

2011

Unternehmensstudie

[März 2011]



**[SANOCHEMIA
Pharmazeutika AG]**

Inhaltsverzeichnis

SANOCHEMIA Pharmazeutika AG.....	3
Das Unternehmen.....	4
Geschäftsbereiche	4
Das Produktportfolio - unsere Einschätzung:.....	4
Scanlux	5
MR-Lux und weitere MRT Kontrastmittel.....	6
Galantamin.....	7
Viveo (Tolperison).....	8
Secrelux.....	8
Neue Produkte durch den Kauf der Alvetra & Werfft GmbH.....	9
Vertriebskooperation mit Iberoinvesa (Spanien) - Zugang zu Pharmerging Markets	9
F&E-Pipeline	9
Zusammenfassung	10
Blick auf die Profitabilität der Produkte.....	11
Das Marktumfeld.....	12
Unternehmensanalyse.....	13
Strategie und Unternehmenswachstum.....	15
Unternehmensbewertung.....	16
Risikobetrachtung.....	17

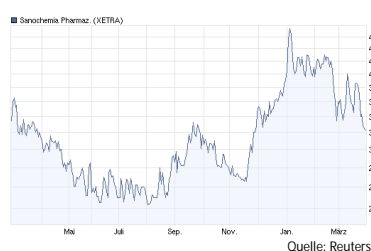
SANOCHEMIA Pharmazeutika AG

Empfehlung: Kaufen

Tickerdaten

Kurs	3,20 €
ISIN	AT0000776307
WKN	919963
Kürzel	SAC
Segment	reg. Markt
Branche	Pharma

Kursentwicklung



Aktie

Aktienanzahl	10,2 Mio.
Market Cap	32,8 Mio. €
High/Low (in Euro)	4,75/2,41
ØHandelsvol./Tag	23.909 Stück

Quelle: Deutsche Börse

Aktionäre

Sanochemia Ltd.:	70,64%
Freefloat:	29,36%

Das Unternehmen

Als international tätiger Pharmaspezialist konzentriert sich die Sanochemia Pharmazeutika AG mit Hauptsitz in Wien auf die Entwicklung von Medikamenten, die Wirkstoffsynthese und Pharmaproduktion sowie den Vertrieb von Diagnostik. Das Unternehmen versteht sich als Full-Service-Anbieter mit umfassendem Know-how von der chemischen Synthese innovativer Wirkstoffe (API) über die Produktion von pharmazeutischen Arzneimitteln bis hin zur Entwicklungsanalytik und Produktzulassung. Neben den klassischen Bereichen ZNS/Neurodegeneration und Schmerztherapie konzentriert sich das heutige Produktspektrum vor allem auf die Onkologie, Radiologie und Diagnostik.

Sanochemia strebt derzeit eine Kapitalerhöhung mit bis zu 5 Mio. neuen Aktien an. Nach einer erfolgreichen Restrukturierung mit einhergehenden Effizienzsteigerungen soll das frische Kapital zur Finanzierung der strategischen Expansion in neue Märkte genutzt werden.

Geschäftsbereiche

Neben einem schon erfolgreich etablierten Produktportfolio im Bereich der Radiologie sowie der Schmerztherapie forscht Sanochemia an Diagnostika sowie Therapiemitteln für Blasenkrebs. Hier konnte kürzlich die Entwicklungsphase 2a für ein neuartiges Medikament erfolgreich abgeschlossen werden. Operativ gliedert sich Sanochemia in die drei Geschäftsfelder Humanpharmazeutika, Produktion und Forschung & Entwicklung. Anfang dieses Jahres wurde die Alvetra & Werfft GmbH übernommen, die Produkte im Bereich der Tiermedizin entwickelt und vermarktet. Das Unternehmen erzielt einen Umsatz von ca. 6,5 Mio. € und erwirtschaftet ein positives EBIT.

Situation

Sanochemia unterlief in den letzten eineinhalb Jahren erfolgreich eine Phase der Umstrukturierung. Hierbei gelang es, die Profitabilität durch die Eliminierung margenschwacher Produkte zu steigern. Hinzu kam auch die zu Anfang dieses Jahres vollzogene Dekonsolidierung einer missglückten Unternehmensbeteiligung.

• Stark verbesserte operative Strukturen

Im Rahmen der in 2009 angestoßenen Restrukturierung hat das Unternehmen deutliche Verbesserungen auf der Kostenseite realisieren können. Durch neue Vertriebsstrategien und Optimierung der Verwaltungsprozesse konnte der Anteil des Personalaufwandes relativ zum Umsatz auf 28,7% gesenkt werden. Damit ging auch eine Reduzierung der Personalstärke von 190 auf 169 Mitarbeitern einher. Die Produktivität (Umsatz pro Mitarbeiter) konnte so trotz schwächerer Umsätze in 2010 auf 160,3 Tsd. € gesteigert werden.

• Deutlicher Anstieg der Cash Flows aus der Geschäftstätigkeit

Der Erfolg der angesprochenen Maßnahmen spiegelt sich insbesondere in einer deutlichen Steigerung der Cash Flows wieder. Im Geschäftsjahr 2009/10 betrug der Cash Flow aus der Geschäftstätigkeit 3,4 Mio. € nach -3,6 Mio. € im Vorjahr.

Die positive Entwicklung konnte auch im laufenden Geschäftsjahr fortgesetzt werden. So stiegen die Umsatzerlöse im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 7,3%. Das EBIT betrug 1,04 Mio. €, was einer Marge von 12,8% entspricht. Der Cash Flow der laufenden Geschäftstätigkeit lag bei 1,6 Mio. €, eine Steigerung von 23,8%. Wir gehen derzeit von einer Fortsetzung dieses positiven Trends auch im zweiten Quartal aus.

Strategie

Aufgrund zunehmender regulatorischer Eingriffe von Seiten der Gesundheitspolitik (rückläufiges Preisniveau) auf wichtigen europäischen Märkten - insbesondere in Deutschland - forciert Sanochemia zunehmend die internationale Expansion (Märkte mit attraktiven Wachstumsaussichten statt Verdrängungswettbewerb).

Unternehmensbewertung

Unter Berücksichtigung der Kapitalerhöhung und der damit zu finanzierenden Expansion erhalten wir auf Basis eines DCF-Ansatzes ein Kursziel von 4,80 € und erachten damit ein Investment als attraktiv.

Geschäftsjahr	2009/2010	2010/2011e	2011/2012e	2012/2013e
Umsatzerlöse	27.090	37.800	40.395	48.350
% Veränderung		39,5%	6,9%	19,7%
EBITDA	2.657	5.732	6.668	9.190
EBITDA Marge	9,8%	15,2%	16,5%	19,0%
EBIT	-1.257	2.103	3.072	5.595
EBIT Marge	n/a	5,6%	7,6%	11,6%
Ergebnis nach Steuern	-1.431	1.510	2.685	5.365
Nettoergebnis Marge	n/a	4,0%	6,6%	11,1%
ROS	-5,3%	4,0%	6,6%	11,1%
ROCE	-2,2%	3,5%	5,6%	10,6%
NOPAT	-2.003	1.894	2.980	5.340

Das Unternehmen

Sanochemia ist ein international tätiges Pharmaunternehmen mit langjähriger Erfahrung in der Entwicklung und Produktion von innovativen Wirkstoffen, Arzneimitteln und Diagnostika. Die Sanochemia-Gruppe hat ihren Ursprung in einer 1441 in Wien gegründeten Apotheke. Bereits 1869 begann der damalige Eigentümer mit der industriellen Herstellung von Pharmazeutika. Der heutige Fokus des Unternehmens liegt auf wachsenden Therapiegebieten und Indikationen mit hohen therapeutischen Ansprüchen, wie ZNS/Neurodegeneration, Schmerz und zunehmend in der Onkologischen Diagnostik und Therapie. Die Vermarktung der Produkte der Gesellschaft erfolgt über die Tochtergesellschaft Sanochemia Diagnostics Deutschland GmbH für Deutschland und Sanochemia Diagnostics International Ltd. für die übrigen Länder der EU und die weltweiten Märkte (sowie über die Einbeziehung von ausgewählten Distributionspartnern). Bei Sanochemia handelt es sich um ein Specialty Pharma Unternehmen, das im Gegensatz zu einem Großteil der Biotechunternehmen bereits nachhaltige Umsätze mit einem bestehenden Produktportfolio sowie durch die Auftragsproduktion erzielt. Das Wertpotential des Unternehmens ist somit bereits größtenteils mit den bereits bestehenden Unternehmensaktivitäten erklärbar.

