicht wird. Das Schlüsselprodukt der Sparte stellt das Röntgenkontrastmittel Scanlux dar, das weltweit mittlerweile in mehr als 40 Ländern vermarktet wird. Seit der Entwicklung und Markteinführung des MRT-Kontrastmittels MR-Lux im Jahr 2008 hat Sanochemia nun für alle Verfahren und Anwendungsbereiche eine passende Diagnosemöglichkeit im Angebot (siehe folgende Grafik). Vervollständigt wird das Produktportfolio der Sparte durch das eigene Arzneimittel Viveo, das als

eine Weiterentwicklung auf Tolperison-Basis zur Behandlung von Spastizität bei neurologischen Erkrankungen eingesetzt wird. In der Finanzperiode 2009/10 hat Sanochemia in diesem Segment 15,6 Mio. Euro Erlöst, rund 57 Prozent des Konzernumsatzes.

Präparat	Einsatz	Röntgen	CT	MRT	Ganzkörper	Kopf Wirbelsäule	Magen Darm	Niere Herz Gefäße	Niere Harnwege	Bauchspeicheldrüse
Barilux [®] (Bariumsulfat)		•	•				•			
Colognost [®] (Radiopaque-Marker)		•					•			
Gastrolux [®] (ionisches Kontrastmittel)		•	•				•			
MR-Lux [®] (Paramagnetisches Kontrastmittel)				•	•	•	•	•	•	•
Secrelux [®] (Pankreasfunktionsdiagnostikum)				•						•
Scanlux [®] /Unilux [®] (Nichtionisches Kontrastmittel)		•	•		•		•	•	•	
Urolux Retro [®] (ionisches Kontrastmittel)		•							•	

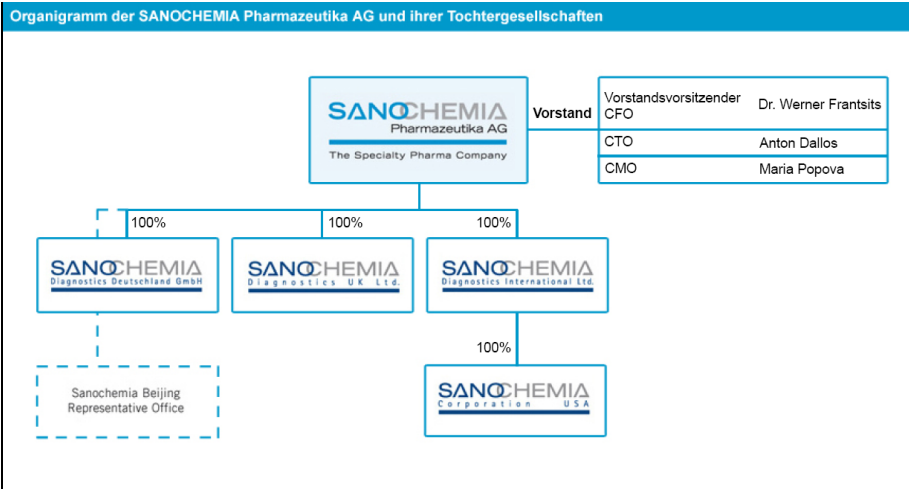
Produktportfolio Kontrastmittel / Diagnostika; Quelle: Unternehmen

F&E Kernelement der Strategie

Auf die Dritte Sparte Forschung & Entwicklung entfiel mit 475 Tsd. Euro hingegen nur ein Bruchteil der Konzern Erlöse, nämlich 2 Prozent. Dies sagt allerdings wenig über die Bedeutung des Segments für die Unternehmensentwicklung aus, denn die Einnahmen speisen sich hier in erster Linie aus Meilensteinzahlungen, während fertig entwickelte Substanzen und Arzneimittel den anderen Segmenten zugerechnet werden. Dementsprechend stellt F&E trotz der geringen unmittelbaren Umsatzwirkung einen zentralen Baustein der Firmenstrategie dar. Sanochemia verzichtet hier auf die kostenintensive Grundlagenforschung und sieht die Kernkompetenz vor allem in der Weiterentwicklung bekannter Wirkstoffe. Über die Jahre wurde diesbezüglich insbesondere auf dem Gebiet der für die Wirkstoffproduktion wichtigen stereoselektiven Synthese ein umfangreiches Fachwissen aufgebaut. Mit diesem Verfahren wird eine vorgegebene räumliche Struktur von Molekülen erzeugt, was die Wirksamkeit der Arznei maßgeblich beeinflusst.

Tochterunternehmen in mehreren Ländern

Insofern arbeiten bei Sanochemia die Spezialisten aus den Bereichen Forschung und Entwicklung sowie Produktion Hand in Hand, beide Bereiche sind ebenso wie die Zentrale an dem Standort in Neufeld angesiedelt. Die aktuell 168 Mitarbeiter produzieren dort mittlerweile pro Jahr etwa 20 Tonnen Wirkstoffe und rund drei Millionen Arzneimittelpackungen. Neben dem Stammwerk unterhält Sanochemia Tochtergesellschaften in Deutschland, der Schweiz, Großbritannien und den USA sowie eine Repräsentanz in China. Einen Überblick zur aktuellen Unternehmensstruktur zeigt das folgende Organigramm.



