

Sanochemia Pharmazeutika AG

Zusammenfassung

- Verlust im dritten Quartal:** Wegen unterjährigen Schwankungen im Synthesegeschäft und Zahlungsproblemen der Abnehmer in Nordafrika und dem Nahen Osten musste Sanochemia im dritten Quartal einen Umsatzrückgang um 8,5 Prozent auf 4,8 Mio. Euro und einen Verlust von 0,8 Mio. Euro hinnehmen.
- Turnaround auf gutem Weg:** Für das Gesamtjahr zeigt sich der Vorstand jedoch optimistisch, die angestrebten Ziele – Umsatz von 33 Mio. Euro und ein deutlich positives EBIT – zu erreichen. Nach neun Monaten wurden operativ bereits 0,87 Mio. Euro verdient und bei einem erwarteten Umsatz von 10 Mio. Euro im Schlussquartal 2010/11 dürfte erneut eine ordentliche Marge erzielbar sein.
- Wachstumsperspektiven intakt:** Auch darüber hinaus hat das Unternehmen gute Wachstumschancen. Trotz schwieriger Rahmenbedingungen in den Kernmärkten Deutschland und Österreich verspricht die kontinuierliche Auslandsexpansion zweistellige Erlössteigerungsraten in den nächsten Jahren.
- Hohes Kurspotenzial:** Der Markt begegnet dem Wert nach den jüngsten Quartalszahlen noch mit Misstrauen. Wir sehen darin eine gute Einstiegschance und taxieren den fairen Wert auf 5,08 Euro je Aktie.

Kaufen (unverändert)

Kursziel 5,08 Euro
Aktueller Kurs 1,85 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	2,56	3,55	4,75
Tief (Euro)	1,68	1,68	1,68
Performance	-23,14%	-34,85%	-28,19%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	26.474	96.477	57.258

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	21,4 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	33,2	36,9	CAGR Umsatz 09-12 (e)	7,3%
Umsatzwachstum	0,0%	-8,3%	22,6%	11,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-4,6	-1,3	2,0	3,3	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	-15,7%	-4,6%	6,0%	9,0%		
EpS	-1,04	-0,14	0,06	0,13	Enterprise Value (Mio. Euro)	36,2
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	44,4
KUV	0,94	1,02	0,84	0,75	EV / Umsatz 11 (e)	1,1
KGV	-	-	33,0	14,7	EV / EBIT 11 (e)	18,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	Kurs / Buchwert	0,5

Jüngste Geschäftsentwicklung

Verlust im dritten Quartal

Nach einem operativen Überschuss von 1,91 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten musste Sanochemia im dritten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2010/11 ein Defizit von 1,03 Mio. Euro hinnehmen. Ursächlich dafür war vor allem ein Abrechnungseffekt: Da in die laufende Periode keiner der drei unterjährigen Auslieferungstichtage aus der Synthese für Großkunden fiel, fehlten die Deckungsbeiträge im Dreimonatszeitraum. Das Unternehmen konnte lediglich einen Umsatz von 4,83 Mio. Euro erzielen und damit 8,5 Prozent weniger als im gleichen Vorjahreszeitraum.

Sonderfaktoren drücken den Umsatz

Darüber hinaus hat Sanochemia unter den Turbulenzen im Nahen Osten sowie in Afrika gelitten. Die Zahlungen aus Auslieferungen in diese Region trafen nicht wie vereinbart ein, worauf zum Teil mit einem Lieferstopp geantwortet wurde. Für die laufende Periode rechnet die Gesellschaft aber auch hier mit einer Verbesserung.