Geschäftsbereiche

Operativ gliedert sich Sanochemia in die drei Geschäftsfelder Humanpharmazeutika, Produktion und Forschung & Entwicklung:

Geschäftsbereich	Operative Tätigkeit	Wichtige Produkte
Humanpharmazeutika	Schwerpunkt diagnostische Aktivitäten Kontrastmittel Radiologie, Kardiologie, Urologie Neurologische Erkrankungen (Muskelrelaxan)	Scanlux/ Unilux MR-Lux Secrelux Barilux, Colognost, Urolux Retro Viveo (Tolperison)
Produktion	Synthese- und Pharmaproduktion für Eigenbedarf und Dritte (teilweise patentgeschützte Prozesse). Entwicklung und Produktion nahezu der gesamten Kontrastmittel am eigenen Standort (Neufeld)	Galantamin (synthetisch) - z.B. Einsatz in Alzheimermedikament
Forschung & Entwicklung	Schwerpunkt auf bildgebende Diagnostik und Onkologie	PVP-Hyperizin (PDD/PDT) Vidon (Phase II)

Quelle: Sanochemia und eigene Annahmen

Das Produktportfolio - unsere Einschätzung:

Das Produktportfolio des Unternehmens kann durchaus als attraktiv bezeichnet werden. Unsere Einschätzung wird durch die bereits laufende Internationalisierungsstrategie bestärkt, die sich an Märkten mit attraktiven Wachstumsaussichten außerhalb der EU ausrichtet. Sanochemia hat sich zum Ziel gesetzt, den Export über die nächsten zwei Jahre durch Vermarktung in neuen Ländern, Vertriebskooperationen und Lizenzabkommen um 50% zu steigern (Exportanteil 2010: ca. 31%). Auch dürften die Produkte der zu Jahresbeginn akquirierten Alvetra & Werfft zu einer positiven Umsatzentwicklung beitragen.

Wesentliche Umsatzträger sind gegenwärtig im Bereich der Radiologie bzw. Diagnostik Kontrastmittel wie Scanlux, MR-Lux und Secrelux. Des Weiteren bietet das Unternehmen den synthetisch hergestellten Wirkstoff Galantamin für das Krankheitsfeld ZNS/Neurodegeneration sowie das Syntheseprodukt Tolperison in Form des Produktes Viveo zur Behandlung von Spastizität an.

Neben den bereits angesprochenen Kontrastmitteln verfügt das Unternehmen über ein umfassendes Produktportfolio der bildgebenden Diagnostik, das neben dem Einsatzbereich der Radiologie auch die Kardiologie und Urologie umfasst.

Die ganze Welt der Radiologie aus einer Hand

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)		•							•	

Quelle: Sanochemia

Bezogen auf die Umsatzanteile werden aktuell ca. 15 Mio. € (55,4%) mit Kontrastmitteln erwirtschaftet. Das wichtigste Produkt ist hier Scanlux mit einem Umsatzvolumen von ca. 8 Mio. €. Die genannten Syntheseprodukte Galantamin und Tolperison bringen es zusammen auf ein Umsatz von ca. 11 Mio. €.

Scanlux

Status Quo: Das nichtionische Kontrastmittel Scanlux (In Deutschland: Unilux) wird vom Unternehmen als „Schlüsselprodukt“ bezeichnet. Die dem Röntgenkontrastmittel zugrunde liegende Substanz hat mit 250 Mio. Anwendungen weltweit eine breite Akzeptanz. Seit dem Start der weltweiten Zulassungsaktivitäten 2005/06 ist das Produkt inzwischen in mehr als 40 Ländern zugelassen und hat deutlich zum Umsatzwachstum in der Sparte Humanpharmazeutika beigetragen. Problematisch sehen wir den zunehmenden Margendruck aufgrund verschärfter Regulierung vor allem in Deutschland (Restriktive Rabattpolitik), der sich deutlich auf die Profitabilität in 2010 ausgewirkt hat.

Produktpotential:

USA: Sanochemia hat sich zum Ziel gesetzt, in den zugelassenen Märkten einen Marktanteil von 5-10% zu erreichen. Deutliches Potenzial sehen wir vor allem in den USA, wo die Zulassung für Scanlux im Juni 2010 erteilt wurde, Verkauf und Vertrieb sollen in 2012 anlaufen (Vermarktungsaufnahme nach FDA-Anlagengenehmigung). Nach Unternehmensangaben ist im ersten Jahr bereits mit einem Toplinebeitrag in Höhe von ca. 5 Mio. € zu rechnen. Aufgrund der Marktgröße und der hohen Scannerdichte - das Marktpotential für Kontrastmittel insgesamt wird bei ca. 1,5 Mrd. USD gesehen - halten wir eine Verdopplung des Umsatzniveaus in den USA über die nächsten fünf Jahre basierend auf der Darstellung des Unternehmens für realistisch.

Russland: Auf dem russischen Markt erwartet Sanochemia enorme Entwicklungsmöglichkeiten. Hier besteht eine Vertriebspartnerschaft mit dem russischen Unternehmen Gammamed Farm LLC, die in naher Zukunft noch ausgebaut werden soll. Für das laufende Geschäftsjahr - erst kürzlich wurde ein Großauftrag vermeldet - rechnet das Unternehmen mit einem Umsatz in Höhe von 1,5 Mio. €. Sofern sich die Wachstumsaussichten von Sanochemia für den russischen Markt und das Produkt selbst erfüllen, kann von einer deutlichen Umsatzausweitung in den nächsten Jahren ausgegangen werden.

Iran: Im Iran kooperiert das Unternehmen mit der Kish N.B.S.Inc aus Teheran. Laut Sanochemia wurden anlässlich des diesjährigen Radiologiekongresses ECR Verträge für eine langfristige Partnerschaft

geschlossen. Die Umsätze sollen hier nach 100 Tsd. € im Vorjahr auf 700 Tsd. € steigen. Für das kommende Jahr 2012 erwartet man, das sich die Umsätze auf 1,5 Mio. € mehr als verdoppeln.



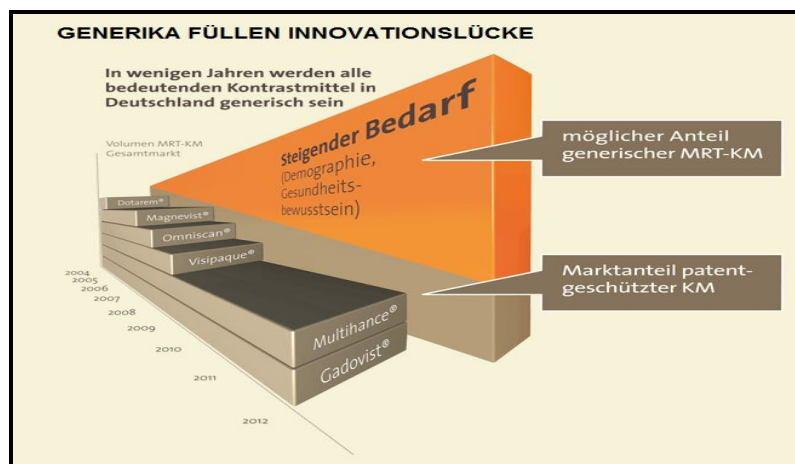
Quelle: Sanochemia

MR-Lux und weitere MRT Kontrastmittel

Status Quo: Das paramagnetische Kontrastmittel findet Einsatz in der Magnet-Resonanz-Tomographie (MRT) und besitzt seit März 2008 eine Zulassung für den deutschen und seit März 2009 eine Zulassung für den schweizerischen Markt. Das Mittel wird in Eigenregie für die Tochter Sanochemia Diagnostics bzw. für Drittanbieter produziert. Auf den bereits bestehenden sowie zukünftigen Märkten soll MR-Lux und weitere MRT Kontrastmittel einen Marktanteil von 10% erreichen. Laut Unternehmen offeriert der Markt für MRT attraktive zweistellige Zuwachsraten bezogen auf die Untersuchungszahlen.