Quelle: Unternehmen

Produktpipeline

Mehrere Präparate in der klinischen Entwicklung

Aufbauend auf dem bestehenden Know-how konzentriert Sanochemia die Entwicklungsaktivitäten für eigene Erzeugnisse derzeit auf die Bereiche Onkologie und Diagnostika. Zum Teil handelt es sich dabei um eine Weiterentwicklung bestehender Präparate, darüber hinaus arbeitet das Unternehmen aber auch an völlig neuen Produkten. Die Erprobung der Produktkandidaten befindet sich in unterschiedlichen Stadien der klinischen Tests, wie die folgende Grafik zur Produktpipeline veranschaulicht.

DEVELOPMENT PIPELINE						
	Product / Project	Indication	Pre-clinical Development	Clinical Development Phase I Phase II Phase III	Registration	Status
Pharmaceuticals	Tolperisone	neurological indication		Viveo® (Agileo)		Registration dossiers filed for Europe (DCP)
		neurological indication		galenic development		High-purity, quality active substance and pill
	PVP hypericine	phototherapy bladder cancer				Development as a therapeutic Start of Phase I in Q1 2010
Diagnostics	MR-Lux® / Magnetolux	MRT contrast medium				Marketing authorisation in Germany and Switzerland, European DCP Phase completed
	Cyclo-Lux®	MRT contrast medium		galenic development		Development of macrocyclic MRT contrast agent
	Secrelux®	pancreas				MRCP study planned (Start 2011)
	PVP hypericine	bladder cancer				Start of Phase II in Q4/2009

Quelle: Unternehmen

PVP Hyperizin als Diagnostikum...

Große Hoffnungen werden insbesondere mit dem Wirkstoff PVP Hyperizin verbunden. Hierbei handelt es sich um einen Farbstoff, mit dem Tumorzellen sichtbar gemacht werden können, und der zunächst als Diagnostikum für Bla-

senkrebs eingeführt werden soll. Nach bisherigen Forschungserkenntnissen ist das Präparat der gängigen Früherkennung mit Hilfe von Weißlicht deutlich überlegen. Da die Studien der Phase IIa die hervorragenden Färbeeigenschaften sowie eine weitgehende Nebenwirkungsfreiheit bestätigt haben, bereitet das Unternehmen aktuell die klinische Phase IIb vor. Sollte diese die positiven Ergebnisse bestätigen, würde Sanochemia schon nächstes Jahr die Auslizenzierung anstreben und anschließend die dritte Testphase starten. Eine Markteinführung wäre dann für 2015 denkbar.

...und Arzneimittel

Angesichts der 625 Mio. US-Dollar pro Jahr, die weltweit im Bereich der Blasenkarzinom-Früherkennung umgesetzt werden, würde schon die Zulassung und Vermarktung des Wirkstoffs als Diagnostikum einen kräftigen Umsatzschub ermöglichen. Darüber hinaus stellt PVP Hyperizin aber auch die Basis für die Neuentwicklung eines Arzneimittels dar. Nach bisherigen Erkenntnissen werden nämlich durch eine Verabreichung in Kombination mit einer anschließenden Licht-Bestrahlung (im Rahmen einer photodynamischen Therapie) oberflächliche Blasenkarzinome abgetötet. Dieses Verfahren, für das aktuell die erste klinische Phase läuft, könnte dem Patienten somit die Chemotherapie ersparen.

Off-Label-use zeigt großes Potenzial von Secrelux

Bereits in Deutschland zugelassen und im Handel erhältlich ist das Diagnostikum Secrelux, das zur Untersuchung der Bauchspeicheldrüsenfunktion sowie zur Bestätigung des Zollinger-Ellison-Syndroms (ein äußerst seltener Tumor) verwendet wird. In der Praxis setzen die Mediziner das Mittel aber in erster Linie zur Früherkennung des Bauchspeicheldrüsentumors (Pankreaskarzinoms) ein, weil es dafür hierzulande kein ähnliches Präparat mit vergleichbar guten Ergebnissen gibt. Da für diese Art der Nutzung noch keine Studien vorliegen, handelt es sich dabei allerdings noch um eine sogenannte Off-Label-Anwendung, also abseits der durch die Zulassung abgedeckten Indikationen. In naher Zukunft soll eine Studie der dritten klinischen Testphase die Ausweitung des Anwendungsspektrums absichern und damit eine breite internationale Vermarktung ermöglichen.

