LB≡BW
Landesbank Baden-Württemberg

02. Februar 2009

Institutional Equity Research

Company

Flash

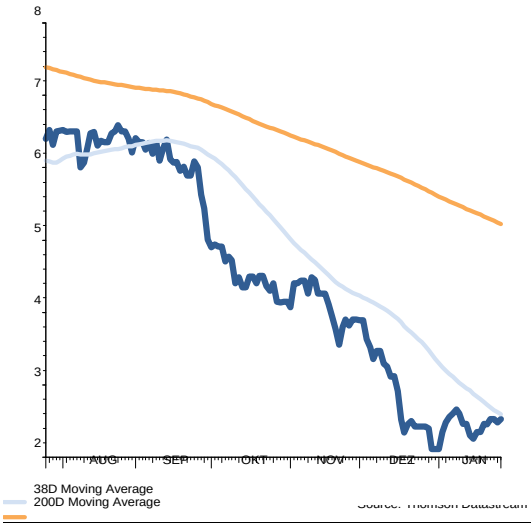
Sanochemia

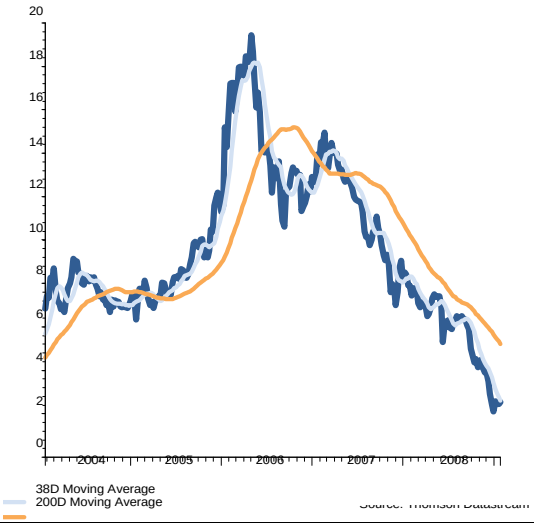
SANOCHEMIA Pharmazeutika AG
The Specialty Pharma Company

Rating	Verkaufen (Halten)

Gehe zurück auf Los

- Riskante Finanzgeschäfte belasten Ergebnis erneut
- Weitere Wertberichtigungen drohen
- US-Entwicklung von Tolperison auf Eis
- Nur geringes Wachstum in den nächsten Jahren





Bitte beachten Sie den Disclaimer und wichtige Offenlegungstatbestände im Anhang-1

LBBW
Landesbank Baden-Württemberg

Verkaufen

Kursziel: 2,30 €
Kurs: 2,53 €
30.01.09
17:35 h

Letztes Rating/ Kursz.:
Halten / 7,60 €
Letzte Analyse:
30.05.2008
S&P-Rating: n.a.
Pharma
Anzahl Aktien:
10,2 Mio.
Marktkapitalisierung:
25,7 Mio. €
Index: Classic All Share
Indexgewicht: 0,01 %
Beta: 1,60

Rechnungslegung:
IFRS
Kalender:
am
Dividende 2009e: 0,00
Div. Rendite 2009e:
0,00 %

ISIN: AT0000776307
Bloomberg: SAC GR
Reuters: SCPH.DE

Dr. Hanns Frohnmeyer
Dr. habil. rer. nat.
Investmentanalyst
Tel. +49 711 127-76533
Hanns.Frohnmeyer@LBBW.de

Equity Research

Landesbank Baden-Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

www.LBBW.de

Sanochemia

02.02.2009

Anlass: Finanzzahlenkommentierung GJ 2007/08

Ernüchterung nach vielen Fehlschlägen

Die Geschäftsjahreszahlen enttäuschten erneut. Im Produktionsbereich brach die Torasemid-Produktion ein und neue Produkte (MRLux, Viveo) glichen diese Einbussen nicht aus. Hohe Abschreibungen und die Auflösungen risikoreicher Finanzanlagen belasteten das Ergebnis. Die Guidance für 2009 (einstelliges Umsatzwachstum, Verbesserung der Profitabilität) erscheint realistisch. Wir sehen jedoch die Gefahr weiterer Rückschläge (schwaches Synthesegeschäft, weitere Wertberichtigungen aus Finanzanlagen, Verzögerungen in der Produktentwicklung und Zulassung). Wir senken daher das Kursziel von 7,60 € auf 2,30 € und das Rating von Halten auf Verkaufen.