Produktpotential:

Deutschland: In Deutschland soll das Marktpotenzial von MRT Kontrastmitteln 80-90 Mio. € betragen, bei den forcierten 10% Marktanteil entspräche dies also einem zu erreichenden Volumen in Höhe von 8-9 Mio. € für Sanochemias MRT Kontrastmittel. Nach Informationen der Insight Agent GmbH ist aufgrund auslaufender Patente bisher geschützter Kontrastmittel mit einem steigenden Anteil bei den generischen MRT-Kontrastmitteln zu rechnen. Somit ergeben sich bei weiterhin steigender Nachfrage deutliche Umsatzchancen auf dem deutschen Markt.



Quelle: Insight Agents GmbH

Europa: Das Unternehmen hat nach der „Decentralised Procedure“ (DCP) die Zulassung des Produktes für 13 EU-Länder erreicht. Schon im laufenden Geschäftsjahr soll die sukzessive Vermarktung in der EU erfolgen. Dem europäischen Markt wird ein Potential von ca. 270 Mio. € zugeschrieben und somit könnte Sanochemia bei einer erfolgreichen Einführung deutliche Umsatzzuwächse generieren.

Russland: Bis zum Ende des Geschäftsjahres erwartet Sanochemia die Zulassung für MR-Lux für den russischen Markt, so dass wahrscheinlich ab 2012 mit der dortigen Vermarktung begonnen werden kann. Mittelfristig soll der Gesamtumsatz in Russland auf 5 Mio. € p.a. gesteigert werden. Berücksichtigt man, dass in Russland für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatz von 1,5 Mio. € eingeplant ist, dürfte folglich MR-Lux nicht unerheblich zu den 5 Mio. € beitragen. Das Wachstum im Bereich MRT wird auf diesem Markt dank der zunehmenden Scannerdichte bei >10% p.a. gesehen.

USA: Nach Unternehmensangaben wurde der Zulassungsantrag für die USA am Ende des vergangenen Jahres eingereicht. Aufgrund des hohen Marktpotentials - dieses wird auf ca. 650 Mio. \$ geschätzt - ergäbe sich bei einer erfolgreichen Produktplatzierung deutliches Potential, auch wenn hier zunächst mit hohen Aufwendungen im Rahmen der Zulassungsaktivitäten zu rechnen ist.

Portfolioerweiterung:

Sanochemia arbeitet an der Entwicklung eines makrocyclischen MRT Kontrastmittels (Projektname „Cyclolux“). Da der Markt in Europa und vor allem in Deutschland zunehmend von makrocyclischen, teilweise noch Patentgeschützten Molekülen geprägt wird, erstellt die Sanochemia hier die notwendige Portfolioerweiterung, um oben genannte Marktziele abzusichern. Das neue Produkt kann ab 2014 zur Verfügung stehen.

Galantamin

Status Quo: Sanochemia verfügt über ein selbstentwickeltes, patentgeschütztes Verfahren zur Herstellung von synthetischem Galantamin, das vor allem bei neurodegenerativen Erkrankungen (Alzheimer, Parkinson) zur Anwendung kommt. Das Unternehmen sieht hier einen klaren Kostenvorteil gegenüber dem natürlichen Rohstoff (aus Schneeglöckchen), der in der Gewinnung kostspieliger und nicht im Überfluss vorhanden ist. Der weltweite Vertrieb erfolgt über Janssen-Cilag (Tochterunternehmen von Johnson & Johnson) und als Partner von Janssen, Shire, die Galantamin in den Alzheimerpräparaten Reminyl bzw. Razadyne verwenden. Mit den Unternehmen bestehen exklusive Produktionsverträge über die Laufzeit des Patentschutzes (Wirkstoffsynthese bis 2014 geschützt).

Produktpotential:

Das Unternehmen sieht deutliches Entwicklungspotential (Wachstumsrate: 10-12%) auf dem Markt zur Behandlung von neurodegenerativen Krankheitsbildern, insbesondere bei Alzheimer mit ca. 26 Millionen Patienten weltweit und stark zunehmender Tendenz. Das Marktvolumen für antidementive Medikamente wird weltweit auf über 4 Mrd. USD geschätzt. Laut Sanochemia verfügen Janssen-Cilag und Shire mit Ihrem Alzheimerprodukt Razadyne/Reminyl über einen Marktanteil von 10% in den USA. Das Anwendungspatent und somit das alleinige Anwendungsrecht ist in den USA in 2008 ausgelaufen. Auch in Europa ist das Anwendungspatent bis 2012 begrenzt. Sanochemia plant durch eine verbesserte Syntheseformulierung einen verlängerten Patentschutz bis voraussichtlich 2027 zu erreichen. In Österreich wurde bereits im September 2008 eine Patentierung des verbesserten Herstellungsprozesses erreicht. Die Verlängerung des international angemeldeten Verfahrenspatents ist vorgesehen. Wie schon angesprochen sind die Produktionsverträge mit Janssen-Cilag bzw. Shire an den Patentschutz des Syntheseprozesses mit einer Laufzeit bis 2014 geknüpft. Welche Veränderungen mit dem Auslaufen des Patentschutzes im besagten Jahr verbunden sind, bleibt abzuwarten. Basierend auf dem bisherigen Erfolg des Wirkstoffes Galantamin und den attraktiven Marktpotential gehen wir auch nach 2014 von einer Absatzausweitung aus. Das Interesse weiterer Abnehmer/Vertriebspartner an synthetischem Galantamin ist wahrscheinlich.

Viveo (Tolperison)

Status Quo: Der Wirkstoff Tolperison ist ein sog. Muskelrelaxan und wird u.a. zur Behandlung von Spastizität (neurologische Erkrankungen) eingesetzt. Sanochemia produziert den Wirkstoff nach einem neuwertigen selbstentwickelten Verfahren am Standort Neufeld. Für die Herstellung des Wirkstoffes besteht ein Patent bis 2022. Aktuell ist der Wirkstoff in Deutschland (2007) und der Schweiz (2010) auf dem Markt und wird über die Orion Pharma GmbH unter dem Namen Viveo bzw. Tolcare vertrieben. Mit dem Pharmaunternehmen besteht ein exklusiver Lizenzvertrag über die Laufzeit des Patents. Nach Unternehmensangaben wurde in Deutschland bereits nach einem Jahr ein Marktanteil von 12% bei den Neuverordnungen erreicht. Der Umsatzanteil in 2010 betrug ca. 1,2 Mio. €.

Produktpotential:

Europa: Sanochemia beabsichtigt in den zugelassenen Märkten einen Marktanteil von mehr als 20% zu erreichen. Folglich ist bei einer weiterhin erfolgreichen Platzierung des Produkts mit deutlichen Zuwächsen in Deutschland (bisher 12% Marktanteil) und der Schweiz zu rechnen. Im laufenden Jahr soll der Umsatz in den beiden Ländern bereits ca. 2 Mio. € betragen. Neben dem starken Wachstum in den bereits zugelassenen Ländern besteht das Potential weiterer Umsatzgewinne in europäischen Ländern. Geplant ist über eine generische Zulassung, bezugnehmend auf das Originalprodukt Mydeton der Pharmafirma Gedeon Richter (Ungarn), zunächst auf den Märkten Griechenland, Italien und Spanien aktiv zu werden und das Produkt unter dem Namen Agileo zu vermarkten. Über einen Zeitraum von 2 Jahren könnte so ein zusätzlicher Umsatz von ca. 3 Mio. € in Europa möglich sein. Der Gesamtmarkt für Muskelrelaxantien wird in der EU auf ca. 260 Mio. € geschätzt.