US-Zulassung im Visier

Für das in Deutschland und der Schweiz bereits zugelassene Sanochemia-Medikament auf Basis von Tolperison, das unter dem Namen Viveo von der Oreon Corp. vermarktet wird, gilt der Fokus nun der weiteren internationalen Markterschließung. Nach der Zulassung in Europa steht als nächstes das Genehmigungsverfahren für die USA an. Für die notwendigen Studien der Phase II und III, die umgerechnet etwas 20 Mio. Euro kosten werden, sucht das Unternehmen jedoch zunächst nach einem geeigneten Partner.

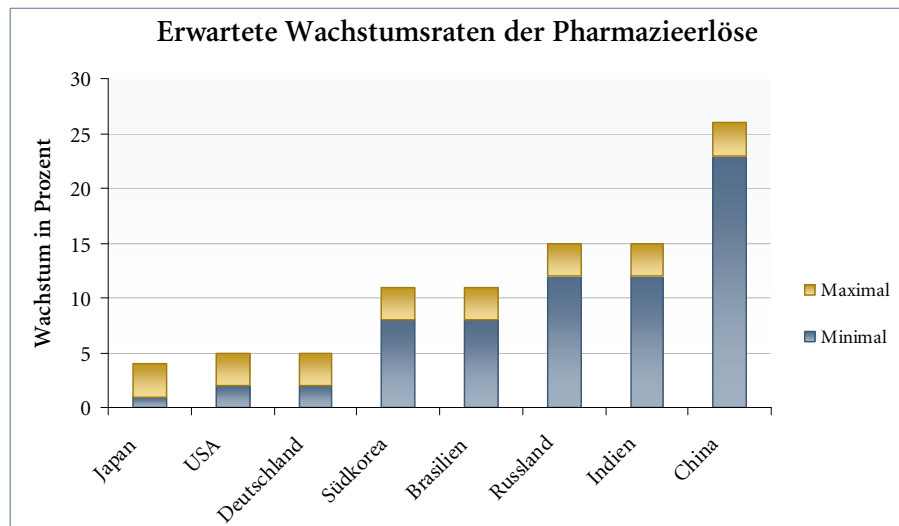
Markt und Strategie

Schwierige Marktbedingungen in Europa

Der europäische Pharmamarkt, mit einem Volumen von 145 bis 155 Mrd. US-Dollar weltweit die Nummer zwei hinter den USA (310 bis 320 Mrd. US-Dollar, Quelle: IMS Health), wird in weiten Teilen von ausufernden Kosten der staatlichen Krankenkassen und dirigistischen Eingriffen geprägt. Insbesondere in Österreich und Deutschland, den Stammmärkten von Sanochemia, üben die Gesundheitsbehörden und Kassen mit Rabattsystemen einen erheblichen Druck auf die Hersteller aus. Sanochemia sieht sich daher hier mit einer hohen Wettbewerbsintensität und sinkenden Preisen konfrontiert.

Hohes Wachstum in „Pharmerging Markets“

Ohnehin werden die Wachstumschancen für Westeuropa relativ gering eingestuft, das Marktforschungsunternehmen IMS Health rechnet für die nächsten Jahre etwa mit einer durchschnittlichen Umsatzsteigerung von 2 bis 5 Prozent in Deutschland, für Frankreich werden sogar nur 0 bis 3 Prozent veranschlagt. Wesentlich stärker wird der Absatz aufgrund höherer Einkommen, der Verbreitung von Wohlstandskrankheiten und der steigenden Ansprüche an die medizinische Versorgung dagegen in vielen Schwellenländern wachsen, die daher von IMS Health „Pharmerging Markets“ getauft wurden. So rechnen die Marktanalysten für Indien und Russland mit Zuwachsraten zwischen 12 und 15 Prozent, China könnte sogar zwischen 23 und 26 Prozent p.a. zulegen (siehe folgende Grafik). Der globale Markt wird infolgedessen voraussichtlich mit 5 bis 8 Prozent auf 1,1 Bio US-Dollar in 2014 deutlich stärker zulegen als der Durchschnitt der Industrieländer.