Aktienkennzahlen	Gewinn je Aktie		EV/Umsatz	EV/EBITDA	KGV
	neu	bisher			
	€	€			
2006/07	**-0,49**	**-0,49**	0,7	10,9	n.m.
2007/08	**-0,37**	**-0,32**	0,7	5,7	n.m.
2008/09e	**0,04**	**0,10**	0,7	4,8	200,8
2009/10e	**0,14**	**0,32**	0,6	4,0	53,7

Unternehmens-zahlen	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBIT-Marge	Nettoergebnis
	T. €	T. €	T. €		T. €
2006/07	29.634	1.907	-5.501	n.m.	-5.006
2007/08	29.531	3.667	-1.225	n.m.	-3.709
2008/09e	30.771	4.362	208	0,7 %	373
2009/10e	33.848	5.263	1.540	4,5 %	1.393

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr platzten mehrere langfristige Hoffnungsträger von Sanochemia: Tolperison zeigte in der klinischen Phase II-Studie in den USA keine Wirkung als Muskelrelaxans bei Spasmen und Partner Avigen beendete die Zusammenarbeit. Auch das Projekt mit Countervail zur Entwicklung von Galantamin als Schutz vor chemischen Kampfstoffen scheiterte an Patentfragen. Die US-Zulassung von Scanlux verzögert sich weiter und erste Umsätze werden erst 2009/10 erwartet.
- Wir haben daher unsere Schätzungen überarbeitet und nur noch am bestehenden Geschäft orientiert: Bis 2012 ist ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 6,6 % (bisher 22 %) und ein EBITDA-Wachstum von 16,5 % (bisher 70 %) zu erwarten. Beim EBIT erscheint der Break-even im laufenden Geschäftsjahr möglich, die langfristige EBIT-Marge wurde jedoch von 16 % auf 8 % gesenkt.
- Auch im laufenden Geschäftsjahr droht eine Wertberichtigung von Forderungen gegenüber einem Finanzdienstleister, die mit 2,3 Mio. € höher als 2007/08 ausfallen und erneut für ein tiefrotes Ergebnis sorgen könnte.

Bewertung

Multiplikatorbewertung

		Kurs	EV/Umsatz		EV/EBITDA	
		30.01.2009	2008e	2009e	2008e	2009e
MORPHOSYS (XET)	€	16,15	3,1	2,8	10,6	9,8
EVOTEC (XET)	€	0,74	0,7	0,7	n.m.	n.m.
MEDIGENE (XET)	€	4,20	3,1	1,9	n.m.	n.m.
INTERCELL	€	24,99	13,1	12,3	121,6	83,6
LONZA GROUP	SF	108,30	1,9	1,8	7,6	6,7
PAIN THERAPEUTICS	USD	6,65	1,1	0,9	n.m.	n.m.
Mittelwert			**3,8**	**3,4**	**46,6**	**33,4**
Median			**2,5**	**1,9**	**10,6**	**9,8**
Sanochemia	€	2,53	0,7	0,6	4,8	4,0
Auf-/Abschlag zur Peer-Group (Median)			*-73,1%*	*-67,0%*	*-55,2%*	*-59,6%*

Quelle: LBBW, I/B/E/S

Peer-Group nur als Indikation

- Der Bewertungsvergleich basiert auf dem Multiplikator EV/Umsatz. Auf Basis der Medianwerte für 2009 ergibt sich ein fairer Wert von 5,97 € je Aktie. Der Umsatzvergleich mit der Peer-Gruppe weist auf eine Unterbewertung der Aktie hin. Er wird auf Grund der schwachen Performance und heterogenen Vergleichsgruppe aber nicht zur Bewertung hinzugezogen. Der EV/EBITDA-Multiplikator wird auf Grund der geringen Zahl an Vergleichswerten nicht berücksichtigt.