Türkei: Im Februar 2010 wurde eine exklusive Vertriebsvereinbarung mit der Eczacibasi Ilac Pazarlama A.S. für den Vertrieb von Agilio (Tolperison) in der Türkei geschlossen. Nach Zulassung des Produktes (GMP-Audit) - dies wird voraussichtlich bis zum dritten Quartal 2012 erfolgen - soll die dortige Vermarktung beginnen. Der Muskelrelaxanmarkt in der Türkei wird auf ca. 90 Mio. € geschätzt und ist in der Vergangenheit stark gewachsen (>30% p.a.). Laut IMS Health Marktprognose (2009) zählt die Türkei zu den wachstumsstärksten Zukunftsmärkten mit einer erwarteten CAGR von 12,7% p.a. bis 2013. Sanochemia hält aus aktueller Planungsperspektive mittelfristig (4-5 Jahre) ein Umsatzvolumen mit Tolperison in der Türkei von ca. 7-10 Mio. € für realistisch. Dabei soll nach Produktion und Verkauf an Eczacibasi 50% des am Markt erzielten Nettoverkaufspreises vereinnahmt werden. Des Weiteren erhält Sanochemia mit Vertragsabschluss Lizenzzahlungen (Höhe unbekannt). Unterm Strich wird laut Unternehmen bei Tolperison mit einer hohen Bruttomarge gewirtschaftet.

USA: Wünschenswert wäre eine Expansion und erfolgreiche Produktplatzierung in den USA. Der Markt für Muskelrelaxantien wird dort auf über 1 Mrd. USD geschätzt und kann somit als äußerst attraktiv bezeichnet werden. Sanochemia ist hier auf der Suche nach einem Lizenzpartner, der die erforderlichen klinischen Studien (Phase 3) finanziert; die benötigten Mittel werden mit 20-25 Mio. € veranschlagt. Sofern ein geeigneter Partner gefunden wird und die klinischen Studien erfolgreich abgeschlossen werden, ergäbe sich langfristig ein erhebliches Umsatzpotential; zumal mit Erfolg der klinischen Studien der Verkauf des Produktes zunächst patentrechtlich geschützt wäre. Die weitere Entwicklung dieses Szenarios bleibt abzuwarten und ist aus aktueller Perspektive mit erheblichen Unsicherheiten verbunden.

Secrelux

Status Quo: Secrelux wird von Sanochemia als Produkt mit besonders starkem Zukunftspotential angesehen. Dies stützt sich v.a. darauf, dass derzeit kein Produkt mit vergleichbaren Eigenschaften auf dem europäischen Markt verfügbar ist. Secrelux ist ein vom Unternehmen selbstentwickeltes Pankreasfunktionsdiagnostikum zur frühzeitigen Erkennung von Karzinomen in der Bauchspeicheldrüse. Ein invasiver Eingriff ist im Vergleich zu bisherigen Diagnoseverfahren nicht erforderlich. Das Produkt ist aktuell

in Deutschland zugelassen (Krankenkassenabdeckung von ca. 90%), wird aber auch in anderen europäischen Ländern auf Einzelanforderung („Name-Patient-Basis“) vertrieben. Das Umsatzvolumen beläuft sich hier auf 1 Mio. €, wobei der wesentliche Anteil in Deutschland anfällt. Positiv sehen wir die mit diesem Produkt erzielbare überproportionale Bruttomarge. Über die Rückerstattung der Krankenkassen kann ein hoher Preis erzielt werden, da derzeit keine Preisbindung existiert und Sanochemia somit eine hohe Preissetzungsmacht hat.

Produktpotential: Aufgrund der zunehmenden Zahl an inzidierten Pankreaskrankheiten, insbesondere der hoch malignen Pankreaskarzinome, dürfte auch die Nachfrage nach innovativen Diagnostika steigen. Zwar liegen keine genauen Zahlen für den europäischen Markt vor, dennoch wird eine ähnliche Entwicklung wie in den USA (Wachstum: 11% p.a.) erwartet. Das Unternehmen plant in den kommenden Jahren zunächst die Expansion in europäische Länder wie Spanien (Kooperation mit Iberoinvesa), Frankreich, England und Italien voranzutreiben. Über Partner soll die Finanzierung von klinischen Untersuchungen zur Darstellung der genauen Indikation erfolgen. Hier verspricht sich Sanochemia bei Vorliegen von weiterem klinischen Datenmaterial über die Produktvorteile eine Ausweitung der Margen. Des Weiteren plant das Unternehmen die Zulassung für weitere diagnostische Indikationen im Bereich des Magnetresonanztomographie. Das Umsatzvolumen könnte nach Unternehmensangaben bei optimalem Verlauf in den nächsten vier bis fünf Jahren bis auf 10 Mio. € steigen. Dies entspräche einer Verzehnfachung bezogen auf den bisherigen Umsatz in Deutschland von 1 Mio. €.

Neue Produkte durch den Kauf der Alvetra & Werfft GmbH

Durch den Kauf - rückwirkend zum 01.01.2011, genauer Kaufpreis noch nicht bekannt - hat Sanochemia sein Produktportfolio um veterinärpharmazeutische Produkte erweitert. Als Hauptprodukte werden Alvegesic (postoperatives Schmerzpräparat) und Carofertin zur Fertilitätssteigerung bei Rind und Schwein genannt. Durch die Übernahme konsolidiert Sanochemia einen zusätzlichen Umsatz von ca. 5 Mio. € in 2011. Auch wird ein positiver EBIT-Beitrag erwartet. Nach Rücksprache mit dem Unternehmen ist bei den neuen Produkten ein attraktives Wachstum im hohen einstelligen Bereich zu erwarten.

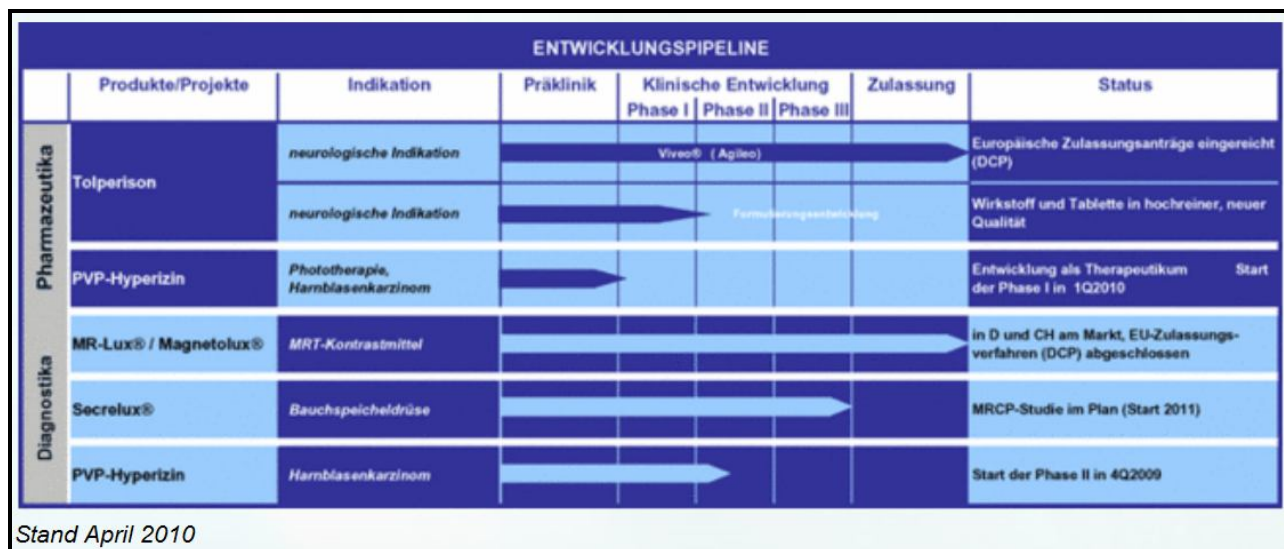
Vertriebskooperation mit Iberoinvesa (Spanien) - Zugang zu Pharmerging Markets

Durch die Vertriebskooperation mit Iberoinvesa hat sich Sanochemia den Zugang zu den Märkten in Spanien, Portugal und Lateinamerika gesichert. Hier sehen wir attraktive Wachstumsaussichten für das Unternehmen. Laut IMS Health (2009) soll der Pharmamarkt in Spanien bis 2013 um 7,1% p.a. wachsen. Für Lateinamerika wird sogar ein Marktwachstum von 12-15% p.a. erwartet. Iberoinvesa wird die Radiologieprodukte von Sanochemia vertreiben. Secrelux (Pankreasdiagnostikum), Scanlux und MR-Lux (Magnetolux) wurden bereits am Markt eingeführt. Sanochemia bezeichnet die Kooperation in Spanien als „Tor zu Südamerika“, Lieferungen von Scanlux sollen beispielsweise nach Mexiko, Peru, Kolumbien, Brasilien und Argentinien erfolgen. Allein das Marktvolumen in Südamerika wird auf 400-500 Mio. € geschätzt. Im laufenden Geschäftsjahr soll bereits ein zusätzlicher Umsatz von ca. 1. Mio. € zum Unternehmenserfolg beitragen.