Quelle: IMS Health

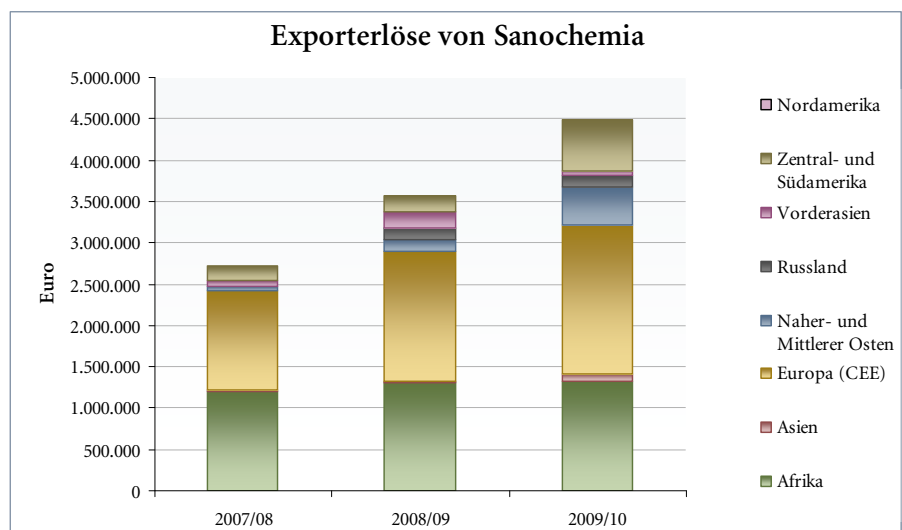
Markt für Kontrastmittel wächst

Von herausgehobener Bedeutung ist für Sanochemia der Teilmarkt der Kontrastmittel. Das gesamte Volumen der „Imaging Agents“ wird auf 6,4 Mrd. US-

Dollar (Stand 2009) taxiert, wovon knapp über 70 Prozent auf CT und 23 Prozent auf MRT entfallen. Demgegenüber ist der Umsatz im Bereich Ultraschall mit 0,3 Mrd. US-Dollar (4,7 Prozent) vergleichsweise gering. Wegen der weltweit zunehmenden Zahl der CT- und MRT-Geräteinstallationen nimmt der Absatz mit mittleren einstelligen Prozentsätzen zu, wobei der Bereich MRT als fortschrittlichste Technologie – allerdings auch aufgrund der geringeren Basis – mit mehr als 7 Prozent p.a. am stärksten zulegt. Der größte Player ist hier Bayer Schering Pharma mit einem geschätzten Anteil von 20 bis 30 Prozent in den meisten Segmenten. Sanochemia liegt hingegen in allen adressierten Ländern in der Gesamtbetrachtung der Kontrastmittelumsätze noch unter 5 Prozent, in Nischen werden zum Teil allerdings ebenfalls 20 Prozent und mehr erreicht.

Internationalisierung wird vorangetrieben

Zur Steigerung des Marktanteils legt Sanochemia derzeit den Schwerpunkt der Wachstumsstrategie auf die Erschließung und Durchdringung ausländischer Märkte, insbesondere aus der Gruppe der Schwellenländer. Als Türöffner fungiert dabei das Standard-Kontrastmittel Scanlux, das bereits rund um den Globus in mehr als 40 Ländern von Partnern vertrieben wird. In den attraktivsten Märkten versucht das Unternehmen derzeit zügig, auch für die anderen Präparate aus dem Radiologieportfolio eine Zulassung zu erhalten. Entsprechende Anträge wurden beispielsweise in den GCC-Staaten (Golf Cooperation Council) und Ägypten, im Iran, in ausgewählten Ländern Südamerikas und in Russland gestellt und zum Teil schon positiv beschieden. Die ersten Erfolge dieser Strategie zeigen sich bereits im Zahlenwerk: Zwischen den Finanzperioden 2007/08 und 2009/10 konnten die Exporte um 65 Prozent ausgeweitet werden (siehe Grafik).



Quelle: Unternehmen

Scanlux vor Einführung in den USA

Ein besonderer Schub für die Exportumsätze mit Kontrastmitteln könnte in den nächsten Jahren aus dem US-Geschäft kommen. In den Vereinigten Staaten steht Sanochemia aktuell noch vor dem Eintritt mit dem Basisprodukt Scanlux. Mitte 2010 hat das Unternehmen nach einem zweijährigen Prozess die Zulassung für das Kontrastmittel erhalten, eine flächendeckende Markteinführung soll nun mit Partnern im Laufe des nächsten Jahres erfolgen und mittelfristig für einen Jahresumsatz von 3 bis 5 Mio. US-Dollar sorgen.