Discounted Cashflow-Bewertung

- Unser DCF-Modell geht von folgenden Grundannahmen aus

Kalkulationsgrundlagen	%	Durchschnittswerte (in %)	
Ziel Eigenkapital (nach Marktwert)	75	Umsatzwachstum	6,0
Ziel Fremdkapital	25	Operative Gewinnmarge	8,0
Risikofreier Zinssatz	3,3	Steuerquote	25,0
Marktrisikoprämie	6,6	Rückstellungen	7,2
Unternehmensaufschlag	4,5	Abschreibungsquote	8,6
Beta (abs)	1,6	Investitionsquote	9,0
WACC	11,8	Working-Capital-Quote	20,0
		Nachhaltiges Wachstum	1,0

Quelle: LBBW

- Zur Bewertung des Konzerns über die Diskontierung zukünftiger Cashflows wird der Entity-Ansatz genutzt. Dabei liegen dem Modell unsere detaillierten Prognosen bis zum Jahr 2011/12 zugrunde. In der zweiten Phase bis 2016/17 werden die Free Cashflows über Werttreiber ermittelt.

WACC von 10,3 % auf 11,8 % erhöht

- Gegenüber unserer letzten Analyse vom Mai 2008 erhöht sich der WACC um 150 Basispunkte auf 11,8 %. Die Marktrisikoprämie steigt um 150 Punkte und der risikofreie Zinssatz sinkt um 70 Basispunkte. Auf Grund der unsicheren Geschäftsaussichten in einem konjunkturell schwierigen Umfeld erhöhen wir zudem den Unternehmensaufschlag von 2,5 % auf 4,5 %.

Langfristerwartungen reduziert

- Das langfristige Umsatzwachstum wurde auf Grund der Verzögerungen und der deutlich gesenkten Erwartungen von 10,0 % auf 6,0 % gesenkt. Da die erfolgreiche Vermarktung eigener Medikamente zur Zeit nicht absehbar erscheint wird zudem die EBIT-Marge von 16,1 % auf 8,0 % gesenkt, die bei Kombination von Diagnostik und Synthesegeschäft langfristig erreichbar scheint.

- Auf Grundlage einer fünfjährigen Detail- und einer fünfjährigen auf Wachstumstreiber gestützten Planung stellt sich die DCF-Rechnung wie folgt dar.

Free Cashflow (Tsd. €)	2008/09e	2009/10e	2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e	2017/18e
Umsatz	**30 771**	**33 848**	**35 879**	**38 068**	**40 390**	**42 814**	**45 382**	**48 105**	**50 992**	**54 051**
y-o-y	*4,2%*	*10,0%*	*6,0%*	*6,1%*	*6,1%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*
EBIT	**208**	**1 540**	**2 315**	**2 863**	**3 231**	**3 425**	**3 631**	**3 848**	**4 079**	**4 324**
EBIT-Marge	*0,7%*	*4,5%*	*6,5%*	*7,5%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*
- EE-Steuern auf das EBIT	124	464	665	810	840	856	908	962	1 020	1 081
Steuerquote	*59,8%*	*30,1%*	*28,7%*	*28,3%*	*26,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*
+ Abschreibungen	4 154	3 723	3 798	3 874	3 798	3 853	4 084	4 329	4 079	4 324
Abschreibungsquote	*13,5%*	*11,0%*	*10,6%*	*10,2%*	*9,4%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*8,0%*	*8,0%*
Rückstellungen	2 839	2 983	3 141	3 315	3 315	3 425	3 177	3 367	3 569	3 784
Rückstellungsquote	*9,2%*	*8,8%*	*8,8%*	*8,7%*	*8,2%*	*8,0%*	*7,0%*	*7,0%*	*7,0%*	*7,0%*
+ Delta Rückstellungen	666	144	158	174	0	110	- 248	191	202	214
= Operativer Cashflow	**4 904**	**4 943**	**5 605**	**6 100**	**6 189**	**6 532**	**6 559**	**7 406**	**7 341**	**7 781**
- Investitionen SA + Imm. Vermggst.	3 077	3 385	3 588	3 807	3 635	3 853	4 084	4 329	4 589	4 865
Investitionsquote	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*10,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*
Net Working Capital	7 099	6 739	6 365	7 027	8 482	8 563	9 076	9 621	10 198	10 810
Working Capital-Quote	*23,1%*	*19,9%*	*17,7%*	*18,5%*	*21,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*
- Delta Working Capital	273	- 360	- 374	662	1 455	81	514	545	577	612
= Free Cashflow	**1 554**	**1 918**	**2 392**	**1 631**	**1 099**	**2 598**	**1 961**	**2 532**	**2 174**	**2 305**
Present value	**1 446**	**1 601**	**1 790**	**1 094**	**661**	**1 401**	**948**	**1 098**	**845**	**803**

- Diese Planung, sowie ein unterstelltes terminales Wachstum von 1 %, führen zu einem Wert des Eigenkapitals, der mit 22,8 Mio. € bzw. 2,25 € je Aktie 71 % unter dem Wert aus der letzten Analyse liegt.