F&E-Pipeline

Die Forschungs- & Entwicklungsaktivitäten richten sich vor allem auf Teilbereiche der Onkologie und Entwicklung von Diagnostika. Zum einen sollen so Neuentwicklungen realisiert werden, als auch bestehende Produkte z.B. in Richtung neuer Indikationsbereiche - wie im Falle Secrelux - weiterentwickelt werden. Ein wesentliches Forschungsprojekt ist PVP-Hyperizin (Vidon) zur Diagnose und als neue Therapieoption von Harnblasenkarzinomen. Kürzlich konnten erfolgreiche Fortschritte in der klinischen Entwicklungsphase 2 „zur Anwendung in der Fluoreszenzdiagnostik von oberflächlichen Tumoren in der Harnblase“ vermeldet werden.

Sollte das Produkt in der Zukunft bis zur Zulassung gebracht werden, verspricht sich Sanochemia ein deutliches Umsatzpotential. Laut Geschäftsbericht 2010 beträgt der weltweite Umsatz im Tumordiagnostik-Bereich ca. 700 Mio. USD und weist ein zweistelliges Wachstum auf.



Quelle: Sanochemia

Spezifische Aussagen über Umsatzpotentiale, insbesondere bei PVP-Hyperizin, können aufgrund der hohen Unsicherheiten verbunden mit dem Entwicklungsprozess eines neuwertigen Wirkstoffes/Produktes nicht getroffen werden. Auch dürfen das Entwicklungsrisiko und die damit verbundenen Aufwendungen nicht außer Acht gelassen werden. Dennoch sehen wir Sanochemia in der Lage, gerade durch die Weiterentwicklung schon bestehender Wirkstoffe/Produkte, neue Umsatzpotentiale zu erschließen bzw. schon bestehende Umsatzquellen nachhaltig zu sichern.

Wichtig erscheint hier die neue strategische Ausrichtung der Vernetzung der F&E mit den Geschäftsbereichen Produktion und Radiologie. Durch die Entwicklung der Brückenprodukte PVP-Hyperizin, Vidon und Secrelux wird eine Aufwertung des Diagnostikportfolios - innovative Diagnostik neben bewährten Produkten als „Unique Selling Points“ - am Markt angestrebt, bei gleichzeitiger Ausnutzung des bestehenden Vertriebsnetzes für diese hochprofitablen weil originären Produkte.

Zusammenfassung

Über die internationale Expansion bestehender bzw. neuer Produkte erwarten wir basierend auf den oben beschriebenen Produktpotentialen eine deutliche Ausweitung der Topline. Die nachfolgende Tabelle fasst die wesentlichen Umsatztreiber zusammen.

Basierend auf den Angaben des Unternehmens und unseren eigenen Schätzungen weisen die genannten Produkte, die bisher mit 18,5 Mio. € ca. 66,3% des Konzernumsatzes ausmachen, ein Umsatzsteigerungspotential von beachtlichen +36 Mio. € auf. Das errechnete Volumen beschränkt sich hierbei auf die quantifizierbaren Umsatzchancen; daneben bestehen noch weitere Potentiale, die wir jedoch aufgrund fehlender Marktgrößen bzw. zu großer Unsicherheiten nicht mit einbeziehen. Neben dem Produkt Scanlux, das bereits jetzt mit ca. 8 Mio. € ein wichtiger Umsatzträger ist (ca. 30% des Konzernumsatzes), könnten in Zukunft MR-Lux, Secrelux und Tolperison eine wichtige Rolle in der Unternehmensentwicklung spielen. Bisher wird bei diesen Produkten in Summe nur ein Umsatz von ca. 3,5 Mio. € generiert, bei Ausschöpfung der wesentlichen Zukunftspotentiale könnte sich dieser nahezu verzehnfachen. Neben der starken Umsatzausweitung sehen wir auch die damit einhergehende verbesserte Diversifikation des Umsatzvolumens auf mehrere Produkte/Wirkstoffe positiv.

Darstellung zukünftiger Umsatzpotentiale:

Produkte	Umsatz aktuell*	Länder-Expansion	Partner	Umsatzpotential*
Scanlux	8 Mio. €	USA		+5 Mio. € (bis 2013), +10 Mio. € (bis 2015)
		Russland	Gammamed Pharma LLC	+1,5 Mio. € (2011), deutliches Wachstum
		Iran	Kish N.B.S.Inc	+1,5 Mio. € bis 2012
MR-Lux/ weitere MRT Kontrastmittel	1 Mio. €	Deutschland		Bei Marktanteil von 10%: +7-8 Mio. €
		Europa (DCP)		Deutliches Umsatzpotential
		Russland		+2-3 Mio. €
		USA		Deutliches Umsatzpotential
Galantamin	Stillschweigepflicht	Weltweit	Bis 2014 exklusiv über: Janssen-Cilag, Shire	Deutliches Umsatzpotential
Tolperison (Viveo)	1,5 Mio. €	Deutschland/Schweiz	Orion Pharma GmbH	+0,5 Mio. € in 2011, mittelfristig nochmal ca. +2,5 Mio. €
		Europa (Spanien, Italien, Griechenland, etc.)		+3 Mio. € bis 2014
		Türkei	Eczacibasi Ilac Pazarlama A.S.	+10 Mio. € bis 2015/16
		USA	Suche nach Lizenzpartner	Deutliches Umsatzpotential, jedoch Markteintritt ungewiss
Secrelux	1 Mio. €	Europa	u.a. Iberoinvesa (Spanien)	+9 Mio. € bis 2015/16
Produkte Alvetra & Werfft (u.a. Alvegesic, Carofertin)	7 Mio. €	Österreich, Osteuropa, Naher Osten, Südostasien		+ 2 Mio. € bis 2015
	Bisheriger Umsatz in den genannten Produkten: → 18,5 Mio. €			Quantifizierbare Umsatzpotentiale: → +36 Mio. €

* Unternehmensangaben / Eigene Schätzungen

Blick auf die Profitabilität der Produkte

Sanochemia gibt keine detaillierte Auskunft über die Profitabilität einzelner Produkte bzw. Produktgruppen. Festzustellen ist, dass das Unternehmen in der Vergangenheit unter Beweis gestellt hat, dass in den einzelnen Produktbereichen der Kontrastmittel und Wirkstoffproduktion profitabel gewirtschaftet werden kann. Es muss jedoch auch konstatiert werden, dass die Ergebnisentwicklung beispielsweise durch Patentfreierwerb oder zunehmenden gesundheitspolitischen Einfluss teilweise erheblichen Schwankungen unterlag.

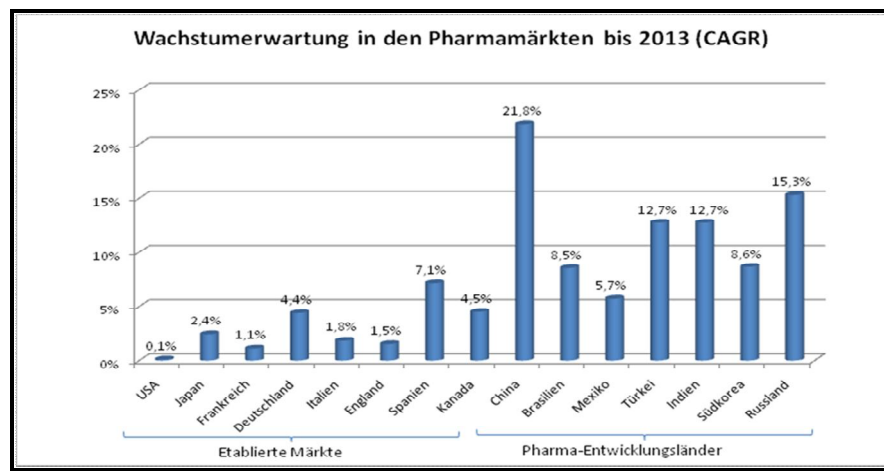
Für die Zukunft rechnen wir mit einer deutlich stabileren Ergebnisentwicklung. Sofern Sanochemia die Wachstumserwartungen der einzelnen Produkte erfüllen kann, wird das Geschäftsvolumen zukünftig von einer deutlich breiteren Produktpalette getragen. Einzelne Schwächen bzw. Schwankungen können so durch andere Produkte aufgefangen werden. Ähnliches gilt für die internationale Expansion. Zum einen platziert sich das Unternehmen auf Wachstumsmärkten der Zukunft. Zum anderen verringert sich die Abhängigkeit vom regulativen Umfeld bzw. gesundheitspolitischen Eingriffen einzelner Länder. Auch dürfte Sanochemia in der Lage sein, bei steigenden Umsätzen über einen operativen Leverage die Profitabilität auszuweiten.