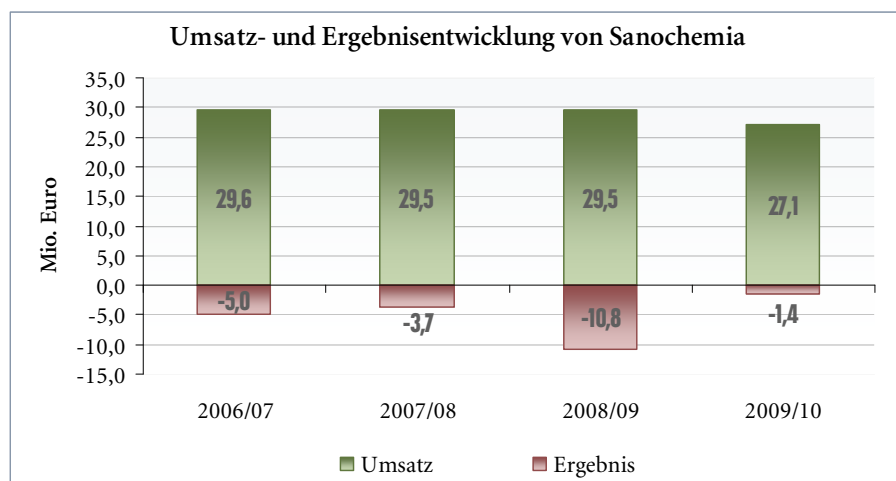
Erhöhung der Wertschöpfungstiefe

Weiteres Ertragspotenzial besteht darüber hinaus im Insourcing der Wirkstoffproduktion. Diese wurden in der Vergangenheit zu einem großen Teil extern bezogen, was angesichts steigender Preise einen erheblichen Kostendruck verursachte. Nun wird mit Hilfe weiterer Investitionen die Möglichkeit zur Wirkstoffsynthese in dem Stammwerk ausgebaut, so dass Sanochemia mittelfristig in der Lage sein wird, bis zu 80 Prozent der benötigten Substanzen selbst herzustellen – mit voraussichtlich positiver Wirkung auf die Margen.

Geschäftsentwicklung

Hohe Investitionen

Die letzten Jahre waren von hohen Investitionen geprägt, die im Geschäftsjahr 2008/09 mit 16 Mio. Euro (eine 300-prozentige Steigerung zum Vorjahr) ihren Zenit erreichten. Ursächlich dafür waren neben der Weiterentwicklung der Produktpipeline die Inbetriebnahme eines Verpackungs- und Logistikzentrums sowie der Ausbau und die Modernisierung der Produktionsanlagen, die damit den Anforderungen der US-Gesundheitsbehörde FDA angepasst wurden. Damit hat die Gesellschaft schon vor drei Jahren die Vorbereitungen zur Einführung von Scanlux in den US-Markt forciert.



Quelle: Unternehmen

Fixkosten massiv reduziert

Da gleichzeitig aufgrund der schwierigen Marktbedingungen die Umsätze lediglich stagnierten, „bezahlte“ Sanochemia das Investitionsprogramm mit hohen Verlusten, die eine umfangreiche Restrukturierung des Konzerns erforderlich machten. Hierbei wurden die Unternehmensstrukturen deutlich gestrafft, Lieferanten ausgewechselt und die Overheadkosten durch Personalabbau in der Verwaltung deutlich gesenkt. In Summe reduzierten sich die Fixkosten nach Angaben des Managements von 22 auf 17 Mio. Euro. Die ersten Erfolge zeigten sich bereits im Geschäftsjahr 2009/10: Obwohl in den beiden großen Sparten Humanpharmazeutika und Produktion der Umsatz rückläufig war und sich die Konzern Erlöse daher um 8,3 Prozent auf 27,1 Mio. Euro reduzierten, erhöhte sich das EBITDA deutlich auf 2,66 Mio. Euro (Vorjahr 34 Tsd. Euro).

Geschäftszahlen	GJ 2008/09	GJ 2009/10	Änderung
Umsatz	29,53	27,09	-8,3%
- Humanpharmazeutika	17,03	15,55	-8,7%
- Produktion	12,32	11,06	-10,2%
- F&E	0,17	0,48	+174,6%
EBITDA	0,03	2,66	-
EBIT	-4,64	-1,26	-
Periodenergebnis	-10,76	-1,43	-

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Sonderfaktoren verhindern Überschuss

Auch EBIT und das Nettoergebnis konnten spürbar verbessert werden, blieben aber aufgrund mehrerer Sondereffekte mit -1,26 resp. -1,43 Mio. Euro noch negativ. Zum einen verzögerten sich die Anlieferungen für einen Großauftrag in der Wirkstoffsynthese, so dass sich auch die Auslieferung in das erste Quartal der laufenden Periode verschoben hat. Außerdem wurde von den Finanzbehörden in einer Prüfung der Jahre 2005 bis 2008 ein Teil der Verwendung der gezahlten Forschungsprämien nicht anerkannt, was zu einer – vom Unternehmen beanstandeten – Rückforderung von 0,8 Mio. Euro geführt hat. Darüber hinaus hat sich Sanochemia mit einer Schweizer Bank bezüglich einer Schadensersatzforderung verglichen und nur 50 Prozent der bereits verbuchten 1 Mio. Euro erhalten. In Summe bezifferte das Management die außerordentlichen Belastungsfaktoren auf 2 Mio. Euro.

Turnaround im ersten Halbjahr

In den ersten sechs Monaten der Finanzperiode 2010/11 ist nun mit einem Überschuss von 0,84 Mio. Euro die Rückkehr in die Gewinnzone gelungen. Das operative Ergebnis konnte binnen Jahresfrist sogar auf 1,9 Mio. Euro (Vorjahr 0,07 Mio. Euro) vervielfacht werden. Ermöglicht wurde dies durch eine Trendwende in der Umsatzentwicklung, die Erlöse erhöhten sich binnen Jahresfrist um 18,5 Prozent auf 16,4 Mio. Euro. Hier spiegeln sich zum einen die steigenden Exporteinnahmen mit Radiologie-Produkten wider, die um 25 Prozent über dem Vorjahr lagen. Zum anderen hat aber auch der Erwerb der Alvetra & Werfft

GmbH (neues Segment: Veterinärpharmazeutika) im Januar zum Wachstum beigetragen.