Ermittlung des Werts je Aktie (Mio. €)

Barwert Free Cash Flow Planungsjahre	11,7
+ Barwert Terminal Value	7,9
= Enterprise Value	**19,5**
Anteil des TV am EV	*40,2%*
- Nettoverschuldung	-4,9
- Anteile Dritter	0,3
- Pensionsrückstellungen	1,3
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
= Wert des Eigenkapitals	**22,8**
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,2
= Fairer Wert je Aktie (€)	**2,25**

Quelle: LBBW

- Gewichtet man die beiden Bewertungsansätze gleich, so würde sich ein fairer Wert je Aktie von 4,11 € errechnen.

Kursziel 2,30 €

- Auf Grund der geringen Aussagekraft des Peer-Group-Vergleichs orientieren wir uns am DCF-Modell und legen das neue Kursziel auf 2,30 € fest.

Empfehlung

2008/09 nur geringes Umsatzwachstum

Weitere Verluste drohen

Produkteinführungen erst am Jahresende

- Sanochemia hat mit dem erneuten Jahresverlust, der sich auf Grund von Wertberichtigungen aus Derivatgeschäften gegenüber den vorläufigen Zahlen um weitere 2 Mio. € erhöhte, viel Vertrauen verspielt. Für das laufende Geschäftsjahr könnten weitere Verluste aus risikoreichen Finanzanlagen anfallen. Operativ soll der Umsatz im hohen einstelligen Bereich zulegen und ein ausgeglichenes EBIT erreicht werden. Wir erwarten ein Umsatzwachstum von 4,2 %: Obgleich für Scanlux und Tolperison regionale Zulassungsanträge eingereicht wurden, erscheinen deren Vermarktungsstarts im laufenden Geschäftsjahr unwahrscheinlich. Zudem steht das Synthesegeschäft weiterhin unter Druck. Durch rigide Kostenkontrolle könnte ein ausgeglichenes EBIT erreicht werden.

Verkaufen

- Wir sehen auf Sicht von 6 Monaten kein Upside-Potenzial für die Aktie und senken unser Rating auf Verkaufen mit Kursziel 2,30 €.

Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007/08

Ergebnis 2007/08:

	2007/8	Vorjahr	Δ in %	LBBWe
Umsatz (in Mio. €)	**29,5**	**29,6**	**-0,3**	**27,8**
EBIT (in Mio. €)	**-1,2**	**-5,5**	**n.m.**	**-1,6**
Überschuss (in Mio. €)	**-3,7**	**-5,0**	**n.m.**	**-3,3**
Gewinn je Aktie (in €)	**-0,37**	**-0,49**	**n.m.**	**-0,32**

Quelle: LBBW Research

Milestone rettet Umsatzziel

- Der Umsatz war gegenüber dem Vorjahr fast unverändert, da geringere Umsätze im Segment Produktion durch einen Milestone in Höhe von 1,6 Mio. € annähernd ausgeglichen wurden. Wir hatten die Verbuchung erst in Q1 erwartet.

EBIT trotz Kostensenkungen von Abschreibungen stark belastet

- Der EBIT-Verlust verringerte sich 78 % auf - 1,2 Mio. €. Zum einen belasteten im Vorjahr hohe Abschreibungen der Alcasynn, zum anderen konnten in diesem Jahr die Kosten (Materialaufwand: -2,2 Mio. €; F&E-Aufwendungen: – 5 Mio. €) gesenkt werden. Die Abschreibungen stiegen jedoch auf 4,9 Mio. €.