Mittelfristig könnte so die EBIT-Marge ein zweistelliges Niveau erreichen. In diesen Zusammenhang schätzen wir auch die Strategie des Unternehmens, die internationale Expansion zum Teil über Vertriebspartner voranzutreiben. Dies reduziert einerseits das Kostenrisiko verbunden mit der Vorbereitung und Bearbeitung neuer Märkte. Andererseits agieren die Vertriebspartner oft wesentlich effizienter, da sie i.d.R. Erfahrungen

auf dem neuen Markt und eine vorhandene Infrastruktur mitbringen. Sanochemia kann sich so auf einem bestimmten operativen Niveau absichern, ohne das direkte Expansionsrisiko zu tragen.

Das Marktumfeld

Das Marktumfeld von Sanochemia dürfte in den kommenden Jahren eine dynamische Entwicklung zeigen. Der führende Informationsanbieter in der Pharmaindustrie, IMS Health (2010), erwartet allein in 2011 ein Wachstum des globalen Marktes für Pharmazeutika zwischen fünf und sieben Prozent. Basierend auf dem Datenmaterial von März 2010 wird für den Zeitraum bis 2014 ein weltweites Wachstum von 5-8% (CAGR) prognostiziert.



Quelle: IMS Health Marktprognose 2009

Dabei weichen die Wachstumsperspektiven in den einzelnen Ländern stark voneinander ab. Die etablierten Märkte - hierzu gehören vor allem die Länder Kerneuropas wie z.B. Deutschland - sind durch eine zunehmend schwierige Marktsituation gekennzeichnet. Die dortigen Märkte sind durch die Pharmaunternehmen zum Teil schon stark entwickelt und weisen eine gewisse Sättigung und entsprechend hohen Wettbewerb auf. Der Preisdruck in den einzelnen Produktsegmenten hat über die letzten Jahre zugenommen. Auch zeigen die etablierten Länder ein deutlich höheres regulatives Niveau und verstärkt gesundheitspolitische Eingriffe. Zu nennen ist hier beispielsweise die restriktive Preispolitik in Deutschland, die zu geringeren Rückerstattungen bei vielen pharmazeutischen Produkten geführt hat. Anders verhält es sich in den sog. Pharma-Entwicklungsländern („Pharmerging Markets“), die deutliches Wachstum mit einer zunehmenden Gesundheitsvorsorge offerieren.

Hier setzt die Expansionsstrategie von Sanochemia an. Die Produkteinführung konzentriert sich auf wachsende Märkte, anstatt sich einem zunehmenden Verdrängungskampf auf den bereits etablierten Märkten auszusetzen. Eine wichtige Rolle für das Unternehmen wird in der Zukunft Spanien (Kooperation mit Iberoinvesa), die Türkei (Kooperation mit Eczacibasi) und Russland einnehmen. Hier liegen die Wachstumsraten mit +7,1%, 12,1% und 15,3% auf einem attraktiven Niveau und zum Teil deutlich über den Wachstumsaussichten des Gesamtmarktes. Sanochemia plant auch die Expansion in Lateinamerika. Hier quantifiziert IMS Health (2010) das Marktwachstum mit 12-15% (CAGR) bis 2014. Nach Markteinschätzung soll sich der Pharmamarkt in den USA nicht ausweiten. Dennoch dürfte diesem aufgrund der reinen Marktgröße und damit offerierten Marktchancen für die Produktpalette von Sanochemia in Zukunft eine große Bedeutung zukommen. Die Ausrichtung des Unternehmens an den Wachstumsmärkten der Zukunft sehen wir positiv. Sanochemia ist gut positioniert, um von den gegebenen Marktchancen direkt zu profitieren.

Unternehmensanalyse

Das Unternehmen unterlief in den letzten zwei Jahren eine Phase der Umstrukturierung. So betragen alleine die Aufwendungen für die Restrukturierung und die Beseitigung von Altlasten im Geschäftsjahr 2008/09 ca. 7,9 Mio. €. Dies setzte sich auch in dem zum August letzten Jahres endenden Geschäftsjahr 2009/2010 fort. Dabei fiel die Höhe der Aufwendungen bereits deutlich niedriger aus. Betrag das berichtete EBIT -1,2 Mio. €, so hätte dies, bereinigt um die einmaligen Sondereffekte, 0,2 Mio. € betragen. Bereits im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres zeigte sich der Erfolg der getroffenen Maßnahmen und es konnte ein operatives Ergebnis von 1,0 Mio. € aufgezeigt werden.

Neben der Eliminierung margenschwacher Produkte trug auch die vollzogene Dekonsolidierung einer missglückten Unternehmensbeteiligung (Alcasynn) maßgeblich zur Steigerung der Produktivität bei. Hinzu kam Anfang diesen Jahres die Übernahme der Alvetra & Werfft GmbH, die Produkte im Bereich der Tiermedizin entwickelt und vermarktet. Da die Erstellung der Produktpalette bereits vor der Übernahme durch Sanochemia durchgeführt wurde, stellt die Integration aus unserer Sicht keinerlei Problem dar. Das übernommene Unternehmen erzielt einen Umsatz von ca. 6,5 Mio. € und erwirtschaftet ein positives EBIT.

➤ **Konzentration auf Margenstarke Produkte**

Durch den Verzicht auf margenschwache Produkte kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr zu einer erwarteten Reduzierung des Konzernumsatzes. Hinzu kam die Verschiebung eines größeren Ordervolumens aufgrund von Lieferengpässen in das nun laufende Geschäftsjahr. Die Umsatzverteilung über die einzelnen Bereiche sah über die letzten zwei Jahre wie folgt aus:

Geschäftsjahr	2008/2009	2009/2010
in T€	Umsatz	Umsatz
Humanpharmazeutika	17.033	15.552
Produktion	12.323	11.063
F&E	173	475
Summe	29.529	27.090

Quelle: Sanochemia und eigene Annahmen

Durch die oben angesprochene Dekonsolidierung von Alcasynn im ersten Quartal 2010/2011 sowie die Übernahme der Alvetra & Werfft GmbH zum 31.12.2010 ergibt sich nun die Basis für ein zukünftig profitables Wachstum.

➤ **Stark verbesserte operative Strukturen**

Im Rahmen der in 2009 angestoßenen Restrukturierung hat das Unternehmen deutliche Verbesserungen auf der Kostenseite realisieren können. Durch neue Vertriebsstrategien und Optimierung der Verwaltungsprozesse konnte der Anteil des Personalaufwandes relativ zum Umsatz auf 28,7% gesenkt werden. Damit ging auch eine Reduzierung der Personalstärke von 190 auf 169 Mitarbeitern einher. Die Produktivität (Umsatz pro Mitarbeiter) konnte so trotz schwächerer Umsätze in 2010 auf 160,3 Tsd. € gesteigert werden.

Geschäftsjahr	2008/2009	2009/2010	1 Q 2010 / 11
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	41,5%	38,9%	32,7%
Personalaufwand	32,5%	29,4%	28,7%

Quelle: Sanochemia und eigene Annahmen

➤ Deutlicher Anstieg der Cash Flows aus der Geschäftstätigkeit

Der Erfolg der angesprochenen Maßnahmen spiegelt sich insbesondere in einer deutlichen Steigerung der Cash Flows wieder. Im Geschäftsjahr 2009/10 betrug der Cash Flow aus der Geschäftstätigkeit 3,4 Mio. € nach – 3,6 Mio. € im Vorjahr.