Turnaround auf gutem Weg

Trotz dieses kleinen Rückschlags ist die Gesellschaft bei der Umsetzung des Turnarounds auf einem guten Weg. Nach neun Monaten steht bei einem Umsatz von 23,0 Mio. Euro (+10,8 Prozent) ein EBIT von 0,87 Mio. Euro (+157 Prozent) zu Buche. Wegen letztmaliger Belastungen aus der Insolvenz der Beteiligung AlcaSynn ist das Finanzergebnis noch deutlich negativ, so dass der Jahresüberschuss mit 11 Tsd. Euro nur knapp positives Terrain erreichte. Positiv ausgewirkt hat sich hingegen die Akquisition des Veterinärpharmazie-Spezialisten Alvetra, dessen Beitrag im Bericht allerdings nicht weiter quantifiziert wurde. Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung der wichtigsten Kennzahlen im Überblick.

	Q3 09/10	Q3 10/11	Änderung	9M 09/10	9M 10/11	Änderung
Umsatz	5,28	4,83	-8,5%	20,71	22,96	+10,8%
EBIT	0,27	-1,03	-	0,34	0,87	+157,1%
EBT	0,14	-1,26	-	-0,27	0,12	-
Ergebnis	0,09	-0,83	-	-0,33	0,01	-

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Internationale Expansion schreitet voran

Ein Highlight stellt auch weiterhin der Export von Radiologieprodukten dar, der trotz der Bremseffekte durch die Turbulenzen in Afrika und dem Nahen Osten um 40 Prozent zulegen konnte. In den nächsten Monaten und Jahren dürfte sich die Expansion weiter fortsetzen, nachdem die Gesellschaft auch in 2011 weitere aussichtsreiche Kooperationsvereinbarungen abgeschlossen hat. Hierzu gehört unter anderem der im Februar unterzeichnete Vertrag mit dem Pharmamulti EIP Eczacibasi Ilac Pazarlama über die Auslizenzierung der Tolperison-Eigenentwicklung für den türkischen Markt. Anfang Juni folgte eine Vereinbarung mit

dem mittelständischen Pharmakonzern PT Graha, der damit als Partner für den wachstumsstarken indonesischen Markt gewonnen werden konnte. Zunächst sollen hier die Flaggschiffprodukte Scanlux und Magnetolux, anschließend auch Secrelux eingeführt werden, erste Erlöse sind für 2013 angepeilt. Deutlich früher dürfte die Mitte Juli vermeldete Kooperation mit der Firma Halley umsatzwirksam werden. Das Unternehmen wird auf seinem Heimatmarkt Italien, dem drittgrößten Pharmamarkt Europas, ebenfalls die Radiologieerzeugnisse von Sanochemia vertreiben, wobei die Zulassung bereits vorliegt und der Verkauf daher vermutlich noch im vierten Kalenderquartal 2011 startet.

Ausblick

Prognose bekräftigt

Nach der Veröffentlichung der jüngsten Zahlen hat das Management das Ziel bekräftigt, im Gesamtjahr 2010/11 einen Umsatz von 33 Mio. Euro sowie ein deutlich positives EBIT und einen signifikanten Nettoüberschuss erzielen zu wollen. Gestützt werde diese Prognose durch eine hervorragende Entwicklung im laufenden vierten Quartal, das nach aktuellem Stand vermutlich mit einem Umsatz von 10 Mio. Euro abgeschlossen werden kann. Über das aktuelle Geschäftsjahr hinaus sieht das Management dank der zunehmenden Internationalisierung ein Wachstumspotenzial von 15 bis 20 Prozent p.a. und visiert eine E-BIT-Marge von 10 Prozent an.

Schätzgerüst weitgehend unverändert

Auch wir werten das jüngste Quartal nicht als eine Trendwende, sondern lediglich als eine Delle im Expansionskurs, die aufgrund des volatilen Synthesegeschäfts nicht immer zu vermeiden ist. Trotzdem war das erzielte Ergebnis für uns etwas enttäuschend, weswegen wir unsere Gewinnprognose für das Gesamtjahr auf 0,84 Mio. Euro kürzen, die Umsatzschätzung erhalten wir mit 33,2 Mio. Euro (zuvor 33,5 Mio. Euro) jedoch weitgehend aufrecht. Auch in den Folgejahren bleiben wir bei den unterstellten Erlösen, während wir den Margenanstieg nach den jüngsten Resultaten aus Vorsichtsüberlegungen etwas gestreckt haben. An der langfristig erzielbaren Nettoendite von 7,0 Prozent halten wir aber fest. Die folgende Tabelle zeigt den aus diesen Prämissen resultierenden Geschäftsverlauf in den nächsten acht Jahren.

	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Umsatz (Mio. Euro)	33,2	36,9	42,4	50,9	66,1	89,3	107,1	117,8
Umsatz-Wachstum		11,0%	15,0%	20,0%	30,0%	35,0%	20,0%	10,0%
Nettoendite	2,5%	5,1%	6,0%	6,5%	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%
Gewinn (Mio. Euro)	0,84	1,89	2,54	3,31	4,50	6,25	7,50	8,25
Gewinnwachstum		124%	34,7%	30,0%	36,0%	39,0%	20,0%	10,0%

**Fairer Wert: 5,08 Euro je
Aktie**

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum unterstellen wir ein ewiges Wachstum von 2 Prozent, der Eigenkapitalkostensatz (basierend auf einem Mittelwert der Umlaufrendite in Höhe von 2,5 Prozent, Risikoprämie 5,3 Prozent, Beta 1,4) beträgt aktuell 9,9 Prozent. Daraus resultiert ein fairer Wert von 76,2 Mio. Euro oder 5,08 Euro je Aktie. Die Anhebung unseres Kursziels trotz der leichten Abwärtsrevision der Schätzungen resultiert aus der seit unserer Erststudie im Mai deutlich gesunkenen Umlaufrendite.

Breite Spanne

Welche Rückwirkungen auf den fairen Wert sich durch eine Variation des ewigen Wachstums und des Diskontierungszinses ergeben, zeigt die folgende Sensitivitätsanalyse. Die Spannweite der möglichen fairen Indikationen fällt relativ breit aus – von 4,09 bis 6,73 Euro je Aktie –, alle Werte liegen aber weit oberhalb des aktuellen Kurses.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	8,9%	5,35 EUR	5,63 EUR	5,94 EUR	6,31 EUR	6,73 EUR
	9,4%	4,98 EUR	5,21 EUR	5,48 EUR	5,79 EUR	6,14 EUR
	9,9%	4,65 EUR	4,85 EUR	5,08 EUR	5,34 EUR	5,64 EUR
	10,4%	4,35 EUR	4,53 EUR	4,73 EUR	4,95 EUR	5,21 EUR
	10,9%	4,09 EUR	4,24 EUR	4,42 EUR	4,61 EUR	4,83 EUR

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Das schwache dritte Quartal von Sanochemia hat am Markt Befürchtungen aufkommen lassen, dass das Unternehmen seine Wachstums- und Gewinnziele verfehlt. Wir teilen diese Bedenken nicht, da es sich lediglich um eine unglückliche Verknüpfung einer zyklischen Delle im Synthesegeschäft mit temporären Schwierigkeiten im Nahen Osten und Nordafrika handelt. Schon in der Schlussperiode des Geschäftsjahres 2010/11 dürfte das Unternehmen wieder mit hohen Wachstumsraten und einem ansehnlichen Gewinn aufwarten. Auch darüber hinaus sehen wir Sanochemia auf Kurs, die jüngsten Kooperationsvereinbarungen dokumentieren, dass die wichtige Internationalisierung des Geschäfts voranschreitet. Wir taxieren den fairen Wert daher auf 5,08 Euro je Aktie und bekräftigen angesichts eines Kurspotenzials von nun 175 Prozent unsere Kaufempfehlung.

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), 2)

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 eine Studie und zwei Updates. In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
24.05.2011	2,85 Euro	Kaufen

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