Weiterhin risikoreiche Finanzgeschäfte

Hohe Verluste

Weitere Wertberichtigungen drohen

- Das Finanzergebnis sorgte erneut für hohe Verluste, obgleich Sanochemia seit über einem Jahr versichert, die hochriskanten Finanzgeschäfte aufzulösen. In der Summe stand ein Verlust von 1,4 Mio. € aus Devisengeschäften und von 2,0 Mio. € aus nicht näher beschriebenen Währungsverlusten zu Buche. Laut Sanochemia hat sich ein beauftragter Finanzdienstleister nicht an das vereinbarte Stop-Loss-Limit gehalten und verursachte dadurch einen Schaden von 6 Mio. €. Laut Vorstand sind noch 4 Mio. € in den nächsten Jahren anhängig und es ist unsicher, ob der Dienstleister für den Schaden aufkommen kann.

Segmentumsatz

		Human-pharmazeutika	%	Produktion	%	F&E	%	Sonstiges	Konzern-umsatz
Segmentumsatz in Tsd. €	**2001/02**	13.039	*54,3*	9.088	*37,9*	1.427	*5,9*	440	23.993
	2002/03	12.387	*66,4*	8.298	*44,5*	142	*0,8*	-2.160	18.667
	2003/04	12.294	*47,7*	20.364	*78,9*	58	*0,2*	-6.918	25.798
	2004/05	11.487	*39,7*	21.931	*75,8*	4	*0,0*	-4.495	28.927
	2005/06	12.274	*40,5*	21.114	*69,7*	2.452	*8,1*	-5.545	30.295
	2006/07	13.097	*44,2*	22.232	*75,0*	53	*0,2*	-5.748	29.634
	2007/08	14.787	*50,1*	12.605	*42,7*	2.139	*7,2*	0	29.531

		Human-pharmazeutika	%	Produktion	%	F&E	%	Sonstiges	Konzern-EBIT
Segment-EBIT in Tsd. €	**2001/02**	-1.883	*n.m.*	5.031	*55,4*	-2.107	*n.m.*	-2.622	**-1.581**
	2002/03	-1.730	*n.m.*	3.853	*46,4*	-3.759	*n.m.*	-3.639	**-5.275**
	2003/04	-1.654	*n.m.*	4.823	*23,7*	-1.941	*n.m.*	-2.878	**-1.650**
	2004/05	449	*3,9*	7.561	*34,5*	-2.105	*n.m.*	-2.415	**3.490**
	2005/06	1.099	*9,0*	3.283	*15,5*	-1.023	*n.m.*	-3.199	**3.775**
	2006/07	1.713	*13,1*	2.212	*9,9*	-5.056	*n.m.*	-4.370	**-5.501**
	2007/08	2.223	*15,0*	-321	*n.m.*	-258	*n.m.*	-2.869	**-1.225**

Quelle: Sanochemia, LBBW

Humanpharmazeutika erreichen 50 % Umsatzanteil

- Operativ nahm die Bedeutung der Humanpharmazeutika mit 50,1 % Umsatzanteil weiter zu und wurde durch den Vermarktungsstart von Viveo mit 1,3 Mio. € gestützt. Dagegen fiel der Umsatzanteil in der Produktion von 75 % auf 42,7 % (davon Synthese 31 %), da die Torasemid-Produktion einbrach (nur noch Chargenproduktion für Einzelkunden). Milestones für Lizenzierungen von Tolperison in einigen Ländern (z.B. Griechenland) und für die PPA-freie Formulierung des Wirkstoffes trugen mit 2,1 Mio. € zum Umsatz bei.

Humanpharmazeutika erreichen 15 % Marge

- Die operative Marge erreichte bei Humanpharmazeutika 15 %. Dagegen brach die ehemals starke Marge in der Produktion nach Ende der Torasemid-

Produktion und nach der Neuverhandlung des Galantamin-Vertrags ein und rutschte erstmals in die Verlustzone. Die Marge erholte sich nach dem defizitären Q1 im Jahresverlauf wieder und stieg in Q4 auf 13,2 %.

Ausblick

Finanzprognose für 2008/09

Hohes einstelliges Umsatzwachstum + EBIT break-even

- Im laufenden Geschäftsjahr erwartet Sanochemia eine Steigerung der Gesamterlöse im hohen einstelligen Bereich und eine deutlich gesteigerte Ertragskraft. Ziel ist es den EBIT-Verlust zu egalisieren.