Die positive Entwicklung konnte auch im laufenden Geschäftsjahr fortgesetzt werden. So stiegen die Umsatzerlöse im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 7,4 %. Das EBIT betrug 1,04 Mio. €, was einer Marge von 12,8% entsprach. Der Cash Flow der laufenden Geschäftstätigkeit lag bei 1,6 Mio. €, eine Steigerung von 23,8%. Wir gehen derzeit von einer Fortsetzung dieses positiven Trends auch im zweiten Quartal aus.

Geschäftsjahr	2008/2009	2009/2010	1 Q 2009 / 10	1 Q 2010 / 11
Umsatzerlöse	29.527	27.090	6.544	7.027
% Veränderung		-8,3%		7,4%
EBIT (a)	-4.638	-1.257	152	1040
% Veränderung		74,0%		584,2%
Ergebnis nach Steuern	-10.765	-1.431	562	581
% Veränderung		87,0%		3,4%
Ergebnis je Aktie	-1,04	-0,14	0,01	0,04
% Veränderung		86,5%		300,0%
Cash Flow der Geschäftstätigkeit	-3.593	3.395	1.353	1.676
% Veränderung		194%		24%

Quelle: Sanochemia und eigene Annahmen

➤ Bilanzstruktur

Auf Basis der Quartalszahlen ergibt sich für die Bilanz folgende komprimierte Darstellung. Die Summe der Finanzverbindlichkeiten beträgt in etwa 14 Mio. €. Dies steht im Verhältnis zu einem Eigenkapital von 44 Mio. € und ergibt somit ein Gearing in Höhe von 31,8%. Dies sehen wir als ein gesundes Fundament für die angestoßene Expansionspolitik.

Bilanz in Tsd. € zum 31.12.2010	Aktiva	Passiva	
Sachanlagen	28,8	44,0	Eigenkapital
Immaterielle Vermögenswerte	21,9	5,4	Finanzverbindlichkeiten
Latente Steueransprüche	1,4	3,6	Sonstige langfristige Schulden
Langfristige Vermögenswerte	52,1	9,0	Langfristige Schulden
Vorräte & Forderungen	14,3	8,7	Finanzverbindlichkeiten
Kasse & Wertpapiere	0,7	5,4	VLL & sonstige Verbindlichkeiten
Summe Vermögenswerte	67,1	67,1	Summe Eigenkapital & Schulden

Quelle: Sanochemia und eigene Annahmen

Auch die Betrachtung der Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 14 Mio. € gegenüber den Sachanlagen in Höhe von 28,8 Mio. € zeigt ein aus unserer Sicht ausgewogenes Bild. Die relative Höhe der immateriellen Vermögenswerte in Bezug auf die Summe aller Vermögenswerte, immerhin 31%, kann dem entgegen durchaus kritisch hinterfragt werden. Hierbei ist anzumerken, dass zum 30.09.2010 ca. 17,7 Mio. € auf aktivierte Entwicklungskosten zurückzuführen waren. Die Tatsache, dass es sich hierbei um vier voneinander unabhängige Produkte handelt, lassen ein aus unserer Sicht größeres Risiko jedoch nicht erkennen.

Strategie und Unternehmenswachstum

Aufgrund zunehmender regulativer Eingriffe von Seiten der Gesundheitspolitik (rückläufiges Preisniveau) auf wichtigen europäischen Märkten - insbesondere in Deutschland - forciert Sanochemia zunehmend die internationale Expansion (Märkte mit attraktiven Wachstumsaussichten statt Verdrängungswettbewerb). Die Vermarktung der Produkte erfolgt über die Tochtergesellschaft Sanochemia Diagnostics Deutschland GmbH für Deutschland und Sanochemia Diagnostics International Ltd. für die übrigen Länder der EU und die weltweiten Märkte sowie über die Einbeziehung von ausgewählten Distributionspartnern.

Hauptaugenmerk des Unternehmens liegt hierbei in der Erzeugung und der Vermarktung radiologischer Produkte in den so genannten „Pharmerging Markets“. Hierzu zählen Märkte wie Zentral- und Südamerika und Länder des Nahen und Mittleren Osten. Die erweiterten Vertriebsaktivitäten führten bereits 2009/10 zu einer 26% Steigerung der Exporte (derzeit ca. 59%). Weiteres Wachstum ist darüber hinaus aufgrund von neuen Länderzulassungen zu erwarten. Scanlux, als eines der Schlüsselprodukte des Unternehmens, ist laut Unternehmensangaben in bereits mehr als 40 Ländern zugelassen. MR-Lux, laut Unternehmensangabe Sanochemias innovativstes MR-Kontrastmittel, soll aufgrund der europaweiten Zulassung (DCP) und Exportmöglichkeiten in der MENA Region sukzessive in einigen europäischen Ländern und Ländern in Nahost gelauncht werden und so einen deutlichen Umsatzwachstum im Geschäftsbereich Radiologie erzeugen.

Mit der im Juni 2010 erhaltenen US-Zulassung für Scanlux wird nun der Markteintritt in den USA angestrebt. Auf Basis der uns derzeit zur Verfügung stehenden Informationen erwarteten wir alleine von diesem Produkt aus den Vereinigten Staaten Umsatzbeiträge in Höhe von knapp 15% im Geschäftsjahr 2012/13. Auf Basis der bereits angestoßenen Expansion, der Einbeziehung der Alvetra & Werfft GmbH sowie aufgrund der oben beschriebenen, verbesserten operativen Strukturen, modellieren wir in den nächsten drei Jahren die folgende Geschäftsentwicklung.

Geschäftsjahr (in Tsd. €)	2009/2010	2010/2011e	2011/2012e	2012/2013e
Umsatzerlöse	27.090	37.800	40.395	48.350
% Veränderung	-8,3%	39,5%	6,9%	19,7%
EBITDA	2.657	5.732	6.668	9.190
EBITDA Marge	9,8%	15,2%	16,5%	19,0%
EBIT	-1.257	2.103	3.072	5.595
EBIT Marge	n/a	5,6%	7,6%	11,6%
Ergebnis nach Steuern	-1.431	1.510	2.685	5.365
Nettoergebnis Marge	n/a	4,0%	6,6%	11,1%

Quelle: Sanochemia und eigene Annahmen

Unternehmensbewertung

Die im Folgenden durchgeführte Unternehmensbewertung basiert auf der bereits oben angesprochenen Geschäftsentwicklung. Hierfür notwendig ist jedoch die durchzuführende Kapitalerhöhung. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen in der Lage sein wird, die Kapitalerhöhung erfolgreich durchzuführen und damit den eingeschlagenen Wachstumspfad weiter voranzutreiben. Neben den Kosten für zukünftiges Wachstum

in Höhe von ca. 3 Mio. € möchte das Unternehmen ca. 4,5 Mio. € kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten zurückführen, um so das Kreditrating der Gesellschaft zu verbessern.

Geschäftsjahr (in Mio. €)	2010/2011e	2011/2012e	2012/2013e	2013/2014e	2014/2015e	2015/2016e	2016/2017e	Terminal Value
Umsatzerlöse	37,8	40,4	48,4	52,6	57,2	61,7	66,1	67,8
% Veränderung		6,9%	19,8%	8,7%	8,7%	7,9%	7,1%	2,0%
EBIT	2,1	3,1	5,6	7,9	8,5	8,9	9,5	9,6
EBIT Marge	5,6%	7,7%	11,6%	15,0%	14,9%	14,4%	14,4%	14,2%
NOPAT	2,0	2,9	5,4	7,0	7,3	8,1	8,4	8,9
Abschreibungen	3,0	3,0	3,0	3,3	3,5	3,8	4,1	4,4
in % vom Umsatz	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Liquiditätsveränderungen								
NWC	1,1	-4,4	-5,0	-1,5	-1,7	-1,6	-1,6	-1,5
Investitionen	-1,2	-0,5	-1,0	-3,7	-4,1	-4,3	-4,6	-4,0
Free Cash Flow	4,85	1,00	2,40	5,10	5,00	6,00	6,30	7,80
WACC	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,0	8,9	8,9
Diskontierungs Faktor	1,07	1,17	1,27	1,38	1,51	1,64	1,79	1,79
Present Value	4,5	0,9	1,9	3,7	3,3	3,7	3,5	64,4

Total present Value	85,9
Terminal Value	64,4
Zinstragenden Verbindlich (Zahlen in Mio. €)	14,0
EK Wert	71,9
Aktienanzahl (nach KE)	15 Mio.
Zielkurs in €	4,79

		Sensitivität Wert je Aktie (€)				
		ewiges Wachstum (in %)				
WACC		1,5	1,8	2,0	2,3	2,5
	8,5	4,55	4,70	4,87	5,04	5,23
	8,9	4,48	4,63	4,79	4,96	5,15
9,3	4,33	4,48	4,63	4,80	4,98	

Auszug aus dem Bewertungsmodell

Bei den hier unterstellten Modellannahmen weisen wir erneut darauf hin, dass der Anstieg des diesjährigen Umsatzes durch Veränderungen des Konsolidierungsrahmens verursacht wird. Knapp 5 Mio. € Umsatzerlöse werden in diesem Jahr durch die Alvetra & Werfft GmbH beigesteuert.

Der Anstieg im Geschäftsjahr 2012/13 (und die folgenden) ist hingegen unter anderem der Annahme eines positiven Produktlaunches in den USA geschuldet. Dies hat auch Einfluss auf die Veränderung des NWC in den nächsten zwei Jahren, wo wir von einem deutlichen Anstieg der Lagerhaltung ausgehen (NWC Veränderung -4,4 Mio. € und -5 Mio. € in 2011 und 2012).

Aufgrund der erst in den vergangenen Jahren getätigten Investitionen (beispielsweise neues Distributionszentrum) gehen wir in den nächsten drei Jahren vorerst von einem reduzierten Investitionsprogramm aus. Erst ab dem Geschäftsjahr 2013 modellieren wir eine Zunahme oberhalb der Abschreibungsquote.

Risikobetrachtung

Wesentlicher Faktor der positiven Einschätzung gegenüber Sanochemia ist die vom Unternehmen kommunizierte Weiterentwicklung der Produkte/internationale Expansion und die damit verbundene Realisierung der oben aufgeführten Umsatzpotentiale. Dies ist mit erheblichen Risiken verbunden:

- Die dargestellte Länderexpansion ist stark abhängig von der erfolgreichen Durchführung der (länderspezifischen) Zulassungsverfahren. Hier können nicht vorgesehene Verzögerungen auftreten bzw. der eingeplante Zeitrahmen des Unternehmens sich als nicht realisierbar erweisen. Träfe dies ein, würden sich die anvisierten Umsätze zeitlich weiter in die Zukunft verschieben. Im Extremfall würden bei einem negativen Zulassungsverlauf die gesamten Umsatzpläne in dem entsprechenden Land hinfällig werden.
- Das erwartete Marktpotential einzelner Produkte kann sich als falsch erweisen. Zum einen intern aufgrund überzogener kommunizierter Erwartungen des Unternehmens bzgl. Marktanteilsgewinne und antizipierter Produktnachfrage. Zum anderen extern durch neue Produkte/Wirkstoffe von Seiten des Wettbewerbs, die den entsprechenden Produkten von Sanochemia überlegen sind. Auch stützen sich die Pläne des Unternehmens zum Teil auf Marktwachstumsperspektiven und Marktgrößen, die von (unabhängigen) Dritten eruiert wurden. Diese können sich als falsch erweisen.
- Geschlossene Partnerschaften/(Vertriebs-)Kooperationen unterliegen stets dem Wohlwollen bzw. Kommitment beider Parteien. Das Abspringen eines wichtigen Partners, wie z.B. beobachtet bei Avigen als Vertragspartner zur Entwicklung von Tolperison für den US-Markt, kann nie ausgeschlossen werden und entsprechend negativen Einfluss auf die Umsatz- und Erfolgsgrößen haben. Auch entzieht sich der Erfolg der einzelnen Produkte auf den spezifischen Märkten im gewissen Maße dem Einfluss von Sanochemia, da das Unternehmen hier in der Regel als Produzent und Zulieferer agiert, die Marktbearbeitung jedoch dem Vertriebspartner obliegt.
- Generell unterliegt die Pharmabranche aufgrund der Unsicherheiten bei Forschung & Entwicklung und einem sich verändernden regulativen Umfeldes einem höheren Investmentrisiko. Klinische Studien können sich als langwieriger bzw. kostspieliger erweisen. Sanochemia ist aufgrund seiner Unternehmensgröße und der damit beschränkten Finanzierungskraft häufig auf Entwicklungs- bzw. Finanzierungspartner angewiesen (siehe z.B. PVP-Hyperizin). Zulassungsanforderungen können zunehmen bzw. zusätzlicher Forschungsaufwand erforderlich werden.

- Nicht zufriedenstellend sehen wir die aktuelle Marktstellung bei den Kontrastmitteln. Nach Angaben des Unternehmens liegt der Marktanteil der Kontrastmittel in allen Bereichen unter 5% liegt. Im Bereich der Produktion ist die Abhängigkeit von einigen wenigen Großkunden zu kritisieren.

Der Erfolg des Unternehmens ist stark von der zukünftigen Entwicklung und der Fähigkeit von Sanochemia abhängig, die dargestellten Umsatzpotentiale im entsprechenden Zeitraum auch realisieren zu können. Festzustellen ist, dass die Fülle an neuen Kooperationen und konkreten Entwicklungsplänen für die einzelnen Produkte nicht von der Hand zu weisen sind. Auch dürfte eine relativ zeitnahe Realisierung möglich sein. Wie dargestellt soll z.B. Scanlux bereits in den nächsten zwei Jahren 5 Mio. € zusätzlichen Umsatz in den USA generieren. Die Zulassung von Viveo (Tolperision) auf dem türkischen Markt und ein dann zunehmendes Umsatzniveau soll ebenfalls bereits in knapp 18 Monaten erfolgreich abgeschlossen werden.

DISCLAIMER:

Hinweise zu Finanzanalysen gem. § 34b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. der Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

Die Lang & Schwarz Broker GmbH weist im Rahmen dieser Finanzanalyse explizit auf Interessenkonflikte gemäß der Punkte 2 und 3 hin.

Allgemeines

Die Finanzanalysen und Empfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) der Lang & Schwarz Broker GmbH werden nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die Lang & Schwarz Broker GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der Lang & Schwarz Broker GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Analysen sind nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Sie sind nicht zur Verteilung an private Investoren oder Privatkunden bestimmt.

Die Analysen dürfen, sofern sie in Großbritannien vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und dürfen an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden. Weder die Analysen noch Kopien hiervon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch dürfen sie an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Lang & Schwarz Broker GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die Lang & Schwarz Broker GmbH für zuverlässig hält. Die Lang & Schwarz Broker GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der Lang & Schwarz Broker GmbH für Schäden gleich welcher Art, und Lang & Schwarz Broker GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die Lang & Schwarz Broker GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die Lang & Schwarz Broker GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte

übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Das Ratingsystem der Lang & Schwarz Broker GmbH umfasst die Handlungsempfehlungen „Kaufen“, „Verkaufen“, „Attraktiv“, „Neutral“ und „Unattraktiv“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen.

Ratingstufen	Interpretation
Kaufen	Investition in unser Portfolio
Verkaufen	Desinvestition aus unserem Portfolio

Fundamentale Einschätzung zu Unternehmen, die nicht Bestandteil unseres Portfolios sind:

Attraktiv	Potential > +15%
Neutral	Weder attraktiv noch unattraktiv
Unattraktiv	Potential > -15%

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der Lang & Schwarz Broker GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die Lang & Schwarz Broker GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen.

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der Lang & Schwarz Broker GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der Lang & Schwarz Broker GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die Lang & Schwarz Broker GmbH oder die Lang & Schwarz-Gruppe tätigen und an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn:

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

Compliance

Die Lang & Schwarz Broker GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten der Bank überwacht.

Lang & Schwarz Broker GmbH

Die Geschäftsführung

Frankfurt, 19.04.2010