	Q2 09/10	Q2 10/11	Änderung	6M 09/10	6M 10/11	Änderung
Umsatz	7,3	9,3	+28,6%	13,8	16,4	+18,5%
- Humanpharma.	4,6	4,8	+4,0%	7,5	7,6	+2,0%
- Veterinärpharma.	-	2,1	-	-	2,1	-
- Produktion	4,0	7,2	+82,1%	8,5	11,5	+27,8%
- F&E	0,2	0,02	-93,2	0,37	0,04	-90,6%
EBITDA	0,74	1,76	+137,3%	1,99	3,58	+79,4%
EBIT	-0,08	0,87	-	0,07	1,91	+2.624%
Ergebnis	-0,47	0,43	-	-0,42	0,84	-

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Neuerwerb unterstützt Expansion

Mit einem veterinärmedizinischen Produktportfolio, das u.a. ein Schmerzpräparat zur Behandlung nach Operationen und ein Mittel zur Fertilitätssteigerung bei Rindern und Schweinen umfasst, erzielte die neue Tochter zuletzt 7 Mio. Euro Umsatz und erwirtschaftete ein positives EBIT. Die Produktion erfolgte in der Vergangenheit bereits bei Sanochemia, außerdem fungierte Dr. Fransits als unbeschränkt haftender Gesellschafter des Voreigentümers J. Medinger & Söhne, so dass sich im Rahmen der strategischen Erweiterung der Wertschöpfungstiefe eine Integration in den Konzern anbot. Dies umso mehr, als Alvetra & Werfft über Vertriebskanäle und zum Teil sogar Tochterunternehmen in den CEE-Ländern (Central and Eastern Europe), dem Nahen Osten und Südostasien verfügt, die nun synergetisch mitgenutzt werden können.

Fortschritte bei der Internationalisierung

Dass das internationale Geschäft auch künftig für Sanochemia weiter an Bedeutung gewinnen wird, verdeutlicht auch die jüngste Auftragsakquise. Nachdem zunächst im Februar mit dem Pharmamulti EIP Eczacibasi Ilac Pazarlama eine Übereinkunft zur Auslizenzierung der Tolperison-Eigenentwicklung für den türkischen Markt erzielt werden konnte, folgten im Anschluss große Bestellungen von Radiologieprodukten aus Russland, dem Iran und Spanien. Zusammen mit neuen Aufträgen aus Ägypten und den Arabischen Staaten summiert sich der Export-Auftragsbestand aus diesen Ländern allein für das Röntgenkontrastmittel Scanlux nach Unternehmensangaben derzeit auf 5 Mio. Euro. Einen weiteren Schub verspricht die Zulassung anderer Erzeugnisse aus dem Radiologieportfolio: So wird beispielsweise die Genehmigung zum Verkauf von MR-Lux in Russland gegen Ende des Jahres erwartet, in Spanien ist diese bereits erteilt worden.

Kapitalerhöhung mit enttäuschendem Resultat

Die eigene Produktentwicklung wird ebenfalls vorangetrieben, in naher Zukunft aber voraussichtlich nicht mit dem gewünschten Tempo. Dies ist vor allem auf den enttäuschenden Verlauf einer Kapitalerhöhung im April zurückzuführen,

deren Platzierungsvolumen deutlich unter den Erwartungen geblieben ist. Während das Unternehmen ursprünglich 5 Mio. Aktien zu einem Preis von 3,20 Euro je Stück veräußern wollte, summierte sich die Emission schlussendlich nur auf 1,4 Mio. Aktien. Dies lag maßgeblich an der britischen Gesellschaft Suntura Ltd., die eigentlich die Übernahme von zwei Millionen Stücken garantiert hatte, diese Verpflichtung aber nicht erfüllen konnte. Sanochemia sieht von rechtlichen Schritten ab und hofft, das für die Expansion notwendige Kapital in den nächsten Monaten noch mit weiteren Maßnahmen beschaffen zu können.

Bewertung

Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Sanochemia ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 10,3 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,9 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der geringen Korrelation der Sanochemia-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. Aufgrund hoher Aufwendungen für die Produktentwicklung und der Möglichkeit eines Totalausfalls bei Nicht-Zulassung unterliegen forschende Pharmaunternehmen mit einem noch relativ kleinen Produktportfolio vergleichsweise höheren Risiken als der Marktschnitt, die wir mit einem Betafaktor von 1,4 abbilden. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,3 Prozent.

Rückkehr auf den Wachstumspfad

Sanochemia steht in den Kernmärkten Deutschland und Österreich unter dem Druck von Krankenkassen und Behörden und hat hier infolgedessen mit einer hohen Wettbewerbsintensität und sinkenden Erlösen zu kämpfen. Die strategische Ausrichtung zielt deswegen auf einen Dreischritt aus der Erhöhung der Wertschöpfungstiefe (die Eigenproduktion von zuvor fremdbezogenen Vorprodukten), der forcierten Internationalisierung der Einnahmehasis und der Entwicklung innovativer Wirkstoffe. Auf dieser Grundlage wollen die Österreicher dieses Jahr dem Umsatz um rund 22 Prozent auf 33 Mio. Euro steigern und ein deutlich positives EBIT erwirtschaften.

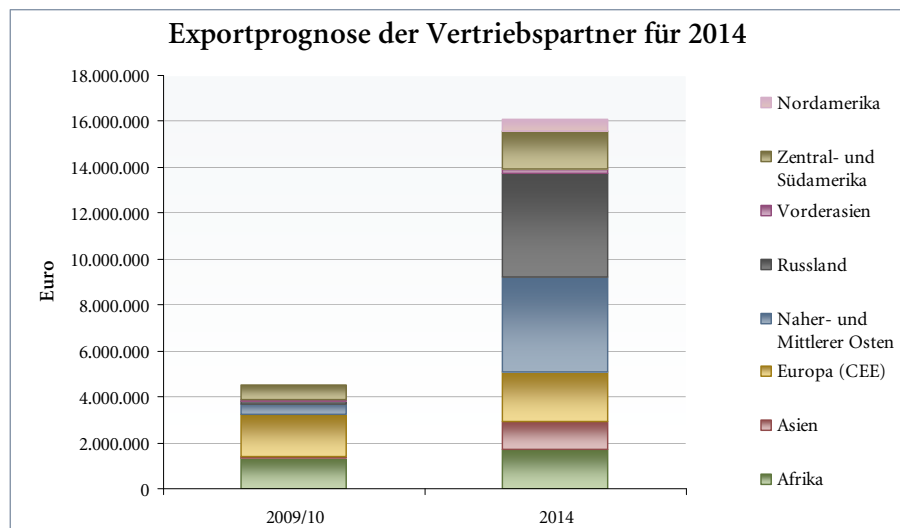
Effizienzverbesserung ermöglicht positives EBIT

Dabei muss aber berücksichtigt werden, dass die Akquisition Alvetra & Werfft seit dem 1. Januar konsolidiert wird und rein rechnerisch gemessen an dem Vorjahresresultat rund 5,2 Mio. Euro zum Umsatz beisteuern dürfte. Auf organi-

scher Basis prognostiziert das Management damit nur ein geringes Wachstum. Die trotzdem in Aussicht gestellte deutliche Ergebnisverbesserung, die ja auch durch die Halbjahreszahlen untermauert wird, resultiert aus den erzielten Effizienzsteigerungen und der Aufgabe unrentabler Randaktivitäten.

Exporte sollen stark zulegen

Für ein nachhaltiges und hohes Gewinnwachstum ist dennoch ein organisches Erlöswachstum unabdingbar. Wir sehen aber gute Chancen, dass die Strategie der Gesellschaft aufgeht. Schon in den letzten Jahren hat die Internationalisierung der Vermarktung von Radiologie-Produkten zu einer spürbaren Erhöhung der Exporterlöse beigetragen. Durch die anstehenden bzw. bereits kürzlich erfolgten Zulassungen weiterer Wirkstoffe ist nun sogar eine Beschleunigung zu erwarten. So wurde für MR-Lux im Februar 2010 das europäische Zulassungsverfahren abgeschlossen, in den nächsten zwei Jahren folgt sukzessive der Markteintritt in 13 weiteren Ländern. Von noch größerer Bedeutung scheint der Vermarktungsstart von Scanlux in den USA, der nach aktuellem Stand 2012 erfolgen und relativ schnell für einen Umsatzbeitrag in Höhe von 3 bis 5 Mio. US-Dollar sorgen soll. Nicht zu vergessen sind darüber hinaus die „Pharmerging Markets“ – von der Region CEE über Arabien und Nordafrika bis hin zu Südamerika – in denen die Zahl der vermarktungsbereiten Produkte nach der Zulassung deutlich zunehmen wird. Nach der kumulierten Prognose der Vertriebspartner von Sanochemia soll der Exportumsatz in Summe bis 2014 um 258 Prozent auf mehr als 16 Mio. Euro zulegen (siehe Grafik).



Quelle: Unternehmen

Langfristig hohes Umsatzpotenzial

Ab der Mitte der Dekade könnten dann neue Produkte für einen deutlichen Umsatzsprung sorgen. Wir halten vor allem PVP Hyperizin – zunächst als Diagnostikum, anschließend auch als Arzneimittel – für sehr vielversprechend, auch die Ausweitung von Secrelux erscheint potenzialträchtig. Dem steht im

Geschäftsbereich Produktion das Risiko von Umsatzausfällen nach dem Auslaufen des Patents zur Herstellung von Galantamin im Jahr 2014 gegenüber. Der Konzern begegnet dem allerdings mit einem in Österreich bereits erteilten Patent für ein deutlich verbessertes Produktionsverfahren, mit dem das Geschäft zu einem großen Teil bis 2027 abgesichert ist. Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass das Unternehmen nach einer Umsatzausweitung auf 33,5 Mio. Euro in der laufenden Periode über eine längere Phase zweistellig zulegen kann. Den Wachstumsspeak sehen wir erst in der Periode 2015/16 erreicht, danach nehmen wir aus Vorsichtsüberlegungen eine spürbare Degression vor.

Anstieg der Nettomarge auf 7 Prozent

Angesicht der in den letzten beiden Jahren erzielten deutlichen Effizienzsteigerungen und einer grundsätzlich hohen Fixkostenbelastung dürfte sich dieser Umsatzanstieg in einem deutlich überproportionalen Ergebniswachstum niederschlagen. Wir gehen davon aus, dass Sanochemia die Nettomarge bis zum Jahr 2016 auf 7 Prozent ausdehnen kann, ein für ein Pharmaunternehmen mit hoher Entwicklungskompetenz immer noch moderater Wert. In Summe resultiert aus diesen Annahmen der folgende Geschäftsverlauf in den nächsten acht Jahren:

	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Erlöse (Mio. Euro)	33,5	36,9	42,4	50,9	66,1	89,2	107,1	117,8
Erlöswachstum		10,0%	15,0%	20,0%	30,0%	35,0%	20,0%	10,0%
Nettorendite	5,1%	6,1%	6,5%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Gewinn (Mio. Euro)	1,72	2,26	2,75	3,46	4,63	6,25	7,50	8,25
Gewinnwachstum		31,8%	21,6%	25,5%	33,8%	35,0%	20,0%	10,0%

Fairer Wert 4,78 Euro je Aktie

Im Anschluss an diesen Detailprognosezeitraum unterstellen wir ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2 Prozent. Daraus errechnet sich aktuell ein fairer Wert von 71,7Mio. Euro oder 4,78 Euro je Aktie. Dabei haben wir eine Post-Money-Kalkulation unternommen, in der wir unterstellt haben, dass die zuletzt geplante Emission von weiteren 3,5 Mio. Stücken in einen oder mehreren Tranchen im laufenden oder nächsten Jahr nachgeholt wird. Trotz dieser Verwässerung besteht damit aktuell ein Kurspotenzial von rund 68 Prozent. Welche Rückwirkungen sich auf den fairen Wert durch die Wahl anderer Parameter ergeben würden, zeigt die nachfolgende Tabelle.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	9,3%	5,04 EUR	5,28 EUR	5,55 EUR	5,86 EUR	6,22 EUR
	9,8%	4,70 EUR	4,91 EUR	5,14 EUR	5,40 EUR	5,70 EUR
	10,3%	4,40 EUR	4,58 EUR	4,78 EUR	5,01 EUR	5,26 EUR
	10,8%	4,13 EUR	4,29 EUR	4,46 EUR	4,66 EUR	4,88 EUR
	11,3%	3,89 EUR	4,03 EUR	4,18 EUR	4,35 EUR	4,54 EUR

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Die letzten Jahre hatte Sanochemia mit widrigen Marktbedingungen in Westeuropa zu kämpfen, so dass das Unternehmen seinen Aktionären einige Enttäuschungen bereitet hat. So ist es auch zu verstehen, dass die jüngste Kapitalerhöhung nicht auf die notwendige Resonanz gestoßen ist. Damit werden von den Investoren jedoch die fundamentalen Fortschritte übersehen, die das Unternehmen in den letzten zwei Jahren gemacht hat. Mit einer umfassenden Restrukturierung wurden die Fixkosten deutlich gesenkt, so dass im laufenden Jahr nach unserer Einschätzung der Turnaround gelingen wird. Steigende Erlöse würden sich auf dieser Basis in den nächsten Perioden überproportional im Ergebnis niederschlagen. Und die Chancen, dass die internationale Vermarktung des Radiologieportfolios tatsächlich für weiter anziehende Exporteinnahmen sorgt, stufen wir als sehr gut ein. Ab 2015/16 könnten dann die in der Entwicklung befindlichen Produkte für einen weiteren Schub sorgen. Unser fundamentales Bewertungsmodell sieht daher den fairen Wert – trotz einer unterstellten Verwässerung auf 15 Mio. Stücke – bei 4,78Euro je Aktie, auf dieser Basis empfehlen wir Sanochemia zum Kauf.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen.

Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o. g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1)

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um **Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum**. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z.B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen pro Jahr voraussichtlich zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
Keine		

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil

- „Kaufen“ ein erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent,
- „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent,
- „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinnten künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung.

Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen.

3. Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Taipan (www.lp-software.de) erstellt.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung.

Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

Fax: + 49 (0)89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de