LBBW: 4 % Umsatzuwachs

Weitere Wertberichtigungen drohen

- Wir erwarten ein Umsatzwachstum von 4,2 % und ein leicht positives operatives Ergebnis. Während die Synthese-Umsätze weiter rückläufig sein dürften, sollten Scanlux, Viveo und MR-Lux dies kompensieren können. Kostenseitig erwarten wir geringere Abschreibungen und Einsparmassnahmen. Allerdings besteht auch in diesem Jahr die Gefahr, dass erneut Wertberichtigungen in Höhe von mindestens 2 Mio. € vorgenommen werden müssen, die das Nettoergebnis in die tiefroten Zahlen treiben würden.

Umsatzerwartungen Produkte

Mio. €	2007/08		2008/09e		2009/10e		2010/11e		2011/12e	
Galantamin	7,8	26,4%	7,7	25,1%	7,5	22,2%	6	16,8%	4	10,5%
Torasemid	1,5	5,1%	0,5	1,6%	0,2	0,6%	0	0,0%	0	0,0%
Sonstiges	1,5	5,1%	1,5	4,9%	0,8	2,4%	0,5	1,4%	0	0,0%
Scanlux	8,3	28,1%	10,4	33,9%	13,1	38,8%	16	44,7%	18,5	48,7%
Gastrolux	3,1	10,5%	3,3	10,7%	3,6	10,7%	4	11,2%	4,5	11,8%
Viveo	1,3	4,4%	2,2	7,2%	3	8,9%	3,5	9,8%	4,5	11,8%
MR Lux	0,7	2,4%	1,3	4,2%	1,3	3,8%	1,6	4,5%	2	5,3%
Secrelux	0,8	2,7%	1	3,3%	1,3	3,8%	1,4	3,9%	1,5	3,9%
Andere	2,4	8,1%	2,8	9,1%	3	8,9%	2,8	7,8%	3	7,9%
Milestones	2,1	7,1%	0	0,0%	0	0,0%		0,0%		0,0%
Summe	**29,5**		**30,7**		**33,8**		**35,8**		**38**	

Prognose für die Folgejahre

2009/10 mit höherem Umsatzwachstum

LBBW: 10% Wachstum möglich

- Auch 2009/10 soll der Umsatz im hohen einstelligen Bereich zulegen. Wir halten den Vermarktungsstart von Viveo und MR-Lux in europäischen Ländern, sowie von Scanlux in den USA für wahrscheinlich und erwarten ein Umsatzwachstum von 10 %, da weiterhin rückläufige Umsätze im Synthesebereich kompensiert werden müssen.

Stand der Produktentwicklungen

- Sanochemia will primär mit Humanpharmazeutika Wachstum generieren:

Scanlux

Markteintritt USA verschiebt sich auf Ende 2009

- **Scanlux** wird in 37 Ländern vermarktet und ist mit 8 Mio. € Umsatz das wichtigste Diagnostikum von Sanochemia. Die US-Zulassung verzögert sich seit über einem Jahr und soll nun in diesem Geschäftsjahr erfolgen. Nach Angaben des Managements fehlen noch Stabilitätsdaten. Der für Ende 2009 geplante Vermarktungsstart soll erfolgen, wenn beide Formulierungen zugelassen sind. Weitere Zulassungen sind für Osteuropa und arabische Märkte eingereicht. Das Produkt ist aus unserer Sicht Sanochemias wichtigster Wachstumstreiber. 3 Jahre nach der US-Zulassung sind 8 Mio. € zusätzlicher Umsatz eingeplant.

Tolperison:

Anträge in europäischen Ländern

- Das Muskelrelaxans **Tolperison** soll in Deutschland als Viveo weiter Marktanteile (nach einem Jahr 13 %) gewinnen und einen Umsatz von 2 Mio. € (LBBWe: 2,2) erreichen. Sanochemia hat Zulassungsanträge für Griechenland, Spanien, Portugal, Italien und Österreich (Markenname Agileo) eingereicht und will dort über Partner vermarkten. Orion Pharma reichte Zulassungsanträge in Skandinavien, der Schweiz und dem Baltikum (Tolcare) ein. Die Zulassungen könnten

Vermarktungsstart 09/10e

Unklarheit über die Schweiz

Fehlende Wirksamkeit in Phase II

in diesem Geschäftsjahr erfolgen und ab nächstes Jahr Umsatz generieren. Über den seit über 2 Jahren laufenden Zulassungsantrag Sanochemias in der Schweiz wurden keine Angaben gemacht. Wir berücksichtigen in den nächsten Jahren stetiges, organisches Wachstum von Tolperison (=Viveo), aber keine Zahlungen aus potenziellen Partnerschaften mehr wie bisher. Zudem könnte sich die fehlende Wirksamkeit im Rahmen der Phase II-Studie von Ex-Partner Avidex negativ auf die europäischen Zulassungen und die Partnersuche in den USA auswirken.

MR-Lux

Anträge in 13 Ländern

Vermarktungsstart 09/10e

- Nach der Markteinführung des generischen Kontrastmittels **MR-Lux** in Deutschland wurden Zulassungsanträge in 13 europäischen Ländern (im Sept. 2008) eingereicht. Wir halten erste Zulassungen im laufenden Geschäftsjahr für möglich, Erlöse dürften in diesen Regionen aber erst nächstes Jahr fließen. In den USA ist eine Zulassung erst nach dem Ablauf des Schering-Patents in 2011möglich.

Secrelux als Nischenprodukt

Langer Weg für PV-Hyperizin

- Das Nischenprodukt **Secrelux** ist in Deutschland zugelassen, und wird in einigen Ländern auf Basis des „Named Patient Use“ eingesetzt (Umsatz 0,8 Mio. €). Zulassungen in weiteren Ländern werden ebenso angestrebt wie die Zulassungserweiterung für CT, MRCP und Sonographie. **PVP-Hyperizin**, das am weitesten fortgeschrittene F&E-Projekt, wird nach Erhalt eines US-Patents für die Herstellung der Formulierung und deren Verwendung in der Diagnostik und Therapie von Harnblasenkarzinomen weiterentwickelt und soll auslizenziert werden.

Galantamin ohne Wachstum

- Für das Hauptprodukt in der Synthese, **Galantamin**, geht Sanochemia von einer stabilen Umsatzentwicklung aus. Der Markt für Alzheimer-Therapien wächst und der Kooperationsvertrags mit Janssen läuft bis 2014.

Neue Produktionsanlage erst langfristig interessant

- Mit einer neuen Produktionsanlage für hochspezifische Wirkstoffe (**HAPI**) sollen weitere Kunden für die Auftragsproduktion (z.B. Morphine) gewonnen werden. Derzeit werden 2 Projekte in einer frühen Phase entwickelt. Mit einem Produktionsstart ist in 3 bis 4 Jahren zu rechnen.

Prognose für erstes Quartal moderat

- Im ersten Quartal (31.12.2008) dürften aufgrund volatiler Auftragseingänge erneut keine Umsatzerlöse für synthetisches Galantamin– so wie im Vorjahr auch – angefallen sein. Im Segment Synthese dürften dadurch nur geringe Einnahmen verbucht werden. Daher ist ein operativer Verlust zu erwarten.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in Tsd. €)	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e
Umsatzerlöse	**29.634**	**29.531**	**30.771**	**33.848**
Änderung p.a.	*-2,2 %*	*-0,3 %*	*4,2 %*	*10,0 %*
Bestandsveränderungen/change in inventory	703	-704	0	0
Aktivierte Eigenleistungen/Own work capitalized	2.969	1.389	1.583	1.868
Auflösung der Investitionszuschüsse	153	177	200	0
Sonstige Erträge	3.973	3.547	3.902	4.292
Betriebsleistung /Operating performance	**37.432**	**33.940**	**36.456**	40.009
Änderung p.a.	*4,1%*	*-9,3%*	*7,4%*	*9,7 %*
Materialaufwand und Aufwendungen für bezogen Leistungen	**13.027**	**10.775**	**12.309**	**13.201**
Rohertrag	**24.405**	**23.165**	**24.148**	**26.808**
Änderung p.a.	*-6,5 %*	*-5,1 %*	***4,2 %***	*11,0 %*
Rohmarge	***82,4 %***	***78,4 %***	***78,5 %***	*79,2 %*
Personalaufwand	9.842	9.052	9.016	9.748
Sonstige betriebliche Aufwendungen	12.656	10.446	10.770	11.796
Gesamtaufwand	**22.498**	**19.498**	**19.786**	**21.545**
EBITDA	**1.907**	**3.667**	**4.362**	**5.263**
Änderung p.a.	*-68,1 %*	*92,3 %*	***19,0 %***	*20,7 %*
EBITDA-Marge	***6,4 %***	***12,4 %***	***14,2 %***	*15,5 %*
Abschreibungen	3.693	4.892	4.154	3.723
EBIT /Operating result	**-5.501**	**-1.225**	**208**	**1.540**
Änderung p.a.	*-349,4 %*	*-77,7 %*	***0,0 %***	*640,9 %*
EBIT-Marge	***-18,6 %***	***-4,1 %***	***0,7 %***	*4,5 %*
Zinsaufwendungen	-853	-1.079	-1.036	-1.088
Zinserträge	1.336	1.366	1.325	1.405
sonstiges Finanzergebnis	14	-3.086	0	0
Zinsergebnis	**497**	**-2.799**	**289**	**317**
Vorsteuerergebnis	**-5.004**	**-4.024**	**497**	**1.857**
Änderung p.a.	*-234,4 %*	*-19,6 %*	*-112,4 %*	*273,6 %*
Steuern	-2	315	-124	-464
Ergebnis nach Steuern	**-5.006**	**-3.709**	**373**	**1.393**
Änderung p.a.	*-269,3 %*	*-25,9 %*	*-110,1 %*	*273,6 %*
Umsatzrendite	***-16,9 %***	***-12,6 %***	*1,2 %*	*4,1 %*
Gewichtete Aktienanzahl	**10.156**	**10.156**	**10.156**	**10.156**
Ergebnis je Aktie verwässert (€), vor Minorities	**-0,44**	**-0,34**	**0,07**	**0,17**
Ergebnis je Aktie verwässert (€); nach Minorities	**-0,49**	**-0,37**	**0,04**	**0,14**

Bilanz (Tsd. €)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09e	2009/10e
Aktiva	**104.583**	**97.846**	**88.868**	**91.924**	**92.598**
Geschäfts- oder Firmenwert	3.391	3.391	3.391	3.391	3.391
Übrige Immaterielle Vermögenswerte	18.259	19.827	18.565	17.504	16.508
Sachanlagen	16.277	17.634	17.799	18.333	18.883
Finanzanlagen	0	0	2.346	0	0
Sonstiges Anlagevermögen	5.839	0	676	0	0
Anlagevermögen	**43.766**	**40.852**	**42.777**	**39.228**	**38.782**
Vorräte	8.193	9.753	8.783	9.046	9.499
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10.503	3.890	5.519	5.740	6.210
Sonstige Forderungen und Vermögenswerte	9.790	7.230	6.737	11.622	10.999
Liquide Mittel	32.331	36.121	25.052	26.288	27.107
Umlaufvermögen	**60.817**	**56.994**	**46.091**	**52.696**	**53.815**
Passiva	**104.583**	**97.846**	**88.868**	**91.924**	**92.598**
Eigenkapital	62.519	57.919	54.109	54.417	54.717
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Pensionsrückstellungen	834	1.167	1.308	1.439	1.583
Sonstige Rückstellungen	14.468	11.474	5.828	6.413	7.223
Finanzverbindlichkeiten	19.065	21.769	20.153	20.717	22.098
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistunger	3.533	3.615	5.034	5.245	5.770
Sonstige Verbindlichkeiten	4.164	1.902	2.436	3.692	1.207

Quelle: Sanochemia,LBBW

Anhang-1

Die LBBW unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die LBBW verwendet ein dreistufiges, absolutes Aktienrating-System. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden: Kaufen: Das Kurspotenzial der Aktie beträgt mindestens 10 %. Halten: Das Kurspotenzial der Aktie liegt zwischen 0 % bis 10 %. Verkaufen: Es wird eine negative Kursentwicklung der Aktie erwartet. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 6 Monaten.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW		
Kaufen	Halten	Verkaufen
48,8%	33,2%	18,0%

Rating-Chronik

Datum	Rating
21.11.2007	Halten
15.09.2006	Kaufen

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben