

Sanochemia

Reuters: SACG.DE

Bloomberg: SAC:GR

Starke Kontraste im Portfolio

Pharmaspezialist in interessanten Nischen

Sanochemia Pharmazeutika ist ein vertikal integriertes Specialty-Pharma-Unternehmen, dessen Stärken in einer hochqualitativen Abdeckung der wesentlichen Stufen der Wertschöpfungskette liegen. Produktschwerpunkte im Bereich Humanpharmazeutika sind ein umfassendes Portfolio von Kontrastmitteln für die bildgebende Diagnostik und Therapeutika für Indikationsgebiete mit hohem therapeutischem Anspruch wie Neurodegeneration und Schmerz. Entwicklungsschwerpunkte liegen v. a. in der Onkologie bzw. der photodynamischen Diagnose von Blasenkarzinomen und der Diagnose von Pankreaserkrankungen. Im Bereich Veterinärpharmazeutika, in dem Sanochemia seit 2011 tätig ist, werden insbesondere postoperative Schmerzmittel und biologische Präparate zur Fertilitätssteigerung bei Haus- und Nutztieren produziert und vertrieben.

Eintritt in wachstumsstarke Regionen

In Europa hält Sanochemia nach eigenen Angaben einen Marktanteil bei radiologischen Diagnostika von etwa 5,0%. Zentrales Element der Unternehmensstrategie ist die Internationalisierung des Kontrastmittelgeschäfts, insbesondere der Markteintritt in die USA und eine steigende Präsenz in den wachstumsstarken „Pharmerging Markets“. Den Marktzutritt in diese Länder erreicht Sanochemia sowohl über Partnerschaften als auch über eigene Niederlassungen. So öffnet die vor kurzem erteilte offizielle US-Zulassung der Produktionsanlagen im burgenländischen Neufeld nicht nur den Zugang zum bedeutendsten Pharmamarkt der Welt, sondern dürfte aufgrund der bekannt strengen Kontrollen der FDA auch den Markteintritt in anderen Ländern erleichtern.

Finanzperformance Q1/2013/14 und Ausblick

Mit Umsätzen von EUR 6,1 Mio. (Q1/2013/14, 30.09.) liegt Sanochemia in der Spur, unsere Gesamtjahresprognosen von EUR 35,0 Mio. (+5,2% YoY) zu erreichen. Im kommenden Jahr rechnen wir mit einer wachsenden Dynamik. Auf Segmentebene erwarten wir, dass der Bereich Humanpharmazeutika durch neue Zulassungen, den Eintritt in den US-Markt und eine wachsende Präsenz in den Pharmerging Markets an Bedeutung gewinnen wird. Beim EBT rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung der Ertragslage und der Rückkehr in die Gewinnzone in 2014/15e.

Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 3,00

Unser Kursziel von EUR 3,00 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells, das von Peer-group-Multiplikatoren unterstützt wird. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 1,79 ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 67,6%. Wir nehmen die Sanochemia-Aktie daher mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

Schwächen und Risiken

Wir sehen die folgenden Risiken für das Erreichen unseres Kurszieles: (1) Verzögerung des Markteintritts in die Pharmerging Markets durch ein Wiederaufflammen der politischen Unruhen („Arabellion“); (2) unerwartete Kostenbelastungen durch steigende Rohstoffpreise (v. a. von Iod); (3) mögliche Belastungen durch das Auslaufen des Patentschutzes bei Galantamin.

Rating: Buy Risiko: Hoch

Kurs: EUR 1,79

Kursziel: EUR 3,00

WKN/ISIN: 919963/AT0000776307

Indizes: DAX Pharma & Healthcare, Entry All Share

Transparenzlevel: Entry Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 12,9 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 23,0 Mio.

Handelsvolumen/Tag: ~15.000 Stück

Hauptversammlung: 13.03.2014

EUR Mio. (30/09)	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Nettoumsatz	30,2	33,3	35,0	39,0
EBITDA	2,8	3,4	3,6	4,2
EBIT	-0,7	0,2	0,7	1,4
EBT	-1,2	-0,7	-0,2	0,6
EAT	-1,4	-1,2	-0,2	0,5

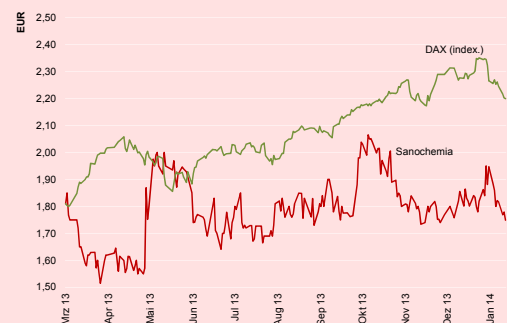
% vom Umsatz	11/12	12/13	13/14e	14/15e
EBITDA	9,4	10,3	10,4	10,6
EBIT	-2,3	0,7	2,0	3,7
EBT	-4,0	-2,1	-0,5	1,4
EAT	-4,7	-3,7	-0,5	1,3

Je Aktie/EUR	11/12	12/13	13/14e	14/15e
EPS	-0,13	-0,09	-0,01	0,04
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	4,24	3,93	3,92	3,96
Cashflow	0,19	0,19	0,21	0,25

%	11/12	12/13	13/14e	14/15e
EK-Quote	68,6%	66,4%	66,5%	66,1%
Gearing	21,9%	26,6%	24,1%	22,8%

x	11/12	12/13	13/14e	14/15e
KGV	n/a	n/a	n/a	45,2
EV/Umsatz	1,17	1,15	1,05	0,93
EV/EBIT	n/a	170,4	52,2	25,1
KBV	0,4	0,5	0,5	0,5

EUR Mio.	13/14e	14/15e
Guidance: Umsatz	-	-
Guidance: EBITDA	-	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (152) 31764553

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Susanne Hasler, CFA

+ 49 (89) 74443558 / +49 (176) 24605266

susanne.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary.....	3
Business Profile.....	4
Aktienperformance und -volatilität	5
Valuation	6
Kursziel EUR 3,00 je Aktie – Buy	7
Anleihebedingungen im Überblick	13
Starke Kontraste im Portfolio	14
Internationalisierung der Marktpräsenz	25
Unternehmensgeschichte	28
Aktionärsstruktur und Kursperformance	30
Strukturwandel im Pharmamarkt	33
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken.....	36
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen.....	39
Gewinn- und Verlustrechnung	44
Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)	46
Bilanz.....	48
Normalisierte Bilanz.....	52
Cashflow-Statement	56
Segmente	58
Regionen	60
Auf einen Blick.....	62
DCF-Modell	66

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

In vier Geschäftsbereichen vertreten

Hauptprodukte im Bereich der Humanpharmazeutika sind Imaging-Produkte (Kontrastmittel für Radiologie und MRT), In-vitro-Diagnostika sowie ein von Sanochemia weiterentwickeltes Muskelrelaxans. Im Bereich der Veterinärpharmazeutika hat sich Sanochemia auf Präparate zur Fertilitätssteigerung, Stoffwechselerkrankungen und Schmerzlinderung nach Operationen fokussiert. Im Bereich Produktion übernimmt das Unternehmen die Wirkstoffsynthese- und pharmazeutische Produktion auch für Dritte und konzentriert sich im Bereich F&E auf Krebsdiagnostika, die Entwicklung einer verbesserten MRT-Diagnostik sowie auf sinnvolle Ergänzungen im veterinärpharmazeutischen Bereich.

Vorteile des Geschäftsmodells

Sanochemia ist auf die weniger kapitalintensiven Teile der pharmazeutischen Wertschöpfungskette ausgerichtet und konzentriert sich auf ausgewählte Schwerpunktentwicklungen: Von Biotechunternehmen lizenziert oder erwirbt Sanochemia aussichtsreiche Wirkstoffkandidaten und entwickelt diese zur Marktreife weiter oder entwickelt neue Therapeutika und Diagnostika aus bereits bekannten und im Einsatz befindlichen Wirkstoffen, indem diese mit neuen Darreichungsformen für neue Indikationen erschlossen werden. Auf eine breit angelegte und kapitalintensive Grundlagenforschung wird dagegen verzichtet. Die für die bearbeiteten Indikationsfelder (derzeit Schmerz und Onkologie) erforderliche Kompetenz wird im Einzelfall durch wissenschaftliche Kooperationen sichergestellt.

Vor dem Einstieg in den US-amerikanischen Pharmamarkt

Mit einem Umsatzanteil von lediglich 1,0% ist Sanochemia auf dem US-Markt praktisch nicht präsent. Dies soll sich in den kommenden Monaten ändern: Nach der kürzlich erfolgten Zulassung der Produktionsanlagen ist vorgesehen, dass Sanochemia insbesondere seine beiden wichtigsten Kontrastmittel, Scanlux und MR-Lux, im kommenden Geschäftsjahr auch auf dem größten Pharmamarkt der Welt vertreiben wird.

Finanzprognose 2013/13e und 2014/15e

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir Umsätze von EUR 35,0 Mio. (+5,2% YoY) und ein EBITDA von EUR 3,6 Mio. (+6,5% YoY). Für 2014/15e rechnen wir mit Umsätzen von EUR 39,0 Mio. und einem EBITDA in Höhe von EUR 4,2 Mio. (+13,8% YoY). Grundlagen für diesen Ergebnisanstieg sind die geplante Erweiterung der weltweiten Aktivitäten über Kooperationspartnerschaften, die steigende Auslastung der Produktionskapazitäten und die damit verbundene Verbesserung der eigenen Wertschöpfung sowie leicht rückläufige Rohstoffpreise. Damit sollte Sanochemia ab 2014/15e auch ein positives Nachsteuerergebnis erwirtschaften.

Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 3,00

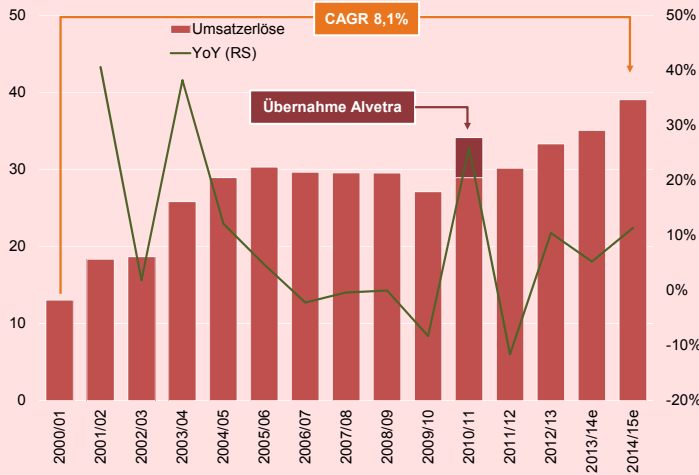
Wir bewerten die Sanochemia-Aktie anhand eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells sowie anhand von Peergroup-Multiples. Aus dem DCF-Modell errechnen wir ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie. Dieses Kursziel wird unterstützt durch ein marktorientiertes Peergroup-Verfahren, in das deutsche Pharmaunternehmen eingehen und aus dem sich auf Basis der annualisierten 2014er Gewinnschätzungen ein Kursziel von EUR 3,20 je Aktie ergibt. Gemessen am gestrigen Schlusskurs von EUR 1,79 beträgt das Kurspotential daher rund 67,6%. Infolgedessen nehmen wir die Aktien der Sanochemia AG mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Bei Erreichen unseres Kursziels wäre die Aktie mit 1,33x EV/Umsatz 2014/15e (aktuell 0,93x) bewertet.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir insbesondere folgende Risiken: (1) Verzögerung des Markteintritts in die Pharmering Markets durch ein Wiederaufflammen der Arabellion oder anderer regionaler Konflikte; (2) unerwartete Kostenbelastungen durch steigende Rohstoffpreise, z. B. für Iod, das für Kontrastmittel eine hohe Bedeutung hat; (3) mögliche Belastungen durch das Auslaufen des Patentschutzes bei Galantamin.

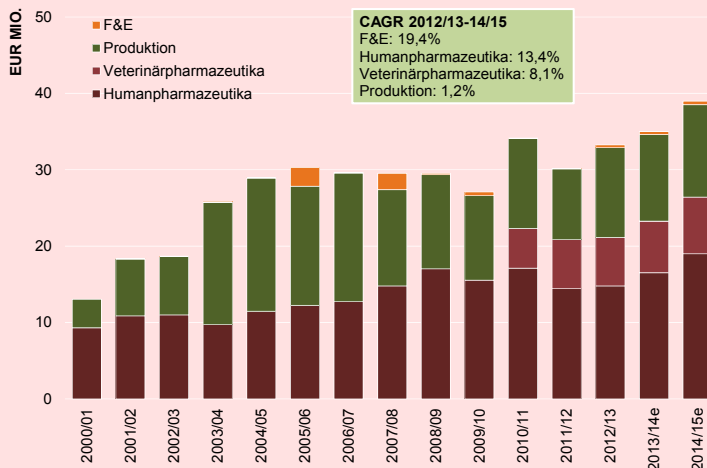
Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



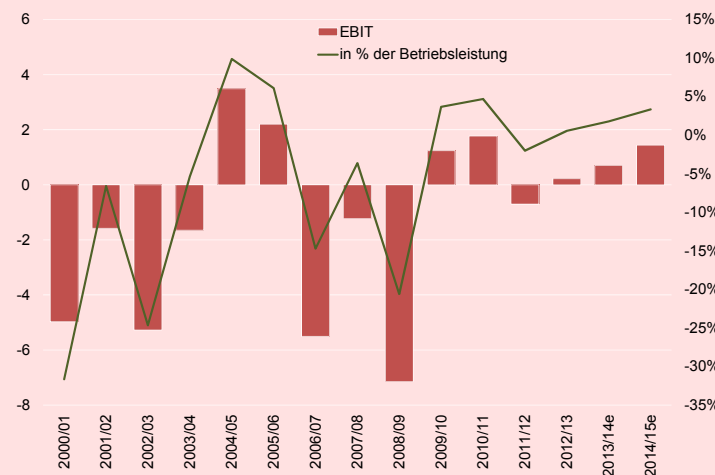
Das durchschnittliche jährliche Wachstum der vergangenen zwölf Jahre lag bei 8,1%. Mit ähnlichen Wachstumsraten rechnen wir auch für die kommenden beiden Jahre. Würde Sanochemia bei Kontrastmitteln in den USA einen vergleichbaren Marktanteil wie in Europa erreichen (~5,0%), wäre dies für das Unternehmen gleichbedeutend mit einer Umsatzverdoppelung.

UMSATZ NACH SEGMENTEN



Auf Segmentebene erwarten wir, dass der Bereich Humanpharmazeutika durch neue Zulassungen, den Eintritt in den US-Markt und eine weiter wachsende Präsenz in den Pharmering Markets an Bedeutung gewinnen wird. Der Bereich Produktion profitiert vom gegenwärtigen Trend einer zunehmenden Auslagerung der Fertigung, nicht zuletzt selbst von Big Pharma.

EBIT UND EBIT-MARGE

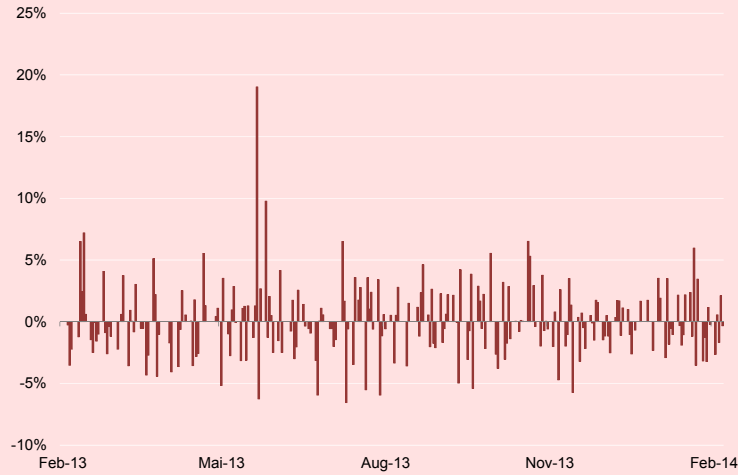


Im vergangenen Geschäftsjahr verbesserte sich das EBIT auf EUR 0,2 Mio. (Vorjahr EUR -0,7 Mio.). Getragen wurde der Turnaround vom Bereich Humanpharmazeutika, dessen EBIT-Marge sich auf 12,7% mehr als verdoppelte. Marketingaufwendungen werden bei Veterinärpharmazeutika in diesem Jahr in deutlich geringerem Maße anfallen. Daher gehen wir 2013/14e von einer von allen Geschäftsfeldern getragenen Verbesserung des operativen Ergebnisses auf dann EUR 0,7 Mio. aus. Für 2014/14e rechnen wir mit einer Verdoppelung des EBIT auf dann EUR 1,4 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

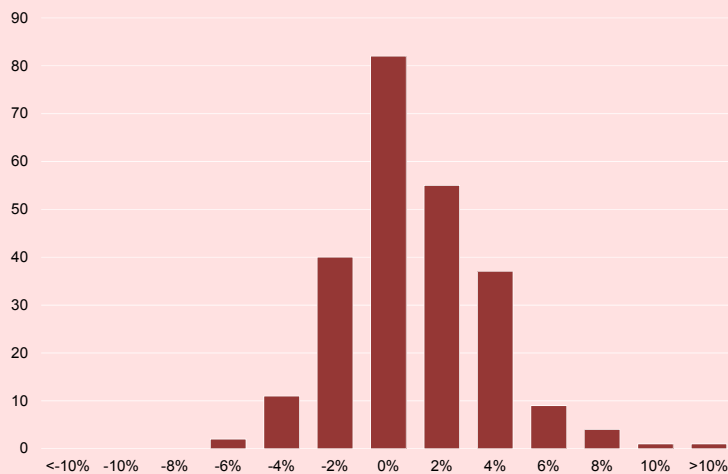
Aktienperformance und -volatilität

VOLATILITÄT



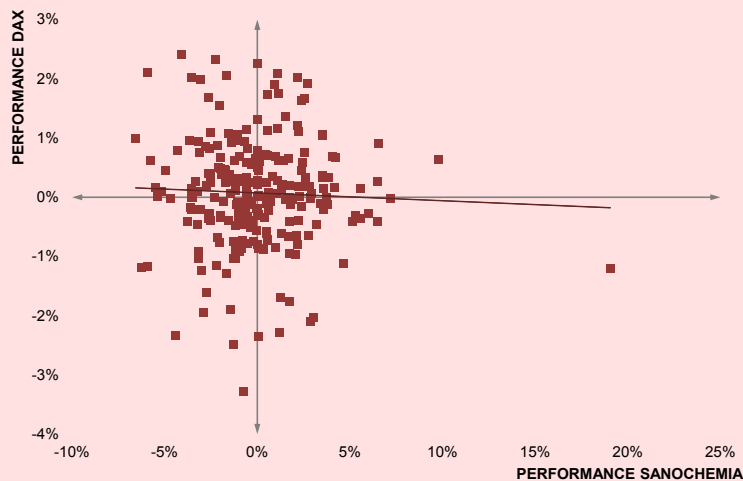
Der Chart zeigt die in Einzelfällen sehr hohe Volatilität der Aktie von zum Teil über 10%.

VERTEILUNG DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Der Chart zeigt eine leicht rechts-schiefe Verteilung der Tagesrenditen. Die Streuung der Tageschwankungen liegt zwischen -4% und +8%. Vereinzelt Extremwerte sind tendenziell im positiven Bereich zu beobachten.

GESCHÄTZTES BETA DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Es besteht eine leicht negative Korrelation zwischen der Aktie von Sanochemia und dem DAX.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Valuation

TRAILING P/E



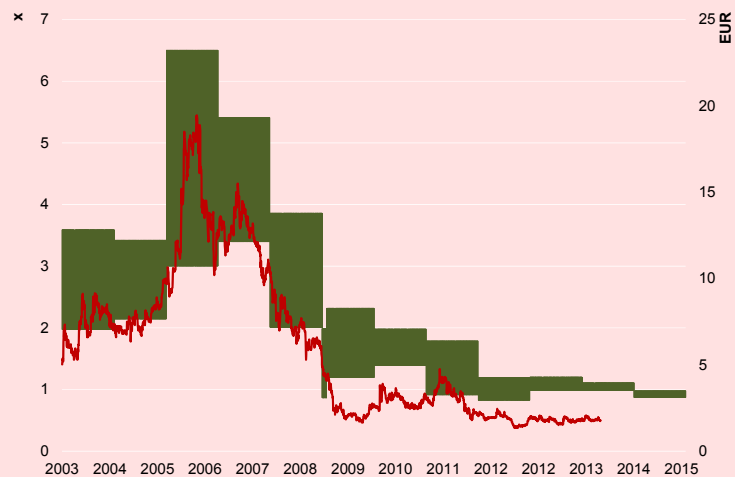
Auf der Basis unserer Schätzungen wird Sanochemia in 2014/15e erstmals nach vier Jahren wieder ein positives Nachsteuerergebnis erwirtschaften.

TRAILING EV/EBITDA



Das EV/EBITDA-Multiple 2013/14e bzw. 2014/15e liegt bei 10,1x (2013/14e) bzw. 8,7x (2014/15e) ...

TRAILING EV/UMSATZ



... und das EV/Umsatz-Multiple bei 1,05x (2013/14e) bzw. 0,93x (2014/15e).

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Kursziel EUR 3,00 je Aktie – Buy

Wir bewerten die Aktie der Sanochemia AG anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells (Primärmethode) sowie anhand marktabhängiger Peergroup-Multiplikatoren (Sekundärmethode). Nachdem Sanochemia im vergangenen Jahr trotz hoher Marketingbelastungen in die Gewinnzone zurückkehren konnte, rechnen wir 2013/14e und 2014/15e mit einer Fortsetzung des positiven Ergebnistrends; damit sollte ein EBIT von EUR 0,7 Mio. (2013/14e) und EUR 1,4 Mio. (2014/15e) erreichbar sein. Im nachfolgenden Zehnjahreszeitraum, der für unser dreistufiges DCF-Modell die Übergangsphase markiert und mit dem Terminal Value nach Ablauf des Geschäftsjahres 2023/24e endet, haben wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des operativen Ergebnisses von 20,2% angesetzt. Im Terminal Value modellieren wir ein jährliches Wachstum von 1,6%, was den aktuellen risikolosen Zinsen in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case- bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatz- und Ertragsszenarien zugrunde gelegt. Bezogen auf rund 12,9 Mio. Aktien ergibt unser DCF-Modell im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie. Aus dem Bear-Case-Szenario ermitteln wir ein Kursziel von EUR 2,50, aus dem Bull-Case-Szenario von EUR 3,30 je Aktie.

Den inneren Wert aus dem DCF-Modell haben wir durch marktabhängige Bewertungsverfahren bestätigt. Hierbei haben wir Sanochemia ausgewählte deutsche Pharmawerte gegenübergestellt und eine Bewertung anhand des EV/Umsatz-Multiplikators 2014e und 2015e vorgenommen. Basierend auf unseren annualisierten Ergebnisprognosen für Sanochemia sowie den Consensus-Schätzungen für die Peersgroup ermitteln wir für Sanochemia ein Kursziel von EUR 3,00 (2014e) bzw. EUR 3,20 (2015e) je Aktie.

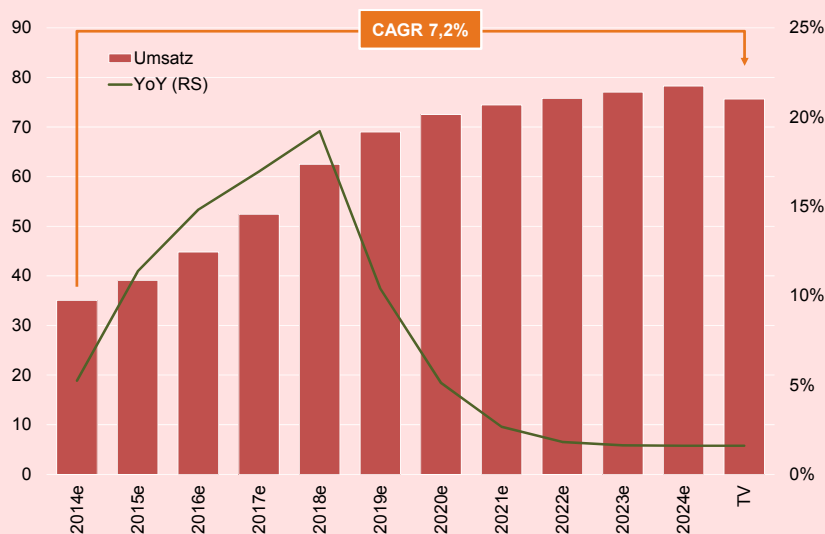
Zusammengefasst ergibt sich gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 1,79 ein Kurspotenzial von 67,6% (DCF-Modell) bzw. 78,8% (EV/Umsatz auf Basis der Consensus-Schätzungen 2015e). Wir sehen im DCF-Modell die primäre Bewertungsmethode und nehmen die Aktien der Sanochemia AG mit einem Buy-Rating und einem zwölfmonatigen Kursziel von EUR 3,00 in unsere Research Coverage auf.

Unser Hauptbewertungsverfahren für Sanochemia ist ein standardisiertes dreistufiges DCF-Modell

Entwicklungsabhängige Pharmaunternehmen wie Sanochemia verfolgen sehr langfristige Geschäftsmodelle. Durch die zunehmende Durchdringung der Pharmamärkte mit der aktuellen Produktpipeline sollte sich die operative Ertragslage des Unternehmens in den kommenden Jahren nach unserer Einschätzung deutlich verbessern. Daher sehen wir in einem standardisierten dreistufigen DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für Sanochemia (Primärmethode).

Bis 2015e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV-, Bilanz- und Cashflowplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2024e endet. Danach modellieren wir den Terminal Value.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



Die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten während der Detail- und der Grobplanungsphase belaufen sich auf 7,2%.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Annahmen des DCF-Modells

Unserem DCF-Modell legen wir zunächst unsere detaillierten Umsatz-, Ertrags-, Cashflow- und Bilanzplanungen bis zum Jahr 2014/15e zugrunde. Darin erwarten wir durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der Umsätze 2012/13-14/15e in Höhe von 8,3%. In der anschließenden Grobplanungsphase, die 2023/24e endet, haben wir eine CAGR der Nettoumsätze von 8,0% veranschlagt. Ferner haben wir während der Grobplanungsphase unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern werden.

Ferner unterstellen wir für unser standardisiertes dreistufiges DCF-Modell im Einzelnen,

- ✦ dass sich die EBIT-Margen (bezogen auf die Umsatzerlöse) von 3,7% in 2014/15e auf 11,6% in 2024e (Peak Margins) sukzessive erhöhen. Für die anschließende Phase des Terminal Value haben wir operative Margen von 12,0% unterstellt;
- ✦ eine durchschnittliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,6%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer Zehnjahresanleihe entspricht;
- ✦ ein Fundamental-beta von 1,6, das sich aus folgenden gesamtwirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Faktoren ableitet:

Unsere Annahmen unterstellen eine deutliche Marktdurchdringung insbesondere in den Pharmering Markets.

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,10
Wettbewerbsintensität	0,20
Reife des Geschäftsmodells	0,00
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	0,10
Risiken der Unternehmensprognose	0,10
Markt-beta	1,00
Fundamental-beta	1,60

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ eine im Zeitablauf leicht rückläufige Investitionsquote zum Nettoumsatz, was sich zumindest kurzfristig durch ungenutzte Produktionskapazitäten im burgenländischen Werk rechtfertigen lässt;
- ✦ dass sich der Grenzsteuersatz aufgrund der hohen Verlustvorräte von aktuell EUR 32,2 Mio. im gesamten Detailplanungszeitraum und in weiten Teilen des Grobplanungszeitraums auf einem, durch die jeweilige Mindestbesteuerung festgelegten Niveau bewegt, sich nach deren Verbrauch auf einem Niveau von 25,0% einpendeln wird.
- ✦ eine Insolvenzwahrscheinlichkeit von 1,05% pro Jahr, die dem von Creditreform aktuell für Sanochemia erwarteten Rating von BB zugrunde liegt;
- ✦ dass Sanochemias Cashflows derzeit mit einem durchschnittlichen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 7,9% diskontiert werden. Dieser setzt sich aus dem risikolosen Zins von 1,6%, ermittelt aus der Rendite langfristiger (zehnjähriger) Bundesanleihen, und einer implizit berechneten Risikoprämie für den Gesamtmarkt von derzeit 4,9% zusammen. Mit einem Creditreform-Rating von BB (ausgestellt am 11.10.2013) sehen wir eine Risikoprämie für das Fremdkapital von derzeit etwa 7,0% als ausreichend an. Schließlich gehen wir davon aus, dass Sanochemia eine Zielkapitalstruktur von ~50%/50% anstrebt;
- ✦ dass Sanochemia im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 7,9% auf dann 6,6% (was auf Basis der aktuellen Zinssätze einer Risikoprämie von 5,0% entsprechen würde).

TABELLE 2: WACC

Kosten Eigenkapital (nach CAPM)		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,6%
Fundamental-beta		1,6
Implizit erwartete Risikoprämie	%	4,9%
Kosten des Eigenkapitals	%	9,4%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	4,7%
Kosten Verschuldung		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,6%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	7,0%
Kosten des verzinslichen Fremdkapitals	%	8,6%
Steuerquote (normalisiert)	%	25,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	6,5%
Angestrebte Zielkapitalstruktur	%	50,0%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	3,2%
WACC basierend auf Marktwerten	%	7,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie

Dabei werden etwa 67,0% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 33,0% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

Das DCF-Modell ergibt ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie

TABELLE 3: DCF-MODELL – ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

PV des Terminal Value	EUR Mio.	33,1
PV der Cashflows über 10 Jahre	EUR Mio.	18,9
Summe PV	EUR Mio.	52,0
Finanzschulden	EUR Mio.	16,9
Cash	EUR Mio.	3,4
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	38,5
Anzahl Aktien	Mio.	12,9
Kursziel je Aktie	EUR	3,00

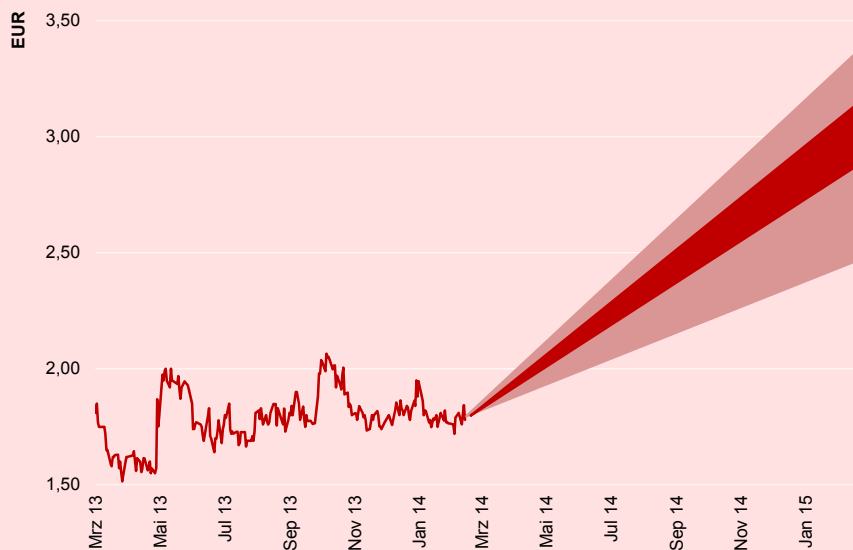
QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

In einem Stresstest unterstellen wir folgende Szenarien und Annahmen:

- ✦ **Bear-Case-Szenario:** In einem Bear-Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 1,0% von 1,6%. Damit würden wir unterstellen, dass sich die Wettbewerbsintensität insbesondere in den Pharmerging Markets schneller und drastischer verschärfen und Sanochemia die Umsetzung der zukünftigen Neuentwicklungen nicht länger gelingen würde. In diesem Bear-Case-Szenario würde der Unternehmenswert von Sanochemia um EUR 0,50 auf bis auf EUR 2,50 je Aktie zurückgehen.
- ✦ **Bull-Case-Szenario:** Ein Bull-Case-Szenario würde sich insbesondere im Fall einer stärkeren Ausweitung der operativen Margen ergeben. Wir haben in unserem Bull-Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Freien Cashflows in der Terminal Value-Phase von 2,2% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% unterstellt. In diesem Bull-Case-Szenario würden wir unser Kursziel um EUR 0,30 auf EUR 3,30 je Aktie anheben.

Eine Szenario-Analyse ergibt im pessimistischen Fall ein Kursrisiko bis auf EUR 2,50 und im optimistischen Fall eine Kurschance bis auf EUR 3,30 je Aktie.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 3,00 je Aktie. Voraussetzung ist die Erreichung unserer Ergebnisprognosen. In unserem Bear-Case-Szenario (EUR 2,50) haben wir eine weitere Intensivierung der Wettbewerbsintensität unterstellt. In unserem Bull-Case-Szenario (EUR 3,30) gelingen Unternehmenswachstum und die Margenausweitung noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Neben einem intrinsischen DCF-Modell (Primärmethode) haben wir die Aktien von Sanochemia anhand von Marktmultiplikatoren bewertet (Sekundärmethode). In Ermangelung von direkt vergleichbaren Wettbewerbern haben wir eine Peergroup aus börsennotierten deutschen Pharma- und Radiologieunternehmen ohne weiteren Branchenfokus oder Größenbeschränkung zusammengestellt. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2014e und unserer annualisierten Prognosen für Sanochemia ergibt sich bei dem von uns präferierten EV/Umsatz-Multiplikator ein Kursziel von EUR 3,20 je Aktie (+77,8% gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 1,79). Sollten unsere Prognosen eintreten, werden damit die Ergebnisse aus dem DCF-Modell bestätigt, die eine Unterbewertung der Sanochemia-Aktie anzeigen.

Neben einem DCF-Modell bietet es sich an, Sanochemia mit anderen deutschen Pharma- und Radiologieunternehmen zu vergleichen.

Neben einem DCF-Modell, anhand dessen der intrinsische Wert eines Unternehmens bestimmt wird, bietet es sich an, Sanochemia anhand einer Peergroup börsennotierter Pharma- und Radiologieunternehmen zu bewerten, um daraus eine adäquate Marktbewertung des Unternehmens zu ermitteln. Die Voraussetzungen, in die Peergroup aufgenommen zu werden, ergeben sich ausschließlich aus der Industriespezifikation, da wir in Ermangelung geeigneter Kandidaten auf die Größe der Unternehmen, repräsentiert etwa durch die Marktkapitalisierung, keine Rücksicht nehmen können. Unter dieser Vorgabe haben wir vier Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen EUR 126,5 Mio. und EUR 2,2 Mrd. in die Bewertung der Sanochemia-Aktie aufgenommen.

TABELLE 4: KURSDATEN DER PEERGROUP

	Kurs (EUR)	Anzahl Aktien (Mio.)	Marktkap. (EUR Mio.)
Biotest	87,00	6,6	573,8
Eckert & Ziegler	23,90	5,3	126,5
Stada Arzneimittel	36,55	60,4	2.209,2
Stratec Biomedical	32,88	11,8	387,0

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

In der Pharmabranche geben wir EV-basierten Kennzahlen den Vorzug

Die Geschäftsmodelle von forschungsintensiven Pharmaunternehmen sind gekennzeichnet durch hohen technischen Fortschritt, hohe durchschnittliche Wachstumsraten, geringe Profitabilitätskennzahlen und niedrige bis fehlende

Gewinnausschüttungsquoten; da wir zudem nur deutsche Unternehmen in der Peergroup berücksichtigt haben, bevorzugen wir das EV-Umsatz-Multiple anderen Enterprise Value-basierten Multiplikatoren wie auch dem KGV.

Nachfolgende Tabelle 5 zeigt die aktuellen Bewertungskennzahlen der Peergroup von Sanochemia:

TABELLE 5: PEERGROUP-BEWERTUNG IM ÜBERBLICK

	EV/Umsatz 2014e	EV/Umsatz 2015e
Biotest	1,1x	1,1x
Eckert & Ziegler	1,0x	0,9x
Stada Arzneimittel	1,7x	1,6x
Stratec Biomedical	2,5x	2,3x
Median	1,4x	1,3x

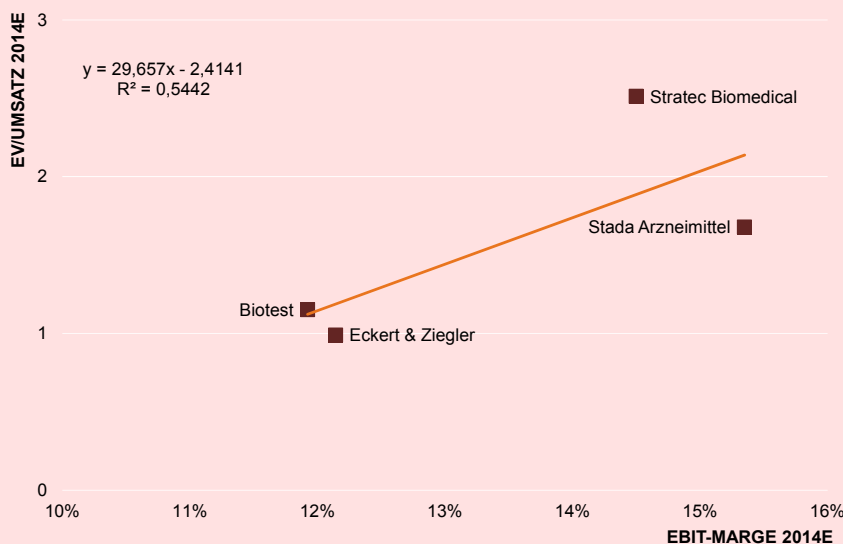
QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

EV/Umsatz 2014e und 2015e relativ breit gestreut

Mit Ausnahme des Extremwertes Stratec Biomedical (2015e 2,3x) bewegen sich die EV/Umsatz-Multiplikatoren in voranstehender Tabelle 5 in einer recht engen Bandbreite, was darauf schließen lässt, dass sich die Peergroup aus relativ homogenen Unternehmen zusammensetzt und für die Bewertung der Sanochemia-Aktie gut geeignet ist. Auf Basis der Consensus-Schätzungen 2014e bzw. 2015e ergibt sich ein durchschnittliches EV/Umsatz-Multiple von 1,4x bzw. 1,3x. Die daraus abzuleitenden Eigenkapitalwerte für Sanochemia liegen mit EUR 3,00 (2014e) bzw. EUR 3,20 (2015e) je Aktie auf Höhe des bzw. leicht oberhalb des aus dem DCF-Verfahren ermittelten Wertes von EUR 3,00 und in beiden Fällen deutlich über dem aktuellen Kursniveau.

Kursziele von EUR 3,00 und EUR 3,20 je Aktie

ABBILDUNG 3: PEERGROUP-BEWERTUNG



Deutlich erkennbar ist ein positiver Zusammenhang zwischen Rentabilität des Unternehmens und Bewertung der Aktie (R²=0,54).

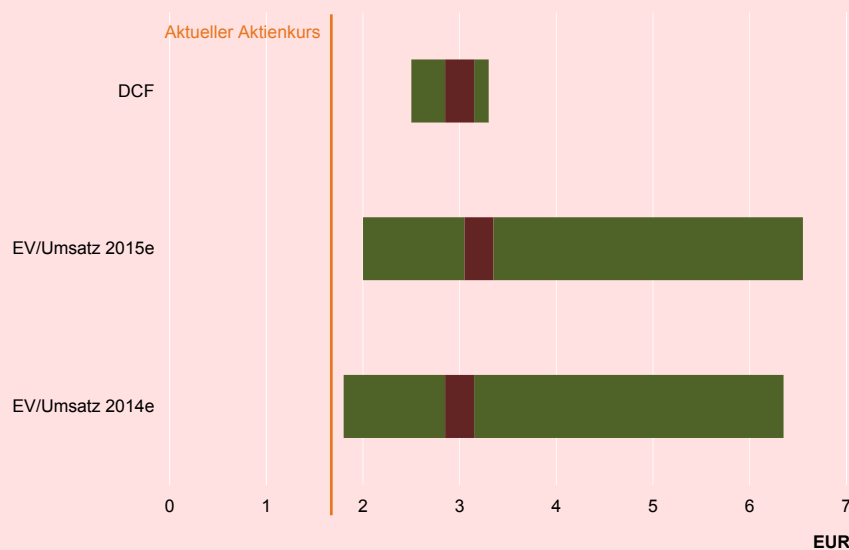
QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Zusammenfassung der Ergebnisse

In der nachstehenden Abbildung 4 haben wir die Ergebnisse der vorgestellten Bewertungsansätze zusammengefasst, wobei wir in der Peergroup-Bewertung die jeweiligen Minimum-, Durchschnitts- und Maximumwerte bzw. im DCF-Verfahren das Bear-, Base- und Bull-Case-Szenario dargestellt haben.

Die Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse macht die Unterbewertung der Sanochemia-Aktie offensichtlich.

ABBILDUNG 4: ÜBERSICHT ÜBER DIE KURSZIELE



Wir erwarten eine Multiple-Expansion der Aktie von Sanochemia. Das Einpreisen der 2013/14er und 2014/15er Ergebnisschätzungen verspricht einen ersten Kursschub, so dass wir unser aus dem DCF-Modell abgeleitetes Kursziel von EUR 3,00 als erreichbar ansehen.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir sehen im DCF-Modell die relevante Preisfindungsmethodik: Buy

Aufgrund der operativen Ertragsentwicklung von Sanochemia sehen wir in einem langfristig ausgelegten DCF-Modell die überlegene Bewertungsmethodik. Auf Sicht von zwölf bis 24 Monaten rechnen wir mit einem Erreichen des Kursziels von EUR 3,00 je Aktie. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 1,79 ergibt sich ein Kurspotenzial von 67,6%. Daher nehmen wir die Aktie von Sanochemia mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf. Bei Erreichen unseres Kurszieles wäre die Sanochemia-Aktie mit folgenden Multiples bewertet:

TABELLE 6: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

X	Bewertung zum aktuellen Kurs		Bewertung zum Kursziel EUR 3,00	
	2013/14e	2014/15e	2013/14e	2014/15e
KGV	n/a	45,2x	n/a	75,8x
EV/Umsatz	1,05x	0,93x	1,49x	1,33x
EV/EBIT	52,2x	25,1x	74,4x	35,9x

QUELLE: SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Sanochemia in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Geschäftsentwicklung des laufenden Jahres, (2) eine im Jahresvergleich erneute Ergebnissteigerung; (3) Meldungen über weitere Zulassungsfortschritte in der aktuellen Pipeline.

Katalysatoren für das Erreichen des Kurszieles

Anleihebedingungen im Überblick

Mit einer Nominalverzinsung von 7,75% bei einem Creditreform-Rating von BB (Stand 11.10.2013) weist die Sanochemia-Anleihe im Peergroup-Vergleich mit Mittelstandsanleihen anderer Industrieunternehmen eine überdurchschnittliche Nominalverzinsung auf. Die Nominalverzinsungen der Mittelstandsanleihen der Peergroup aus Gesundheits- und – vor allem – Industrieunternehmen liegen zwischen 6,25% (A. Porr) und 11,50% (Air Berlin III), die Effektivverzinsungen der Anleihen weichen hiervon – da sie sowohl über wie auch unter pari notieren – zum Teil erheblich ab, liegen jedoch mehrheitlich unter dem Effektivzins der Sanochemia-Anleihe. Mit einem Emissionsvolumen von EUR 15,0 Mio. zählt die Sanochemia-Anleihe jedoch zu den kleinsten Mittelstandsanleihen und liegt deutlich unter dem Durchschnitt der Peergroup-Anleihen (Median EUR 62,2 Mio.).

Attraktive Anleihebedingungen mit Effektivverzinsung von knapp 5,8% bei 3,5-jähriger Restlaufzeit und Creditreform-Rating von BB

Die Stammdaten und Anleihebedingungen der Sanochemia-Anleihe sind in nachstehender Tabelle 7 zusammengefasst:

TABELLE 7: ÜBERBLICK ÜBER DIE ANLEIHEBEDINGUNGEN

Emittent	Sanochemia Pharmazeutika (AUT)
Emissionsvolumen	Bis zu EUR 15,0 Mio.
davon platziert	EUR 10,0 Mio.
Stückelung	EUR 1.000,00
Laufzeit	06.08.2012-05.08.2017 (5 Jahre)
Kupon	7,75%
Zinszahlungstermin	Jährlich am 06.08.
Emittenten-Rating (Creditreform)	BB (11.10.2013)
Emissions-Rating	n/a
Status	Nicht nachrangig
Besicherung	Nicht besichert
Garantien	-
Mittelverwendung	Finanzierung des weiteren Wachstums Finanzierung der Internationalisierung des Vertriebs Finanzierung der laufenden klinischen Studien Deckung kurzfristiger Verbindlichkeiten
Covenants	Cross Default bei Finanzverbindlichkeiten >EUR 5,0 Mio. Change of Control (bei wesentlicher Beeinträchtigung der Emittentin)
Negativverpflichtung	Keine Sicherheiten zur Besicherung von Kapitalmarktverbindlichkeiten
Sonderrechte der Anleihegläubiger	-
Ausgabekurs	100,0%
Rückzahlungskurs	100,0%
Vorzeitiges Kündigungsrecht Emittentin (Call)	-
Vorzeitiges Kündigungsrecht Gläubiger (Put)	Aus steuerlichen Gründen Bei Verletzung der Covenants
Mindestanlage	EUR 1.000,00
Börsenplatz	Entry Standard für Anleihen, Frankfurter Wertpapierbörse Regulierter Markt der Bourse de Luxembourg Dritter Markt der Wiener Börse
Dokumentation	Billigung durch CSSF
Öffentliches Angebot	Deutschland, Österreich, Luxemburg
Privatplatzierung	Internationale institutionelle Investoren
Vertriebsrestriktionen	USA, Kanada, Japan
Reuters	SCPH.DE
Bloomberg	A1G7JQ=F
ISIN	DE000A1G7JQ9
WKN	A1G7JQ

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Starke Kontraste im Portfolio

Sanochemia ist ein vertikal integrierter Pharmaspezialist in der Human- und Veterinärmedizin mit besonderen Stärken in der Synthese und der Produktion von Wirkstoffen mit patentgeschützten Prozessen. Ein entscheidender Wettbewerbsvorteil ist nach Ansicht des Managements die zügige Abwicklung von komplexen klinischen und pharmazeutischen Entwicklungsprozessen – von der Präklinik bis zur Zulassung.

Im Mittelpunkt des humanpharmakologischen Sortiments steht ein breites Portefeuille aus Imaging-Produkten, insbesondere Kontrastmitteln für Radiologie (Röntgen und CT) und Magnetresonanztomographie (MRT), In-vitro-Diagnostika und Medizinprodukten sowie ein von Sanochemia weiterentwickeltes Muskelrelaxans zur Behandlung von Spastizität bei neurologischen Erkrankungen. Hauptprodukte im Bereich der Veterinärpharmazeutika, wo Sanochemia seit dem Erwerb der Alvetra u. Werfft GmbH 2011 vertreten ist, sind ein Präparat zur Fertilitätssteigerung bei Schweinen und Rindern ohne Einsatz von Hormonen sowie ein Schmerzpräparat für Pferde, Hunde und Katzen zum Einsatz nach Operationen. Im Bereich Produktion übernimmt Sanochemia die Wirkstoffsynthese- und pharmazeutische Produktion auch für Dritte. Rund 10 Tonnen Wirkstoffe und ca. 4 Mio. pharmazeutische Arzneimittelpackungen sowie nahezu die gesamte Palette von Kontrastmitteln verlassen jährlich den konzerneigenen Produktionsstandort im österreichischen Neufeld a. d. Leitha, rund 50 km südlich von Wien. Im vierten Bereich, Forschung und Entwicklung, konzentriert sich Sanochemia gegenwärtig auf Krebsdiagnostika und auf die Entwicklung einer verbesserten MRT-Diagnostik.

Im Zentrum der Unternehmensstrategie steht die verstärkte Internationalisierung der Geschäftstätigkeit, insbesondere in die Pharmerging Markets und in die USA. Vertrieb und Vermarktung der human- wie veterinärpharmazeutischen Produkte erfolgen sowohl im Direktvertrieb über eigene Tochtergesellschaften als auch über Vertriebspartnerschaften.

Pharmaspezialist in der Human- und Veterinärmedizin

Die österreichische Sanochemia Pharmazeutika AG ist ein vertikal integriertes Specialty-Pharmaunternehmen, das alle wesentlichen Aufgaben der Wertschöpfungskette – von der Entwicklung über die Produktion bis hin zum Marketing und Vertrieb – abdeckt. Die Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit im Bereich Humanpharmazeutika liegen in der Erzeugung und Vermarktung des fast vollständigen Eigensortiments für alle Bereiche der bildgebenden Diagnostik sowie von Therapeutika für spezielle Indikationsgebiete mit hohen therapeutischen Ansprüchen wie Neurodegeneration. Im Bereich der Veterinärpharmazeutika, wo Sanochemia seit der Übernahme der Alvetra u. Werfft GmbH im Jahr 2011 vertreten ist, werden vornehmlich ein postoperatives Schmerzpräparat sowie ein biologisches Präparat zur Fertilitätssteigerung produziert und vertrieben. Im Bereich Forschung und Entwicklung konzentriert sich die Gesellschaft auf den Therapiebereich Schmerz und selektiv auf onkologische Diagnostik und Therapie (Blasenkrebs, Pankreaserkrankungen).

Diversifizierter Pharmaspezialist mit Vier-Säulen-Geschäftsmodell

Vorteile des Geschäftsmodells

Sanochemia ist auf die weniger kapitalintensiven Teile der pharmazeutischen Wertschöpfungskette ausgerichtet und konzentriert sich auf ausgewählte Schwerpunktentwicklungen: Von den großen Biotechunternehmen lizenziert oder erwirbt Sanochemia aussichtsreiche Wirkstoffkandidaten und entwickelt diese zur Marktreife oder entwickelt neue Therapeutika und Diagnostika aus bereits eingesetzten Wirkstoffen, indem diese mit neuer Darreichungsform für neue Indikationen erschlossen werden. Ein prominentes Beispiel für eine solche Weiterentwicklung ist der Pflanzenwirkstoff Galantamin, dessen Grundaktivität aus dem Pflanzenextrakt des Schneeglöckchens bereits (zum Teil) geklärt war. Auf eine breit angelegte und kapitalintensive Grundlagenforschung wird dagegen verzichtet. Die für die bearbeiteten Indikationsfelder (derzeit Schmerz und Onkologie) erforderliche Kompetenz wird im Einzelfall durch wissenschaftliche Kooperationen sichergestellt.

Gegenüber Big Pharma sieht sich Sanochemia nicht im Nachteil – im Gegenteil

Die eigenen Stärken sieht Sanochemia

- ✦ in der Produktion pharmazeutischer Wirkstoffe mit wesentlichen patentgeschützten Prozessen, der Arzneimittel-Formulierung und der Herstellung von Medikamenten sowohl für den Eigenbedarf als auch für Dritte,
- ✦ in der Produktion vom Gramm- bis zum industriellen Tonnen-Maßstab von Wirkstoffen und der Produktion von flüssigen und halbfesten Fertigprodukten sowie

✦ in der zügigen Abwicklung von komplexen klinischen und pharmazeutischen Entwicklungsprojekten – von der Präklinik bis zur Phase III.

Das operative Geschäft ist unterteilt in vier Marktsegmente mit unterschiedlichen Rahmenbedingungen und Kunden

Sanochemia ist in vier Marktsegmenten vertreten, von denen derzeit allerdings nur drei umsatzrelevant sind:

Vier Bereiche mit unterschiedlichen Treibern, Kunden und Wettbewerbsverhältnissen

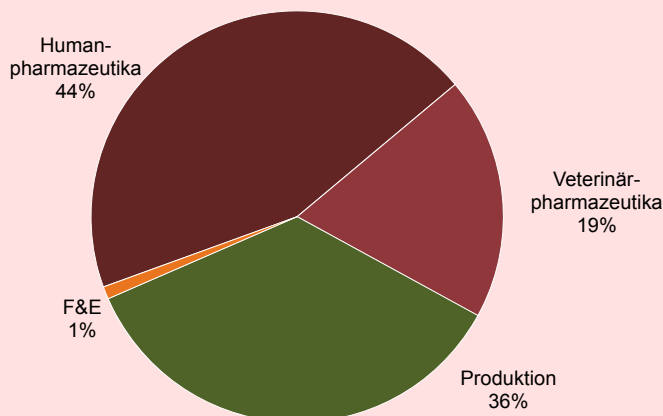
✦ Im umsatzstärksten Marktsegment **Humanpharmazeutika** (Umsatzanteil 2012/13: 44,4%) sind die pharmazeutischen Aktivitäten der Sanochemia gebündelt. Schwerpunkte bilden pharmazeutische Produkte für das Imaging, darunter insbesondere Kontrastmittel für Röntgen, CT und MRT (Scanlux, MR-Lux u. a.), In-Vitro-Diagnostik (Fluorognost) und Medizinprodukte (Colognost); darüber hinaus bietet Sanochemia auch Therapeutika (Tolperison) an.

✦ 2011 wurde die Geschäftstätigkeit durch den Erwerb der Alvetra u. Werfft GmbH um das Marktsegment **Veterinärpharmazeutika** erweitert. Der Geschäftsbereich erzielte im vergangenen Geschäftsjahr einen konzernweiten Umsatzanteil von 19,1%; Hauptprodukte sind dabei ein Schmerzpräparat (Alvegesic), eingesetzt nach Operationen, sowie ein biologisches Präparat zur Fertilitätssteigerung bei Schweinen und Rindern (Carofertin).

✦ Das Marktsegment **Produktion** (Umsatzanteil 2012/13: 35,4%) umfasst die pharmazeutische organische Wirkstoffproduktion und -synthese, jeweils sowohl für den Eigenbedarf als auch in der sogenannten Kontraktproduktion für Dritte (z. B. Novartis, Janssen oder Takeda).

✦ Der ebenfalls als eigenständiges Marktsegment geführte Bereich **Forschung und Entwicklung** übernimmt für Sanochemia zentrale Querschnittsfunktionen, tritt jedoch nach außen kaum als Profit Center in Erscheinung (externe Umsätze in den vergangenen drei Geschäftsjahren kumuliert EUR 0,5 Mio.). Hier konzentriert sich Sanochemia auf Therapien zur Behandlung von Schmerzzuständen, die Onkologie und auf neue Wirkstoffe zur bildgebenden Diagnostik und die Weiterentwicklung bestehender Substanzen.

ABBILDUNG 5: UMSATZ NACH SEGMENTEN, 2012/13



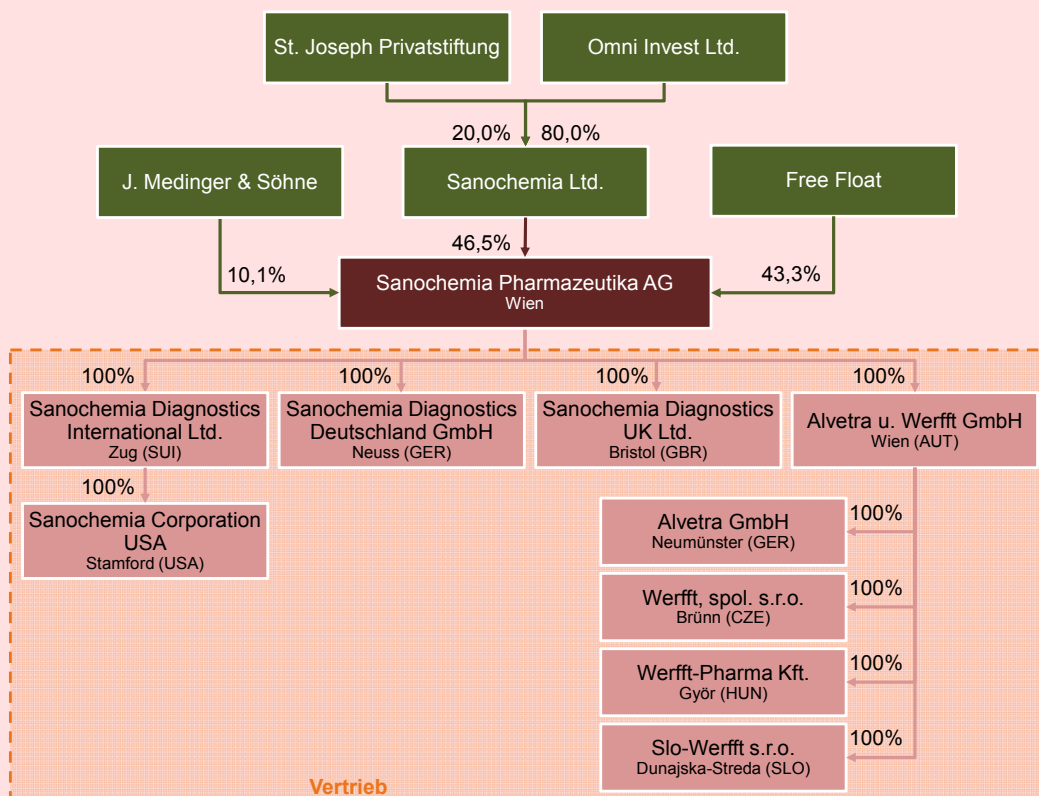
Humanpharmazeutika stellen den größten Umsatzanteil, gefolgt vom Bereich Produktion (eigener Produkte wie auch für Dritte) und Veterinärpharmazeutika. Der Bereich F&E tritt nach außen bislang kaum in Erscheinung.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Konzernstruktur

In der Muttergesellschaft werden die Forschungsaktivitäten und die Holdingfunktionen abgebildet. Der Vertrieb erfolgt zum einen über die beiden eigenständigen Tochterunternehmen Sanochemia Diagnostics Deutschland für den deutschen Markt und Sanochemia Diagnostics International Ltd. (zusammen mit internationalen Vertriebspartnern) für die übrigen EU-Länder sowie die weltweiten Märkte, zum anderen über die Tochtergesellschaften der Alvetra in Deutschland, Tschechien, Ungarn und der Slowakei.

ABBILDUNG 6: SANOCHEMIA UND OPERATIVE TOCHTERGESELLSCHAFTEN



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Im Zentrum des humanmedizinischen Diagnostik-Sortiments stehen Kontrastmittel für nahezu alle Bereiche sowohl der Radiologie als auch der Magnetresonanztomographie. Die Kontrastmittelprodukte werden über eigene Gesellschaften und Vertriebspartnerschaften in über 20 Ländern vermarktet. Mit humanmedizinischen Therapeutika ist Sanochemia bevorzugt auf dem Gebiet der Behandlung neurologisch bedingter Spasmen präsent.

Humanpharmazeutika: Überblick der Geschäftstätigkeit

Das Segment Humanpharmazeutika ist in zwei Geschäftsfelder unterteilt:

- ✦ **Diagnostika:** Sanochemia deckt mit ihren diagnostischen Produkten nahezu das gesamte Segment der generischen Kontrastmittel für bildgebende Verfahren – sowohl im Bereich Röntgen und CT als auch der Magnetresonanztomographie – ab.
- ✦ **Therapeutika:** Die therapeutischen Aktivitäten von Sanochemia werden im Produkt Viveo (auch Agileo) auf der Basis des Wirkstoffes Tolperison zusammengefasst, einem Muskelrelaxans, das zur Behandlung neurologisch bedingter Spasmen eingesetzt wird. Darüber hinaus ist Sanochemia exklusiver Lieferant von synthetisch hergestelltem Galantamin für Janssen Pharmaceutica (einer Tochter von Johnson & Johnson) bzw. dessen Alzheimer-Medikament (Radazyne/Reminyl®).

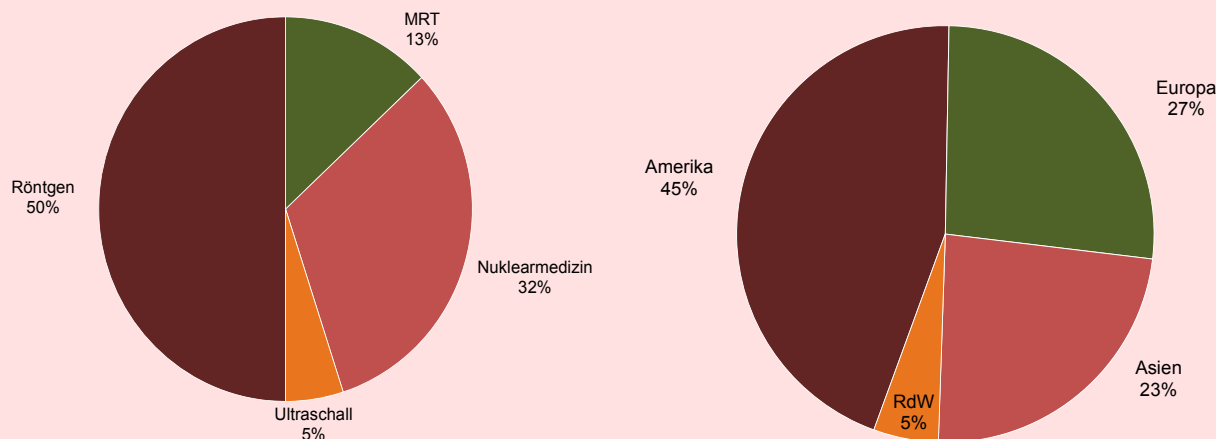
Eine breite Palette an Diagnostika im Imaging-Bereich stellt das Kerngeschäft von Sanochemia in der Humanpharmazie dar.

Geschäftsfeld Diagnostika im Überblick

Sanochemia ist in zwei Bereichen der humanpharmazeutischen Diagnostika tätig:

- ✦ Im Bereich **Imaging** oder **medizinische Kontrastmittel** und in
- ✦ **sonstigen Diagnostika**, respektive dem Pankreasfunktionsdiagnostikum Secrelux und In-vitro Diagnostik (Fluorognost) sowie dem Radiopaque Marker Colognost.

ABBILDUNG 7: DER WELTMARKT FÜR IMAGING, 2013



QUELLE: GUERBET

Der Weltmarkt für Imaging bzw. medizinische Kontrastmittel

Medizinische Kontrastmittel zur Unterstützung von bildgebenden Verfahren wie Radiologie (Röntgen und CT) und Magnetresonanztomographie dienen dazu, bestimmte Körperpartien nach strukturellen oder funktionellen Kriterien differenziert darzustellen. Weltweit wird das Marktvolumen bildgebender Verfahren in der Medizin auf rund EUR 6,5 Mrd. geschätzt (siehe Abbildung 7). Die wichtigsten Wettbewerber auf diesem Gebiet sind Bayer (GER), GE Medical (USA) sowie die Spezialisten Guerbet (FRA) und Bracco (ITA). Obwohl der Markt der bildgestützten Diagnostik vor allem in den Kernmärkten USA und Europa insgesamt gesättigt ist, bieten neuentwickelte Verfahren immer hochwertigere Bildqualitäten und damit frühzeitige Diagnosemöglichkeiten, und so dass neue Diagnostikverfahren sowie neue klinische Anwendungen erschlossen werden können.

Mit zwei Kontrastmitteln gut positioniert

Die umsatzstärksten Kontrastmittelprodukte für Röntgen/CT- und MR von Sanochemia sind:

- ✦ **Scanlux** bzw. – in Deutschland – Unilux, ein nicht-ionisches Röntgenkontrastmittel auf Basis des Iod-Wirkstoffes Iopamidol, mit mehr als 250 Mio. Anwendungen eine der best-dokumentierten Kontrastmittel-Substanzen weltweit. Es wird als Kontrastverstärker in der radiologischen Diagnostik vornehmlich bei Untersuchungen des Herzens und seiner Blutgefäße, der Harnblase und der Harnwege eingesetzt. Scanlux ist derzeit in mehr als 20 Ländern in verschiedenen Stärken erhältlich, so dass breite Indikationsbereiche abgedeckt werden können.
- ✦ **MR-Lux** (auch bekannt als Magnetolux) ist ein paramagnetisches Kontrastmittel für die Magnetresonanztomographie (MRT) des gesamten Körpers sowie zur kranialen und spinalen Anwendung. Die MRT ist ein nicht-invasives, diagnostisches Verfahren zur Darstellung der inneren Organe, Gelenke und Gewebestrukturen, mit der Organe besser als mit anderen bildgebenden Verfahren dargestellt werden können. MR-Lux ist derzeit in zehn Ländern zugelassen.

Sonstige Diagnostika

Das Portefeuille im Bereich der sonstigen Diagnostika umfasst die folgenden Produkte:

- ✦ **Secrelux** ist ein von Sanochemia vermarktetes synthetisches Peptid zur Pankreasfunktionsdiagnostik für eine frühzeitige und eindeutige Diagnose von Pankreaskarzinomen und des Zollinger-Ellison-Syndroms. Secrelux ist bisher in Deutschland auf dem Markt; der Vertrieb in Europa und in Asien (über einen Kooperationspartner) erfolgt bislang nur auf „named patient-Basis“ bzw. auf Einzelanforderung des Arztes.

- ✦ **Fluorognost** ist ein HIV 1-Test, der in den USA von der FDA (Food and Drug Administration) als Test zum Screening und als Konfirmationstest in Blutproben sowie anderen Flüssigkeiten zugelassen ist.
- ✦ **Colognost** kommt als Radiopaque-Marker in der Radiographie und Sonographie bei Patienten mit Störungen im Verdauungstrakt und negativen GI-Werten zur Anwendung.
- ✦ **Barilux** ist ein auf Bariumsulfat basierendes positives Röntgenkontrastmittel mit hoher Röntgenstrahlabsorption, das insbesondere im Verdauungstrakt zur Anwendung kommt.
- ✦ **Gastrolux** und **Urolux** sind Kontrastmittel für den Magen/Darm-Trakt sowie der Niere bzw. der Harnwege.

TABELLE 8: PRODUKTÜBERSICHT UND EINSATZGEBIETE

	Imaging		Sonstige Diagnostika				
	Scanlux	MR-Lux	Secrelux	Colognost	Barilux	Gastrolux	Urolux
Röntgen	✓			✓	✓	✓	✓
CT	✓				✓	✓	
MRT		✓	✓				
Kopf/Wirbelsäule	✓	✓					
Magen/Darm		✓		✓	✓	✓	
Niere/Herz/Gefäße	✓	✓					
Niere/Harnwege	✓	✓					✓
Bauchspeicheldrüse		✓	✓				

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Zwei etablierte Produkte im Geschäftsfeld Therapeutika: Tolperison ...

Die therapeutischen Aktivitäten von Sanochemia stützen sich auf ein Muskelrelaxans, das zur Behandlung neurologisch bedingter Spasmen eingesetzt wird. Die auf dem Wirkstoff Tolperison basierende und von Sanochemia entwickelte neue Darreichungsform von Tolperison wurde 2007 unter dem Namen Viveo (in der Türkei unter Agileo) erstmalig für die Indikation Spastizität bei neurologischen Erkrankungen wie Schlaganfall und Multiple Sklerose in Deutschland zugelassen. Anschließend wurden Vertriebslizenzen für weitere europäische Länder vergeben. Die Produktion des Wirkstoffes erfolgt in den eigenen Syntheseanlagen, die pharmazeutische Formulierung wird von einem Lohnhersteller durchgeführt. Durch das von Sanochemia entwickelte neuartige Herstellungsverfahren kann Tolperison in hochreiner Form hergestellt werden, was insbesondere im Hinblick auf die strengen Reinheitsvorgaben durch die amerikanische Gesundheitsbehörde FDA von Bedeutung ist. Ein entsprechender Patentschutz für den Stoffschutz in den USA und in Japan ist pending. Patentschutz besteht bis Ende 2028. In den USA ist Tolperison bislang als „New Chemical Entity“ bzw. als neue chemische Wirksubstanz eingestuft, für die bei der FDA eine Investigational New Drug Application (IND) mit Daten von neuen vorklinischen und klinischen Studien eingereicht wurde.

Das Muskelrelaxans Tolperison ...

... und Galantamin

Ein weiterer Hauptumsatzträger bei Therapeutika ist das Antidementivum Galantamin, das zur Behandlung von Demenzerkrankungen, insbesondere von Alzheimer, eingesetzt wird. Für die Entwicklung eines Syntheseverfahrens für die industrielle Herstellung von Galantamin wurde Sanochemia erstmals 1996 ein weltweites Herstellungspatent erteilt, das im Oktober 2015 ausläuft.

... und das Antidementivum Galantamin bilden den therapeutischen Kern der Gesellschaft

Bis Ende 201 ist Sanochemia Exklusivlieferant für synthetisch hergestelltes Galantamin für die belgische Janssen-Cilag, einem weltweit tätigen Tochterunternehmen von Johnson & Johnson. Mit Ausnahme von Großbritannien und Irland, wo Shire die Vertriebsrechte besitzt, vertreibt Janssen das Produkt weltweit als Alzheimerpräparat unter dem Namen Reminyl®. Nach Auslaufen des Patentschutzes kann Sanochemia den Wirkstoff – unter der Voraussetzung, die Zulassung für die eingereichte Dokumentation zu erhalten – zukünftig auch unter eigenem Label vertreiben oder anderen Anbietern weltweit anbieten. Da-

mit steigt nach unserer Einschätzung nicht nur das mittelfristige Potential für Sanochemia, sondern verringert sich auch die Abhängigkeit gegenüber dem wichtigsten Einzelkunden.

Direkter und indirekter Vertrieb

Zielkunden im Bereich der diagnostischen Humanmedizin sind vor allem Radiologen und radiologische Abteilungen in Krankenhäusern. Marketing und Vertrieb der klinischen Diagnostika im Bereich Imaging erfolgen zum einen über die jeweiligen Tochtergesellschaften der Sanochemia, insbesondere also über die Sanochemia Diagnostics Deutschland und Sanochemia Diagnostics International, zum anderen über vertraglich gebundene Vertriebspartner und Kooperationen. Produkte der humanmedizinischen Therapeutika werden ausschließlich über Vertriebspartnerschaften vertrieben.

Sowohl mit direktem wie mit indirektem Vertrieb am Markt präsent

Im Marktsegment Veterinärpharmazeutika ist Sanochemia seit Anfang 2011 durch die Übernahme der Alvetra-Gruppe tätig. Das Produktspektrum im veterinärpharmazeutischen Bereich ist begrenzter als im Bereich der Humanpharmazeutika und beinhaltet im Wesentlichen therapeutische Präparate zur Fertilitätssteigerung und zur Behandlung von postoperativen Schmerzen bei Haus- und Nutztieren.

Veterinärpharmazeutika: Überblick der Geschäftstätigkeit

Durch die Übernahme der Alvetra u. Werfft GmbH Anfang 2011 wurde die Produktpalette um das Segment Veterinärpharmazeutika erweitert. Basis war eine jahrelange Produktionstätigkeit von Sanochemia für Alvetra, die selbst keine Fertigungsanlagen für die Herstellung von Pharmazeutika besitzt. Der Kaufpreis für die vollständige Übernahme belief sich auf EUR 5,2 Mio. und wurde letztlich über eine Sachkapitalerhöhung beglichen. Hierzu wurde das Grundkapital von Sanochemia im Februar 2011 um 1,3 Mio. Aktien auf 12,9 Mio. Stück Aktien erhöht. Der Ausgabebetrag lag mit EUR 3,95 deutlich über dem aktuellen Aktienkurs von EUR 1,79. Seither ist die J. Medinger & Söhne als vormalige Eigentümerin der Alvetra mit rund 10,2% der Stimmanteile zweitgrößte Einzelaktionärin der Sanochemia Pharmazeutika AG.

Durch die Übernahme der Alvetra-Gruppe gelang der Einstieg in den Markt für Veterinärpharmazeutika

Das Produktportefeuille von Alvetra umfasst im pharmazeutischen Bereich Antinfektiva zur injizierbaren, oralen, lokalen und intramammären Anwendung sowie Antiparasitika, Analgetika, Hormone, Kalziumpräparate und Provitamine. Darüber hinaus werden auch nicht veterinärmedizinische Produkte, insbesondere spezielle Ergänzungsfuttermittel für Haus- und Nutztiere sowie Mikrochips zur Tierkennzeichnung angeboten.

Hauptumsatzträger im veterinärpharmazeutischen Bereich sind folgende beiden Produkte:

- ✦ **Carofertin**, ein biologisches Präparat zur Fertilitätssteigerung ohne Hormoneinsatz bei Rindern und Schweinen.
- ✦ **Alvegesic**, ein spezielles Schmerzpräparat für Pferde, Hunde und Katzen zur postoperativen Anwendung, das auch in Kombination zur Sedation und Narkose eingesetzt wird.

Direkter und indirekter Vertrieb

In Österreich sowie den Ländern der EU und der CEE erfolgt der Vertrieb über die eigenen Tochtergesellschaften, in den Nahen Osten und nach Südostasien werden die Produkte über Vertriebspartnerschaften exportiert.

Das Marktsegment Produktion beinhaltet die Wirkstoffsynthese und die Pharmaproduktion – von der Arzneimittelformulierung bis hin zur Verpackung – sowohl für die eigenen Human- und Veterinärpharmazeutika als auch im Auftrag Dritter (Kontraktfertigung). Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil dabei ist nach unserer Einschätzung Sanochemias hohe Kompetenz und Reputation in der Wirkstoffsynthese, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der mannigfaltigen gesetzlichen Rahmenbedingungen und Richtlinien für die Produktion von Pharmazeutika, deren Nichteinhaltung für die Pharmaunternehmen erhebliche Strafzahlungen zur Folge haben können.

Regularien entlang der gesamten Wertschöpfungskette ...

Um die Sicherheit der hergestellten Medikamente und die Gesundheit der Anwender zu gewährleisten, werden immer umfassendere Regeln erlassen und Unternehmen immer stärker kontrolliert. Die eingeführten Regularien betreffen die komplette Wertschöpfungskette der Unternehmen in der Life Science-Branche, angefangen von der Produktion bis hin zur Vermarktung der Produkte. Beispiele sind die Richtlinien für Gute Arbeitspraxis (GxP) und Qualitätssysteme, die u. a. die

- ✦ Gute klinische Praxis (GCP),
- ✦ Gute Laborpraxis (GLP),
- ✦ Gute Herstellungspraxis (GMP),
- ✦ Gute Automatisierte Herstellungspraxis (GAMP)

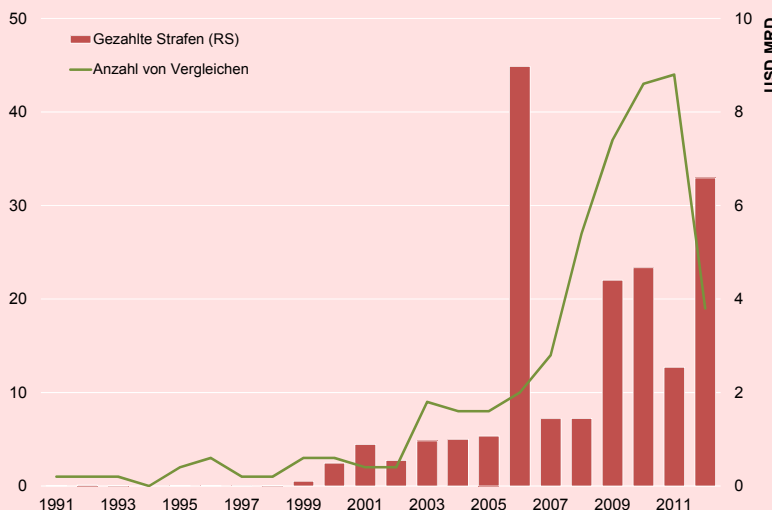
umfassen. Die GxP-konforme Einhaltung der von der EMA (European Medicines Agency, früher EMEA), der Food and Drug Administration (FDA) der USA und von nationalen Gesundheitsbehörden vorgegebenen Richtlinien und Gesetze sind für produzierende Unternehmen in der Pharma-, Biotech-, Lebensmittel-, Chemie- und Kosmetikbranche oberstes Gebot.

... zum Beispiel in den USA

Die Kontrollen über deren Einhaltung sind streng. So wurden im Jahr 2012 von der FDA 78 Warning Letters versendet. Hiervon entfielen beinahe 30% aller Warning Letters auf den Bereich der Herstellung und Produktqualität. Dies ist insofern von großer Bedeutung, da eine Verwarnung im Extremfall mit Importstopps für einzelne Produkte oder der Schließung kompletter Produktionsstätten einhergehen kann. Umsatzausfälle und Reputationsschäden stellen für die betroffenen Unternehmen ein erhebliches Geschäftsrisiko dar.

Ein typisches Beispiel ist Apotex: Der größte kanadische Generikahersteller erhielt einen Warning Letter von der FDA mit einem angedrohten Importstopp wegen Verletzung der 21 CFR 211.113 (b)-Richtlinien. Dabei hat das Unternehmen nicht alle notwendigen Beschreibungen zur Gewährleistung einer sicheren Produktion zur Verfügung gestellt. Die Umsatzstrafen werden auf ca. USD 520 Mio. eingeschätzt.

ABBILDUNG 8: ABGESCHLOSSENE VERFAHREN UND STRAFZAHLUNGEN IM US-PHARMASEKTOR



QUELLE: PUBLIC CITIZEN

Seit 1991 wurden von der Pharmaindustrie in den USA mehr als USD 20 Mrd. an Strafzahlungen aufgrund der Nichteinhaltung von Compliance-Regeln bezahlt. Drei Viertel dieser Strafzahlungen wurden in den vergangenen sieben Jahren verhängt. Bislang gibt es keine Anzeichen für eine Trendumkehr.

Gesetzliche Rahmenbedingungen in Deutschland

Das deutsche Arzneimittelgesetz (AMG) regelt ergänzend zum Betäubungsmittelgesetz den Verkehr von Arzneimitteln für eine ordnungsgemäße und sichere

Versorgung von Mensch und Tier. Für Pharmaunternehmen ist insbesondere der dritte Abschnitt relevant, der die Herstellung von Arzneimitteln regelt. Durch die 12. AMG-Novelle wurden 2005 die Vorschriften zur Pharmakovigilanz durch Anpassung an europäisches Recht erweitert mit der Folge, dass Pharmaunternehmen zur umfassenden Dokumentation und Meldung von Verdachtsfällen über Nebenwirkungen verpflichtet wurden. Verdachtsfälle schwerwiegender Nebenwirkungen von Arzneimitteln müssen innerhalb bestimmter Fristen elektronisch in einem Standardformat an die zuständige deutsche Bundesoberbehörde übermittelt und von dort an die zentrale Datenbank der Europäischen Arzneimittelagentur übermittelt werden. Darüber hinaus müssen Pharmaunternehmen der zuständigen Behörde in festgelegten Zeitabständen aktualisierte Berichte über die Unbedenklichkeit eines Arzneimittels vorlegen.

Sanochemia profitiert vom Outsourcing-Boom ...

Im Marktsegment Produktion ist Sanochemia auf ihrer Multi Purpose Anlage (MPA) mit eigenen patentgeschützten Prozessen tätig. Die Aktivitäten können in drei Bereiche untergliedert werden:

- ✦ Im Bereich **Wirkstoffsynthese** werden aktive pharmazeutische Wirksubstanzen (API) entwickelt und produziert, und zwar auf allen Entwicklungsstufen, von der Verfahrensentwicklung, Analytik und Pilotierung über Upscaling und bis hin zur Produktion des pharmazeutischen Wirkstoffes unter Berücksichtigung von CGMP-Anforderungen im Tonnenmaßstab.
- ✦ Im Bereich **Pharmaproduktion**, dem ursprünglichen Kerngeschäft der Gesellschaft, ist Sanochemia spezialisiert auf die Herstellung flüssiger bis halbfester Darreichungsformen von sterilen und keimarmen Produkten der Klassen Antibiotika und Allgemeine.
- ✦ Im Bereich **Pharmaauftragsproduktion** ist Sanochemia auf verschiedenen Wertschöpfungsstufen tätig: Zum einen in der Arzneimittelentwicklung und galenischen Entwicklung, zum anderen im Contract Manufacturing. In ersterer unterstützt Sanochemia Pharmaunternehmen in der Analytik für Wirkstoffe und Fertigprodukte einschließlich der Methodenentwicklung, Validierung und Stabilitätsstudien, in letzterem wird die gesamte pharmazeutische Wertschöpfungskette vom Labor bis hin zur Produktion im Industriemaßstab als Dienstleistung für Dritte angeboten.

Eine besondere Stärke sieht das Unternehmen in der schnellen Reaktion auf Kundenbedürfnisse und der großen Kundennähe.

Hohe Kompetenz und Reputation in der Wirkstoffsynthese

Auf der Grundlage jahrelanger Erfahrungen in der synthetischen Herstellung von Galantamin (einem der Schlüsselprodukte der Gesellschaft) hat Sanochemia sowohl das Syntheseverfahren zur Herstellung von hochreinem Galantamin verbessert als auch ein neuartiges Herstellungsverfahren für die Synthese von hochreinem Tolperison entwickelt. Für beide Neuentwicklungen sind die verschiedenen Patentanmeldungen für einen letztlich weltweiten Schutz erfolgt; auch einzelne Länderpatente wurden bereits erteilt. Dabei wird das eigene Know-how nicht nur dazu genutzt, selbst neue Substanzen in Anlehnung an bereits bekannte Wirkstoffe zu entwickeln, sondern auch um diese weiter zu lizensieren oder um anderen Pharmaunternehmen Entwicklungsleistungen für pharmazeutische Wirkstoffe anzubieten.

Strategisch bedeutende Kompetenz in der Synthese von hochspezifischen Wirkstoffen

Galantamin: Herstellungspatent seit 1996, Verfahrensschutz bis 2027

Ein Beispiel für die strategische Bedeutung der hohen Kompetenz in der Wirkstoffsynthese ist die synthetische Produktion von Galantamin, einem natürlichen Antidementivum zur Behandlung von Demenzerkrankungen, insbesondere von Alzheimer. Synthetisches Galantamin hat gegenüber dem natürlichen Wirkstoff des Schneeglöckchens einen erheblichen Kostenvorteil. Für die Entwicklung eines ersten Syntheseverfahrens von Galantamin im industriellen Maßstab wurde Sanochemia 1996 ein weltweites Herstellungspatent erteilt, das Ende dieses Jahres ausläuft. Allerdings hat Sanochemia in den vergangenen Jahren ein verbessertes Syntheseverfahren zur Herstellung von Galantamin in hochreiner Qualität entwickelt. Erste Verfahrenspatente zur Erlangung eines angestrebten weltweiten Patentschutzes wurden 2008 für Österreich und 2013 für die USA erteilt.

Beispiel: Verbessertes Syntheseverfahren zur Herstellung von hochreinem Galantamin

Klinische Entwicklungsprojekte im Bereich Forschung und Entwicklung betreibt Sanochemia in Eigenregie nur bis zur Phase II, die kostenintensiven Phase-III-Zulassungsstudien werden nur gemeinsam mit Partnern durchgeführt. Sanochemia konzentriert sich auf ausgewählte Indikationssegmente, in denen das Management Bedarf an neuen Diagnostika und Therapeutika erkennt. In der Entwicklungspipeline stehen insbesondere zwei neue Krebsdiagnostika (davon eines als zusätzliches Therapeutikum), MRT-Diagnostika der nächsten Generation und die neuentwickelte hochreine Form von Tolperison.

Fokus auf ausgewählte Kompetenzbereiche, keine Grundlagenforschung
Im Marktsegment Forschung und Entwicklung

- ✦ entwickelt Sanochemia selbst neue Substanzen in Anlehnung an bereits bekannte Wirkstoffe,
- ✦ betreibt medizinisch-chemische Forschung und
- ✦ führt diese unter Einschaltung spezialisierter Auftragsforschungsinstitute, sogenannter Contract Research Organizations (CROs), aber unter eigener Federführung durch die Vorklinik und die ersten Phasen der klinischen Forschung.

Sanochemias Know-how liegt in der Einschätzung des klinischen Potenzials eines Wirkstoffkandidaten und der raschen Durchführung von Studien zum Nachweis von Wirkkonzepten (Proof of Concept). Dabei werden Substanzen bevorzugt, die neben Lizenzerlösen auch zusätzlich die Wertschöpfung in der eigenen Syntheseanlage und Pharmaproduktion erwarten lassen.

Diese eigenentwickelten Wirkstoffe werden anschließend in den eigenen Syntheseanlagen produziert.

ABBILDUNG 9: F&E-ENTWICKLUNGSPipeline



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Phase III nur gemeinsam mit Partnern

Die klinischen Entwicklungsprojekte betreibt Sanochemia in der Regel nur bis zur Phase II, in der das Therapiekonzept (Proof of Concept, Phase IIa) überprüft, die geeignete Therapiedosis (Dose Finding, Phase IIb) gefunden und positive Effekte der Therapie beobachtet werden müssen. Die daran anschlie-

ßenden kostenintensiven Phase-III-Zulassungsstudien, in der die Wirksamkeit und das Nebenwirkungsprofil an einem größeren Patientenkollektiv untersucht werden, führt Sanochemia nicht länger in Eigenregie, sondern nur gemeinsam mit Partnern durch. Für Sanochemia hat dies den Vorteil, dass Kosten und Risiken geteilt und bereits während der Entwicklungsphase Erlöse durch Milestone-Zahlungen generiert werden können.

F&E-Schwerpunkte Onkologie und Schmerz

Sanochemia ist im Bereich Forschung und Entwicklung nur in ausgewählten Indikationssegmenten tätig, in denen das Management Bedarf an neuen Diagnostika und Therapeutika erkennt, in denen die bestehenden Behandlungsmöglichkeiten verbessert werden können oder die aufgrund der demografischen Entwicklungen (Stichwort Verschiebung der Altersstruktur der Gesellschaft) zukünftig vermehrt nachgefragt werden dürften.

F&E Schwerpunkte zielen auf Indikationen, die aufgrund der steigenden Lebenserwartung und demographischen Entwicklung einen wachsenden Bedarf erwarten lassen sowie auf die Gebiete Schmerz und Onkologie

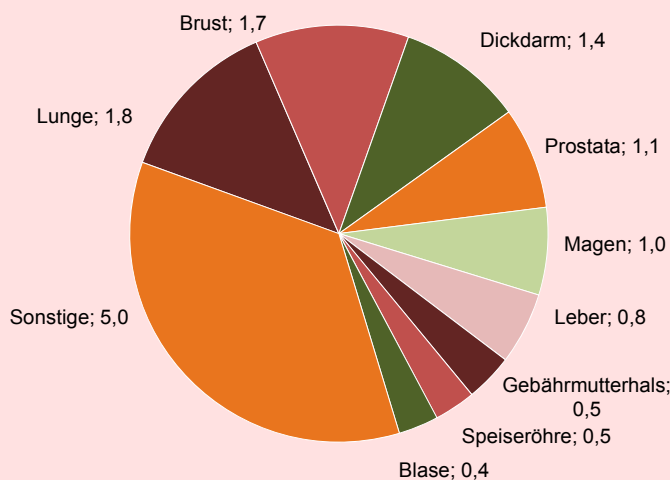
Beispiele hierfür sind

- ✦ die Behandlung **neurologischer Erkrankungen** wie schmerzhafte und dauerhafte Muskelpasmen (z. B. Hexenschuss, Schleudertraumata), etwa infolge neurologischer Erkrankungen wie MS, Schädel-Hirn-Trauma oder Zerebralklerose oder auch als Folge eines Schlaganfalls,
- ✦ die Diagnose und Therapie von **Blasenkrebs**, einer der häufigsten Krebserkrankungen weltweit oder
- ✦ eine effizientere Diagnose von **Pankreaserkrankungen** (z. B. Zollinger-Ellison-Syndrom) und **Pankreaskarzinomen**.

Therapiegebiet Schmerz bzw. neurologische Erkrankungen

Kernprodukt im Therapiegebiet Schmerz ist der Wirkstoff Tolperison, der unter dem Namen Viveo seit 2007 im Deutschland auf dem Markt ist. Vertriebslizenzpartner für Deutschland, die Schweiz und das Baltikum ist Orion und 2009/10 wurde eine Lizenz- und Vertriebspartnerschaft mit Eczascibasi zur Vermarktung von Tolperison in der Türkei vereinbart, die dortige Zulassung ist laut Unternehmensangaben in einem fortgeschrittenem Stadium. 2012 wurde darüber hinaus ein exklusiver Lizenzvertrag für die klinische Weiterentwicklung und den späteren Vertrieb von hochreinem Tolperison in Nordamerika unterzeichnet. In den USA gilt Tolperison als „New Chemical Entity“ bzw. als neue chemische Wirksubstanz, für die Sanochemia bei der FDA eine Investigational New Drug Application (IND) mit Daten von neuen vorklinischen und klinischen Studien eingereicht hat. Die Marktreife für einen Verkauf in den USA soll in zwei bis drei Jahren erlangt werden.

ABBILDUNG 10: ANZAHL DER KREBSNEUERKRANKUNGEN WELTWEIT (IN MIO.), 2012



Die Abbildung zeigt den Anteil der häufigsten Krebsarten an der weltweiten Zahl der Krebs-Neuerkrankungen im Jahr 2012. Laut der WHO (Welt-Krebsbericht 2014 der International Agency for Research on Cancer) wurde die Zahl der Krebs-Neuerkrankungen in diesem Jahr weltweit auf rund 14,1 Mio. Fälle geschätzt. Rund 3,1% der Neuerkrankungen entfielen auf Blasenkrebs.

QUELLE: WHO, INTERNATIONAL AGENCY FOR RESEARCH ON CANCER (2014)

Diagnose und Therapie von Blasenkrebs

Blasenkrebs zählt zu den häufigsten Krebsneuerkrankungen weltweit. Obwohl Patienten bei frühzeitiger Diagnose und Therapie gute Überlebenschancen haben, ist die Rezidivrate von 50-70% sehr hoch. Voraussetzung für eine optimale diagnostische und therapeutische Behandlung ist die vollständige Erkennung der oft kleinen, flachen und atypischen Tumore. Seit 2006 (in den USA seit 2010) ist das photodynamische Diagnostikum Hexvix europaweit zugelassen und wurde bis 2011 von GE Healthcare vermarktet; inzwischen hat die Vermarktung Ipsen übernommen.

Im Jahr 2005 hat Sanochemia von der österreichischen Planta Naturstoffe GmbH die Exklusivrechte für PVP-Hypericin (Produktname Vidon), einem wasserlöslichen Farbstoff, erworben, der sich in Tumorzellen ansammelt und diese durch seine fluoreszierenden Eigenschaften gut sichtbar macht. Das Projekt befindet sich in der klinischen Phase IIb und wird von Sanochemia zur Zulassungseinreichung in Europa und den USA geführt. Darüber hinaus befindet sich der Einsatz von PVP-Hypericin als Therapeutikum in der präklinischen Entwicklung. Nach der Verabreichung von PVP-Hypericin in die erkrankte Blase wird diese mit einer Lichtquelle bestrahlt mit dem Ziel eines selektiven Absterbens der Tumorzellen.

Neben der Diagnose und Therapie von Blasenkrebs sieht Sanochemia in dem Farbstoff Chancen für weitere Entwicklungen zur Diagnostik und Therapie anderer Krebsformen. Sowohl in Europa als auch in den USA hält Sanochemia Patente, die den Schutz der Substanz, Synthese und Anwendung für die Diagnose und Therapie verschiedener Karzinome sichern.

Effiziente Diagnose von Pankreaserkrankungen

Das Pankreasfunktionsdiagnostikum Secrelux ist bisher nur in Deutschland für die Diagnostik der exokrinen Pankreasfunktion und für die Erkennung des Zollinger-Ellison-Syndroms zugelassen, einem Tumor in der Bauchspeicheldrüse oder dem oberen Dünndarm. In anderen europäischen Ländern erfolgt der Vertrieb bislang ausschließlich auf „named patient-Basis“. Ebenfalls auf named patient-Basis wurde 2013 eine Vertriebskooperation für Australien, Neuseeland, Japan, Südafrika und Teile Asiens besiegelt. Zulassungsanträge für fünf weitere europäische Länder wurden bereits eingereicht. Parallel dazu strebt Sanochemia eine Zulassung von Secrelux für weitere Verfahren der Pankreasdiagnostik an.

Magnetresonanzprodukt der nächsten Generation: Cyclolux

Im Oktober 2013 wurde der Antrag auf europäische Zulassung des weiterentwickelten Kontrastmittels für den Einsatz in der Magnetresonanztomographie Cyclolux gestellt. Cyclolux soll nach dreijähriger Entwicklungszeit als Generikum zum europaweiten Marktführer für MR-Kontrastmittel Dotarem (Hersteller Guerbet, Marktanteil 2012 fast 50%) plangemäß ab Jahr 2015 in den Vertrieb gehen. Als wichtigsten Vorteil beschreibt Sanochemia das verringerte Nebenwirkungsrisiko hinsichtlich NSF (Nephrogene Systemische Fibrose). Nach Einschätzung des Managements könnte damit mittelfristig ein Marktanteil von 3-5% des MR-Marktes erreicht werden.

Der weltweite Umsatz für Blasenkrebsdiagnostik beträgt rund USD 700 Mio. (EUR 500 Mio.)

Erweiterung der Zulassungen für Secrelux

Aufgrund der sehr guten kontrastgebenden Eigenschaften und der breitgefächerten Anwendungsmöglichkeiten ist die Magnetresonanztomografie ein überdurchschnittlich wachsender Teilbereich in der bildgebenden Diagnostik. Das Marktvolumen in Europa beträgt rund EUR 350 Mio.

Internationalisierung der Marktpräsenz

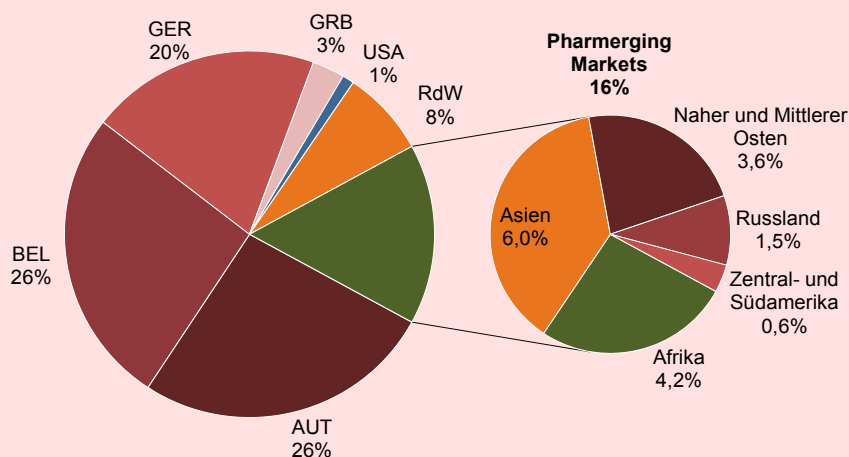
Im Zentrum der Unternehmensstrategie steht die Internationalisierung der Marktpräsenz. Damit etabliert sich Sanochemia auf den pharmazeutischen Wachstumsmärkten, den sogenannten Pharmerging Markets in Asien, Lateinamerika, Nordafrika, Osteuropa und im Nahen und Mittleren Osten, wo bei guten Margen zweistellige Wachstumsraten erzielt werden können. Mittelfristig ebenfalls deutlich an Bedeutung gewinnen soll nach Plänen des Unternehmens der US-amerikanische Pharmamarkt, auf dem Sanochemia bislang nur unzureichend vertreten ist. Im vergangenen Geschäftsjahr hat Sanochemia nach einer Inspektion durch die FDA den Bescheid erhalten, wonach die Anlagen die notwendigen Standards für Lieferungen in die USA erfüllen; vor kurzem wurde die endgültige Zulassung bestätigt.

Drei Viertel der Umsätze in drei europäischen Kernmärkten ...

Im vergangenen Geschäftsjahr wurden 72,7% der Erlöse in den Märkten Österreich, Deutschland und Belgien erwirtschaftet. Die exponierte Rolle des belgischen Marktes mag überraschen, ist jedoch Ergebnis der Geschäftsbeziehung mit Janssen Pharmaceutica, einer Tochter von Johnson & Johnson, für die Sanochemia den Wirkstoff Galantamin exklusiv als Kontraktproduzent herstellt.

Aus der Beziehung mit Janssen könnte ein Klumpenrisiko abgeleitet werden.

ABBILDUNG 11: SANOCHEMIA UMSATZ NACH REGIONEN, 2012/13



Die Wachstumsmärkte werden in den kommenden Jahren deutlich an Bedeutung gewinnen. Aktuell sind die Pharmerging Markets für einen Umsatzanteil von 16,0% verantwortlich.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN

... doch Phamergering Markets gewinnen massiv an Bedeutung

Zentrales Element der Unternehmensstrategie ist die Expansion in die wachsenden Pharmamärkte, insbesondere in die sogenannten „Pharmerging Markets“ des Nahen und Mittleren Ostens, Ostasiens wie z. B. Korea, Osteuropas sowie Nord- und Zentralafrikas. Für diese Länder, die IMS Health in drei Gruppen unterteilt, namentlich

Die Pharmerging Markets sind bereits für 16% der Konzern Erlöse Sanochemias verantwortlich.

✦ **Tier 1:** China,

✦ **Tier 2:** Brasilien, Russland, Indien

✦ **Tier 3:** Algerien, Argentinien, Kolumbien, Ägypten, Indonesien, Mexiko, Nigeria, Pakistan, Polen, Rumänien, Saudi Arabien, Südafrika, Türkei, Ukraine, Venezuela und Vietnam,

prognostiziert das führende Marktforschungsinstitut für die kommenden Jahre überdurchschnittliche Wachstumsraten im zum Teil unteren zweistelligen Bereich. Den Marktzutritt in diese Länder erreicht Sanochemia sowohl über Partnerschaften als auch über eigene Niederlassungen. Ein Beispiel hierfür ist die Vertriebsvereinbarung mit der spanischen Iberoinvesa, über die das Diagnostika-Portefeuille auf der iberischen Halbinsel sowie in Lateinamerika vermarktet wird.

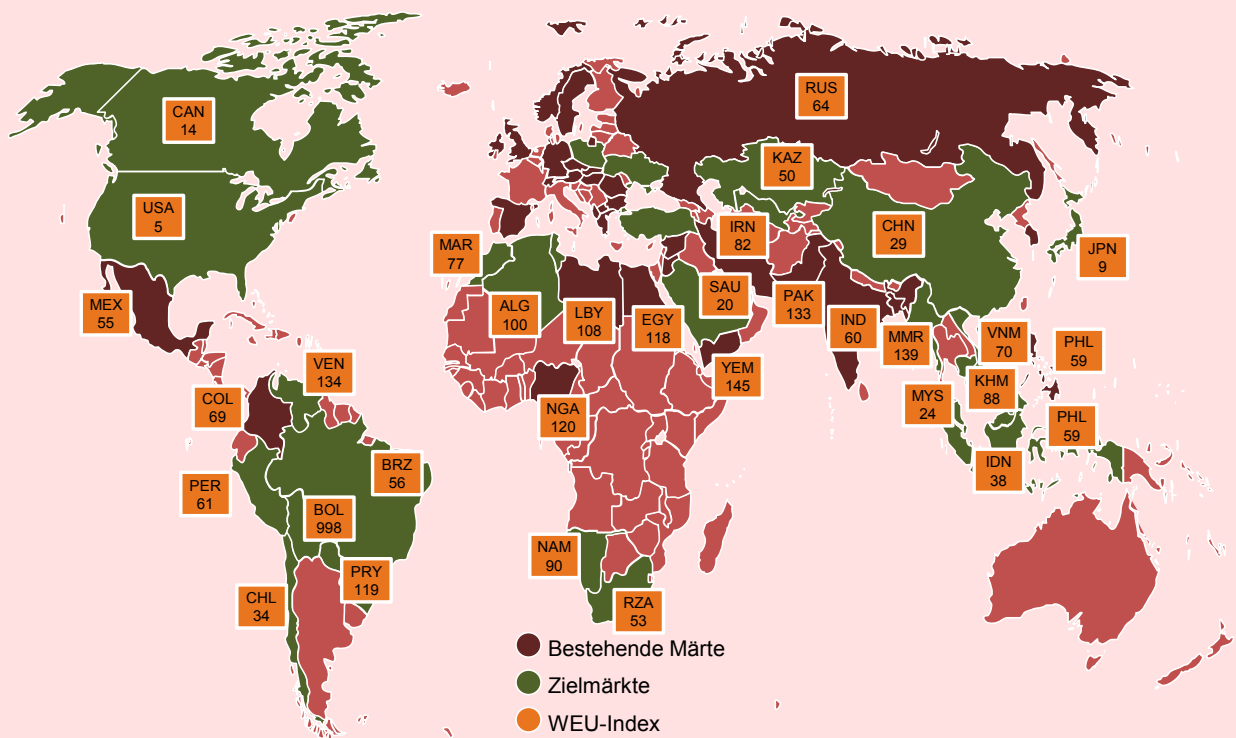
Die politische Stabilität der Pharmerging Markets

Nach der Arabellion der letzten Jahre stellt sich die Frage, ob die von Sanochemia adressierten Märkte über die erforderliche politische Stabilität verfügen bzw. zu einer solchen zurückkehren können. Zur Einschätzung der politischen Stabilität orientieren wir uns an dem vom World Economic Forum (WEU) erstellten Global Competitiveness Index (Wachstumswettbewerbsfähigkeitsindex), einem Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Staaten, in den Dutzende von Indikatoren wie Bestechlichkeit, Ausbildungsniveau, Kosten von Gewalt und Terrorismus, der Anteil des organisierten Verbrechens oder das Ausmaß der politischen Regulierung aufgenommen und zu einem Gesamtindex subsummiert werden.

Die WEI-Weltrangliste 2012/13 der stabilsten Länder der Welt wird angeführt von der Schweiz, Singapur und Finnland. Deutschland rangiert auf Platz 4.

In nachfolgender Abbildung 12 werden die WEU-Weltranglistenplätze des Gesamtindex derjenigen Staaten aufgeführt, in denen Sanochemia den Markteintritt bereits vollzogen oder in den kommenden Jahren durchzuführen plant.

ABBILDUNG 12: INTERNATIONALISIERUNG IN WACHSTUMSMÄRKTE UND WEU-RANKING

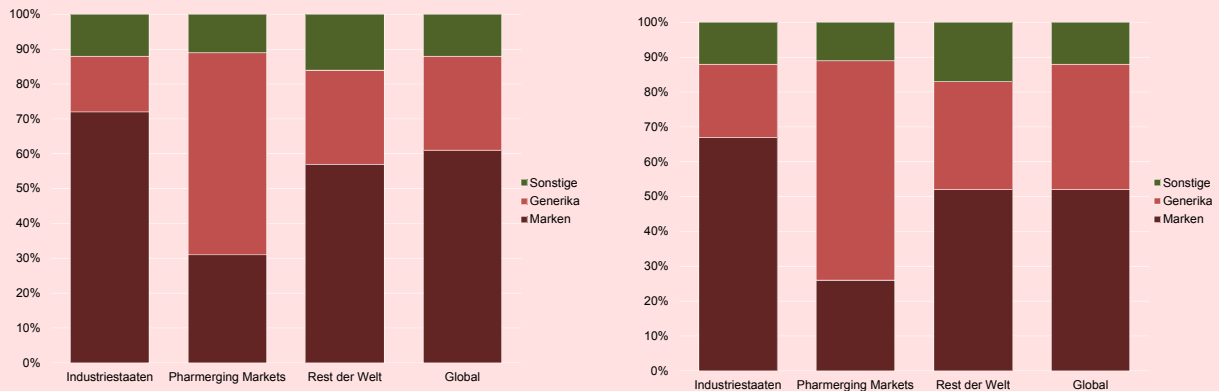


QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, IMS HEALTH, SPHENE CAPITAL

Rapide steigende Bedeutung von Generika

Die Ausgaben für Pharmazeutika in den entwickelten Industriestaaten werden auch weiterhin von Markenprodukten dominiert werden. Nicht so in den wachstumsstarken Pharmerging Markets und im Rest der Welt, wo sich der Generikaanteil nach Einschätzung von IMS Health sogar noch mehr als bisher ausweiten dürfte. Weltweit dürfte der Generikaanteil damit bis 2017 von derzeit 27% auf 36% ansteigen, während sich der Anteil der Markenprodukte im gleichen Zeitraum von derzeit 61% auf 52% verringert.

ABBILDUNG 13: STEIGENDER ANTEIL VON GENERIKA WELTWEIT 2012 (LS) UND 2017E (RS)



QUELLE: IMS HEALTH

Steigende Bedeutung auch des US-amerikanischen Marktes

Mit einem Anteil von ca. 34% der globalen Arzneimittelausgaben sind die USA der größte Pharmamarkt der Welt. Umso erstaunlicher ist es, dass Sanochemia mit einem Umsatzanteil von gerade 1,0% auf diesem Markt im Grunde nicht präsent ist. Dies soll sich allerdings mittelfristig ändern: So erhielt Sanochemia im vergangenen Geschäftsjahr nach einer Inspektion durch die amerikanische Gesundheitsbehörde FDA den Bescheid, dass die Anlagen die notwendigen Standards für Lieferungen in die USA erfüllen würden, und vor kurzem wurde die endgültige Zulassung erteilt. Ab dem Geschäftsjahr 2015/16 werden damit die Kontrastmittel Scanlux und MR-Lux in den USA über einen Partner vertrieben werden können. Würde Sanochemia bei Kontrastmitteln in den USA einen vergleichbaren Marktanteil wie in Europa einnehmen (also etwa von ~5,0%), wäre dies für Sanochemia gleichbedeutend mit einer Umsatzverdoppelung gegenüber dem Niveau des letzten Geschäftsjahres.

Ein Erfolg in den USA könnte für Sanochemia erhebliche Auswirkungen auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung haben.

Für Tolperison wurde eine hochreine Form der Wirksubstanz für die USA entwickelt, was ein Vorteil für die Vermarktung sein sollte. Die Marktreife soll in zwei bis drei Jahren erlangt werden. Weitere Milestone-Zahlungen sowie umsatzabhängige Royalties werden erwartet.

Unternehmensgeschichte

Die Wurzeln von Sanochemia reichen bis ins 15. Jahrhundert zurück, als eine heute noch bestehende Apotheke gegründet wurde, die allgemein als Vorläuferin von Sanochemia gilt. Aus dieser wurde in den 1940iger-Jahren die industrielle Produktion von Pharmazeutika ausgegliedert und in den 1970iger-Jahren vom heutigen Vorstand, Dr. Werner Frantsits, übernommen, modernisiert und international wettbewerbsfähig gemacht. Die 1990iger-Jahre waren geprägt von diversen Ausgliederungen, Übernahmen und Verschmelzungen und mündeten 1999 in den Gang an die Frankfurter Wertpapierbörse. 2012 begab Sanochemia eine Mittelstandsanleihe in Eigenemission.

Mehr als 140 Jahre Unternehmensgeschichte

1441 wurde in Wien mit der Eröffnung der noch heute bestehenden Apotheke „Zur goldenen Krone“ der Grundstein der Sanochemia gelegt. Vor bereits mehr als 140 Jahren begann dann der damalige Eigentümer, Anton von Waldheim, mit der industriellen Produktion von Arzneimitteln. 1937 wurde die Arzneimittelproduktion aus der Apotheke ausgelagert und in die Anton von Waldheim Erzeugung und Vertrieb chemisch-pharmazeutischer Präparate OGH überführt. Deren Nachfolgesellschaft wurde 1972 von Dr. Werner Frantsits und anderen stillen Gesellschaftern übernommen und modernisiert. In den 1980iger-Jahren wurde die Produktion ins rund 50 km südlich von Wien gelegene Neufeld a. d. Leitha im Burgenland verlagert. In den Jahren danach wurde das Portefeuille durch verschiedene Zukäufe und Neugründungen von human- und veterinärmedizinischen Unternehmen erweitert.

Mehr als vier Jahrzehnte Kontinuität im C-Level-Management

ABBILDUNG 14: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK

	1990	1995	2000	2005	2010
Corporate	1990 Gründung	1999 IPO an der Frankfurter Wertpapierbörse zu DEM 34,00 je Aktie		2011 Kapitalerhöhung in Höhe von EUR 4,5 Mio.	2012 Mittelstandsanleihe am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse in Höhe von bis zu EUR 15,0 Mio.
Strategie	1998 Verschmelzung mit Waldheim Pharmazeutika	1998 Kooperation mit Janssen (Johnson & Johnson)	2002 Vollständige Übernahme der Goldham Pharma	2006 Mehrheitsbeteiligung an Alcasynn Pharmaceuticals	2010 Übernahme der Alvetra u. Werfft GmbH, Einstieg in die Veterinärmedizin
Pharma	1996 Patent auf das Syntheseverfahren von Galantamin	2000 Markteinführung des ersten generischen Röntgenkontrastmittels Iopamidol in GER/AUT	2006 Entwicklungsfokus Tolperison	2010 Europaweite Zulassung des MRT-Kontrastmittels Scanlux	
Regional		2001 Gründung der Sanochemia Diagnostics UK Ltd.	2002 Gründung der Sanochemia Deutschland GmbH	2004 Gründung der Sanochemia US Corp. in den USA	2011ff Diverse Vertriebspartnerschaften in Afrika und Asien
Financials		2000 Umsatz EUR 13,0 Mio. EBIT -5,0 Mio. 138 Mitarbeiter	2005 Umsatz EUR 28,9 Mio. EBIT EUR 3,5 Mio. 166 Mitarbeiter	2010 Umsatz EUR 27,1 Mio. EBIT EUR 1,2 Mio. 169 Mitarbeiter	2013 Umsatz EUR 33,3 Mio. EBIT EUR 0,2 Mio. 176 Mitarbeiter

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die Jahre der Strukturierung und der Übernahmen

Die heutige Sanochemia Pharmazeutika AG wurde 1990 gegründet. Von 1990 bis 1997 wurde die Sanochemia-Unternehmensgruppe in die Bereiche Human- und Veterinärpharmazeutika aufgeteilt und der veterinärpharmazeutische Bereich schließlich in der Alvetra u. Werfft GmbH zusammengefasst. 1998 wurde

die Waldheim Pharmazeutika GmbH auf die Sanochemia Pharmazeutika AG verschmolzen. Durch die anfängliche Beteiligung und spätere vollständige Übernahme der deutschen Goldham Pharma GmbH konnte 1999 ein weiteres Geschäftsfeld im Bereich der Kontrastmittel eröffnet werden.

Börsengang und Segmentwechsel

Seit 1999 ist Sanochemia als österreichisches Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. 2010 erfolgte der Segmentwechsel vom Prime Standard in den General Standard und die Aufnahme des Handels am Dritten Markt der Börse Wien, 2013 erfolgt das Downgrading in den Entry Standard.

Die jüngere Unternehmensgeschichte

Nach dem Börsengang erhielten zahlreiche pharmazeutische und veterinärmedizinische Präparate ihre Zulassung, darunter das Demenz-Präparat Reminyl® mit dem Wirkstoff Galantamin, die Röntgenkontrastmittel Iopamidol und Scanlux und die Tolperison-Formulierung Viveo. Darüber hinaus ist Sanochemia in der Entwicklung eigener Präparate fortgeschritten, darunter das Blasenkrebsdiagnostikum PVP-Hypericin/Vidon.

Emission einer Mittelstandsanleihe 2012

Im Jahr 2012 hat Sanochemia zur Finanzierung des weiteren organischen Wachstums eine Mittelstandsanleihe am Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse begeben. Die Emission erfolgte in Eigenemission ohne Einschaltung platzierender Banken. Dabei konnten rund EUR 10,0 Mio. des prospektierten Emissionsvolumens von bis zu EUR 15,0 Mio. platziert werden.

Sanochemia ist ein teils gründer-, teils managergeführtes Unternehmen. Das Management-Board ist von hoher Kontinuität geprägt: Zusammen kann der dreiköpfige Vorstand auf mehr als 60 Jahre Erfahrung im Unternehmen zurückblicken.

Erfahrenes Management

Sanochemia wird von drei Vorständen geleitet, die zum Teil bereits seit Jahrzehnten im Unternehmen sind:

- ✦ **Dr. Werner Frantsits** ist einer der Gründer der Sanochemia und bereits seit den 1970er-Jahren aktiv und passiv im Unternehmen tätig. Von 1992 bis 2009 war er Vorsitzender des Aufsichtsrates der Gesellschaft, übernahm dann 2009 erneut die Position des Vorstandsvorsitzenden und verantwortet neben dieser Funktion auch den Bereich strategische Geschäftsführung.
- ✦ **Dr. Stefan Welzig** ist Vorstand für Produktion, Technik und Finanzen. Er studierte Technische Chemie. Er ist seit 1998 im Unternehmen in verschiedenen Funktionen tätig und wurde 2012 in den Vorstand berufen. Neben den genannten Aufgabenbereichen übt er auch die Funktion des gewerberechtigten Geschäftsführers aus.
- ✦ **Dr. Klaus Gerdes** ist Vorstand für Marketing und Sales, Forschung und Entwicklung sowie Investor Relations. Er studierte Organische Chemie und ist seit 2006 im Unternehmen, wo er zudem den Bereich New Business Development verantwortet.

Aktionärsstruktur und Kursperformance

Seit einer Kapitalerhöhung 2011, als im Zuge der Übernahme des 100%igen Anteils an der Alvetra u. Werfft GmbH eine Sachkapitalerhöhung gegen Ausgabe von rund 1,3 Mio. neuen Aktien vorgenommen wurde, umfasst das Grundkapital von Sanochemia rund 12,9 Mio. Stück Aktien. Bei einem aktuellen Kurs von EUR 1,79 beläuft sich die Marktkapitalisierung der Gesellschaft auf EUR 23,0 Mio.

Börsengang 1999

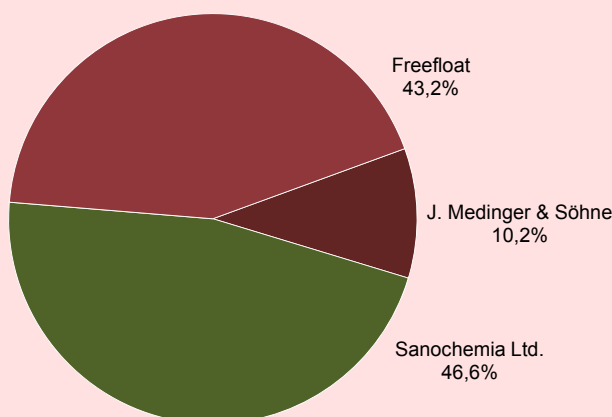
Seit Mai 1999 sind die Aktien der Sanochemia AG an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert, zunächst im Prime Standard, später im General Standard. Im November 2013 entschied sich das Management zu einem weiteren Downgrading in den Frankfurter Entry Standard.

Zum Börsengang 1999 erfolgte eine Kapitalerhöhung in Höhe von EUR 2,5 Mio. auf EUR 10,2 Mio. Der Mittelzufluss ins Unternehmen lag bei rund EUR 53,8 Mio. brutto. Ein Greenshoe wurde nicht platziert.

Neuer Großaktionär nach Übernahme der Alvetra-Gruppe

Größter Einzelaktionär der Sanochemia Pharmazeutika ist mit 46,6% die Sanochemia Ltd., eine Familienstiftung. Seit der Übernahme des 100%igen Anteils an der Alvetra u. Werfft GmbH von der J. Medinger & Söhne über eine Sachkapitalerhöhung ist diese mit 10,2% an Sanochemia die zweitgrößte Einzelaktionärin der Gesellschaft.

ABBILDUNG 15: AKTIONÄRSSTRUKTUR (PER ENDE 2013)



Größter Einzelaktionär der Gesellschaft ist mit 46,6% die Familienstiftung Sanochemia Ltd.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Der Freefloat liegt bei 43,2%

Weitere Investoren, die eine Meldeschwelle überschritten haben, sind nicht bekannt. Basierend auf 12,9 Mio. Aktien beträgt die Marktkapitalisierung der Gesellschaft zum 7. März 2014 EUR 23,0 Mio. Die Marktkapitalisierung des Free Floats liegt bei EUR 9,9 Mio.

Transparenzbereitschaft des Managements

Seit dem vergangenen Jahr notiert die Sanochemia-Aktie im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Auf dem Papier hat sich die Transparenzbereitschaft des Managements damit verschlechtert. Tatsächlich aber werden weiterhin Zwischenmitteilungen veröffentlicht, wenngleich in Zukunft nur noch in deutscher Sprache und – zumindest was die Q1- und Q3-Berichte anbelangt – in deutlich reduziertem Umfang. Auf der Homepage der Gesellschaft finden sich sämtliche Geschäfts- und Quartalsberichte seit dem Geschäftsjahr 2001/02 sowie verschiedene Präsentationen zu den Conference Calls, Bilanzpressenkonferenzen oder der Hauptversammlung.

Hohe Transparenzbereitschaft des Unternehmens

Seit dem IPO wurde noch keine Dividende ausgeschüttet

Sanochemia sieht sich als Wachstumsunternehmen und hat daher seit dem Börsengang noch keine Dividende ausgeschüttet. Innerhalb unseres Prognosehorizonts rechnen wir ebenfalls nicht mit einer Gewinnausschüttung.

Bis mindestens 2014/15e rechnen wir mit keiner Dividendenausschüttung.

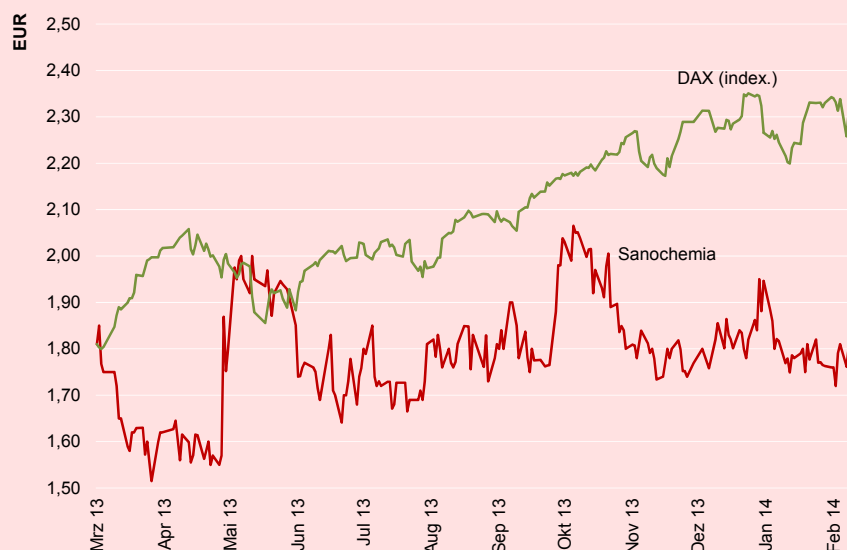
Als klassisches Unternehmen des Neuen Marktes ist der Aktienkurs nach dessen Niedergang unter erheblichen Druck geraten. Mitte 2012 wurde mit EUR 1,35 der Allzeittiefstand erreicht. In den vergangenen zwölf bzw. 24 Monaten befand sich der Aktienkurs in einer Seitwärtsbewegung, was einer deutlichen Underperformance gegenüber DAX und SDAX gleichkommt.

Kursperformance seit Anfang 2013

Seit Anfang 2013 konnte die Aktie von Sanochemia an die Performance von DAX und SDAX nicht heranreichen: Zwar musste in absoluten Zahlen kein Kursverlust hingenommen werden, relativ beträgt die Underperformance gegenüber dem DAX jedoch 22,2%, gegenüber dem SDAX 22,6%.

Mit 12,9 Mio. Aktien beläuft sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens auf der Basis des letzten Schlusskurses vom 7. März 2014 bei EUR 23,0 Mio. Bei einem Free Float von 43,2% liegt die Marktkapitalisierung des Free Float damit bei rund EUR 9,9 Mio.

ABBILDUNG 16: PERFORMANCE, LTM



Das durchschnittliche Handelsvolumen liegt bei rund 15.000 Stück Aktien pro Tag.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

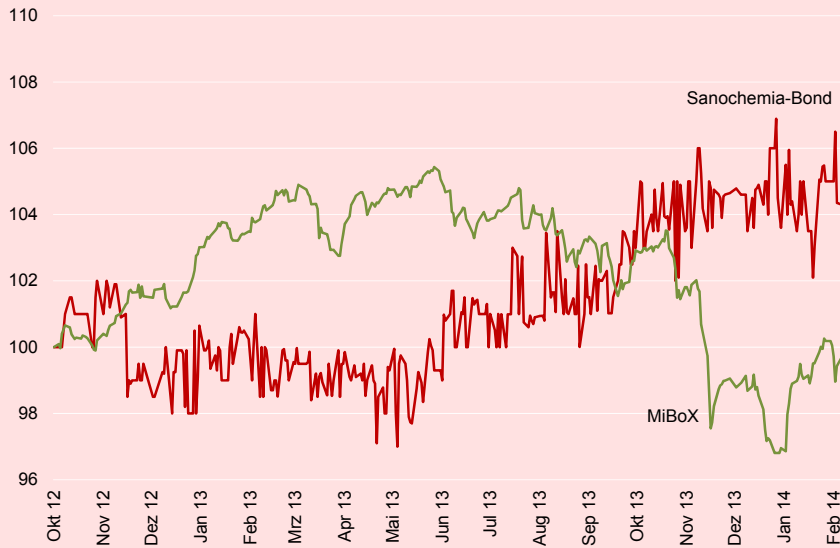
Im Oktober 2012 hat Sanochemia als erstes Pharma-Unternehmen eine Mittelstandsanleihe begeben. Die Platzierung erfolgte als Eigenemission, was zum einen niedrigere Platzierungskosten zur Folge hat und für Sanochemia zum anderen die Emission einer Zweitanleihe, etwa zur Ablösung der Erstanleihe, erleichtern sollte. Die Anleihe notiert mit aktuell 106,00% deutlich über pari, was eine Effektivverzinsung von knapp 5,8% zur Folge hat. Bezogen auf die Kursentwicklung zählt die Sanochemia-Anleihe damit zu den erfolgreichsten Mittelstandsanleihen des Frankfurter Entry Standards.

Kursperformance der Mittelstandsanleihe

Seit ihrem Börsengang konnte die Mittelstandsanleihe von Sanochemia den MoBoX, der alle festverzinslichen, in Euro denominierten Unternehmensanleihen umfasst, die in den Mittelstandssegmenten der Börsen, Stuttgart, Frankfurt, Düsseldorf, München oder Hamburg/Hannover begeben wurden und eine Restlaufzeit von mindestens zwölf Monaten aufweisen, deutlich outperformen. Inzwischen liegt die Yield to Maturity der Mittelstandsanleihe bei einem Kurs von

106,00% bei 5,8%, womit die Anleihe im Top-Quartil aller bislang begebenen Mittelstandsanleihen rangiert.

ABBILDUNG 17: PERFORMANCE DER MITTELSTANDSANLEIHE



Der MiBoX wird als Performance Index berechnet, bei dem Kuponzahlungen in den Index reinvestiert werden.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Strukturwandel im Pharmamarkt

Neben stagnierenden Zulassungsraten für neue Medikamente, Umsatzeinbußen durch Generika und Preisfestsetzungen für bestimmte Medikamente überschatten vor allem steigende Regulierungsanforderungen den Pharmamarkt. Schwellenländer, insbesondere die Emerging 7-Staaten (E7: BRIC, Indonesien, Mexiko und die Türkei), bieten weltweit die größten Wachstumsmöglichkeiten. Ihr Anteil an den weltweiten Pharmaumsätzen soll bis 2017 auf knapp 40% steigen, bei allerdings rückläufigen Margen.

Der globale Pharmamarkt profitiert von den Pharmerging Markets ...

Nach Angaben des US-amerikanischen Marktforschungsinstituts IMS Health erreichte der weltweite Pharmamarkt im Jahr 2012 ein Marktvolumen von etwa USD 965 Mrd. (+2,6% YoY). Während die reifen Märkte in Nordamerika, Europa und Japan wie schon in den vergangenen Jahren stagnierten bzw. nur noch geringe Wachstumsraten aufwiesen, haben die sogenannten Pharmerging Markets ihren Anteil am weltweiten Pharmamarkt weiter ausbauen können: Im laufenden Jahr sollen die Pharmaumsätze weltweit die USD 1,0 Bio.-Grenze überschreiten, bis 2017 erwartet IMS Health einen Umsatzanstieg auf bis zu USD 1,2 Bio. (was durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten zwischen 3% und 6% entspricht).

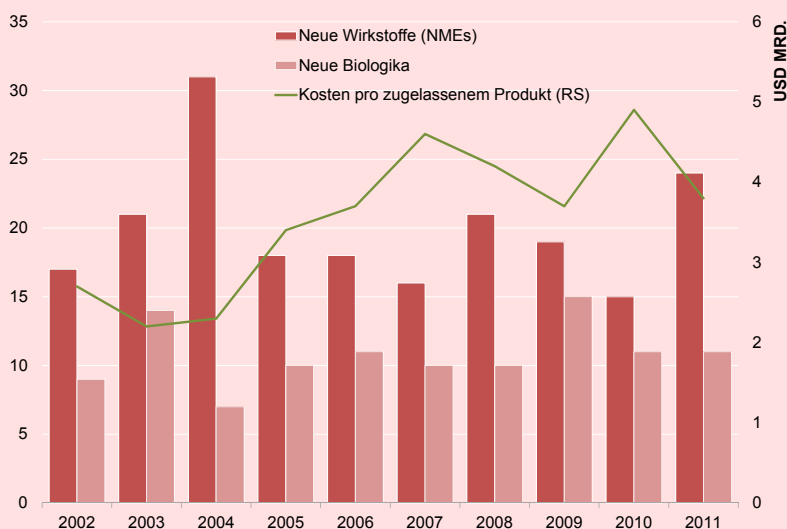
Die globalen Wachstumsraten im Pharmamarkt liegen im niedrigen einstelligen Prozentbereich.

... und einer stetig älter werdenden Bevölkerung, ...

Im Jahr 2020 werden weltweit voraussichtlich rund 720 Mio. Menschen oder 9,4% (2005: 7,3%) der Weltbevölkerung älter als 65 Jahre sein. Mit dem demographischen Wandel und der Zunahme von chronischen Erkrankungen wird sich die Nachfrage nach Medikamenten deutlich erhöhen. Allerdings ergeben sich daraus nicht nur Wachstumschancen, vielmehr stellt diese Entwicklung langfristig die Finanzierung der bisherigen Gesundheitssysteme in Frage: Schätzungen zufolge müssten im OECD-Durchschnitt bei einer unveränderten Ausgabenentwicklung ab 2020 jährlich rund 16% des Bruttoinlandsproduktes für die Gesundheitsausgaben aufgewendet werden. Um die weitere Bezahlbarkeit der Gesundheitssysteme zu gewährleisten, ist es daher nach Ansicht von IMS Health notwendig, den Anteil der Prävention an den Gesundheitsausgaben von derzeit 3% im OECD-Durchschnitt deutlich zu erhöhen. Nach Berechnungen der WHO ließen sich beinahe 80% der Fälle von Herzinfarkt, Schlaganfall und Diabetes sowie rund 40% der Krebserkrankungen durch eine optimale Vorsorge vermeiden.

Als Reaktion auf die demographische Entwicklung will Japan bis 2018 den Generikaanteil bei den patentfreien, verschreibungspflichtigen Medikamenten auf 60% anheben.

ABBILDUNG 18: ZULASSUNG NEUER PRODUKTE



Die durchschnittlichen Entwicklungskosten pro Produkt sind seit 2002 tendenziell gestiegen und erreichen inzwischen Spitzenwerte von bis zu USD 5 Mrd.

QUELLE: FDA, EVALUATEPHARMA „WORLD REVIEW 2018“

... steht jedoch gleichzeitig vor großen Herausforderungen, ...

Die Pharmaindustrie steht vor einem Umbruch. Die Produktivität der führenden Unternehmen – gemessen an der Anzahl der zugelassenen Wirkstoffe und Biologika – trat in den vergangenen zehn Jahren bestenfalls auf der Stelle. Allein die im US Pharmaverband PhRMA (Pharmaceutical Research and Manufacturers of America) zusammengeschlossenen Hersteller wandten im Jahr 2006 nicht weniger als USD 43 Mrd. für Forschung und Entwicklung auf, nachdem die Ausgaben 1996 noch bei „nur“ USD 15 Mrd. gelegen hatten. Dennoch hat sich die Anzahl der jährlichen Neuzulassungen im gleichen Zeitraum von 53 auf 22 mehr als halbiert.

... die über die gesunkenen Zulassungszahlen hinausgehen.

Neben den rückläufigen Zulassungszahlen steht die Industrie vor weiteren erheblichen Herausforderungen:

- ✦ **Patent Cliff:** Allein zwischen 2012 und 2018e werden Schätzungen zufolge auf Grund auslaufender Patente und an Dynamik gewinnender Generikaumsätze die Erlöse der Pharmaindustrie um rund USD 150 Mrd. p. a. zurückgehen.
- ✦ **Spezialpharmazeutika:** Die Ausgaben für teure Spezialpharmazeutika, insbesondere zur Bekämpfung von Krebs, und für biologische Wirkstoffe werden nach Ansicht von IMS Health in den kommenden Jahren überdurchschnittlich ansteigen. Vor allem in den Industrieländern erwartet IMS Health eine weiter steigende Bedeutung dieser Präparate, während ihr Einsatz in den Pharming Markets derzeit zwar begrenzt ist, ausgehend von einer niedrigen Basis aber sogar noch höhere Zuwachsraten aufweisen sollte. Bis 2017 sollen die weltweiten Umsätze von Spezialpharmazeutika auf USD 230-240 Mio. ansteigen und damit einen Anteil an den weltweiten Pharmaumsätzen von rund 20% (2012: 18%) erreichen.
- ✦ **Preiskontrollen:** Viele der Staaten haben angekündigt, direkte oder indirekte Preiskontrollen einzuführen. Russland hat bereits im Jahr 2010 Preislimits für importierte Pharmazeutika eingeführt und darüber hinaus vorgeschlagen, den staatlichen Ankauf von ausländischen Arzneimitteln zu begrenzen. In Indien wurden Preissenkungen eingeführt, um Medikamente für die Bevölkerung zugänglich zu machen und Brasilien versucht durch höhere Einfuhrzölle die Entwicklung der heimischen Pharmaindustrie zu fördern.
- ✦ **Regulierung:** Die Branche sieht sich gestiegenen regulatorischen Anforderungen gegenüber. Ein Beispiel sind die verschärften Regulierungsbestimmungen der EMA für das Reporting von Nebenwirkungen zugelassener Medikamente und den damit verbundenen Reaktionsplänen. 2008 hat die FDA den Aufbau eines Überwachungssystems für alle Medikamente in den USA ins Leben gerufen (Sentinel Initiative). Immer häufiger wird auch eine verstärkte Kommunikation zwischen den einzelnen Behörden gefordert, und selbst die Marketingaktivitäten der Konzerne stehen auf der Agenda der Aufsichtsbehörden.

Produktion und Auftragsfertigung

Noch sind die USA und Europa die wichtigsten Märkte für die Auftragsfertigung fester Darreichungsformen und steriler Präparate; asiatische Hersteller dominieren allerdings bereits die Auftragsproduktion für pharmazeutische Wirkstoffe (APIs), Zwischenprodukte und Generika. Im Gegensatz zur Dominanz von Big Pharma ist der Weltmarkt für die Pharmaauftragsproduktion mit seinen vielen Auftragsproduzenten stark zersplittert. Im Fall einer ausschließlichen Berücksichtigung von Kostenvorteilen ist davon auszugehen, dass die asiatischen Auftragsproduzenten, v. a. in Indien und China, auch bei den bislang von amerikanischen und europäischen Herstellern geprägten festen Darreichungsformen ihre Marktanteile weiter ausbauen werden. Dagegen sprechen nach unserer Einschätzung aber zunehmend anspruchsvolle Richtlinien, strenge Kontrollen und harte Sanktionen im Fall einer nicht ordnungsgemäßen Einhaltung von Compliance-Vorgaben, die diesen Teil der Wertschöpfungskette zu einem zunehmend geschäftskritischen Teilbereich der Pharmaindustrie werden lassen. Um trotz des intensiven Wettbewerbs ihre Marktposition zu behaupten, bringen sich Auftragsproduzenten darüber hinaus bereits in einer frühen Phase in den Projektzyklus ihrer Kunden ein. Zusätzliche Dienstleistungen in Bereichen der galenischen Entwicklung, Upscaling und Technologietransfer, Prozessvalidie-

Der Weltmarkt für pharmazeutische Auftragsproduktion erreichte 2012 ein Volumen von USD 13,4 Mrd. und soll bis 2017 auf rund USD 18,5 Mrd. (CAGR 6-7%) wachsen (Quelle: Frost & Sullivan).

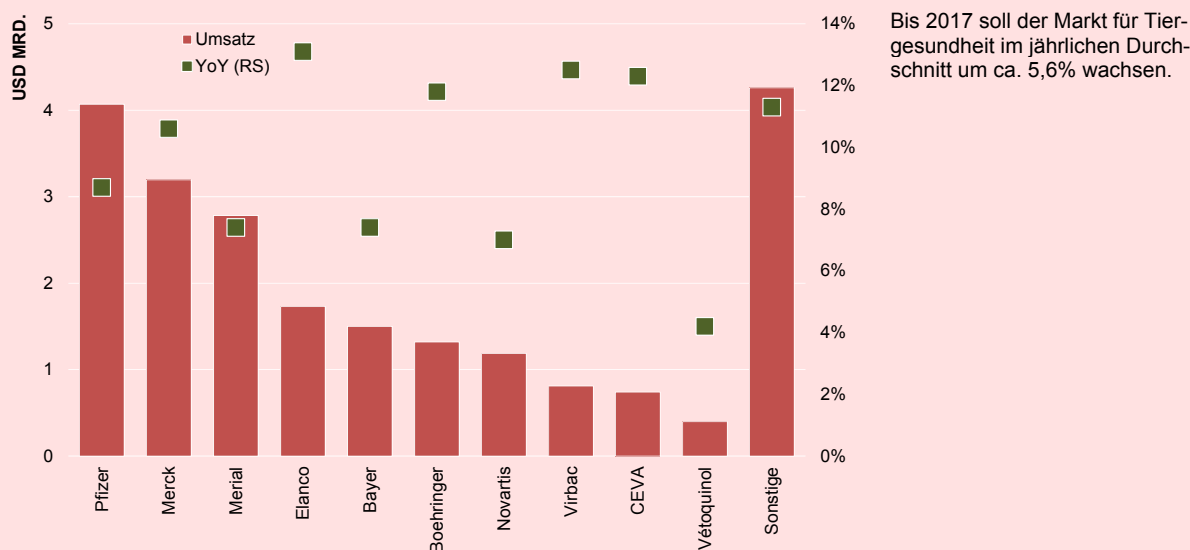
rung, und pharmazeutische Entwicklung bis hin zur Zulassung sowie am Ende logistische Unterstützung stellen wesentliche Wettbewerbsfaktoren für die Neukundenakquisition dar.

Die Namen von Big Pharma dominieren auch den Tiergesundheitsmarkt

Der Markt für Tiergesundheit schließt sowohl den Bereich der Veterinärpharmazeutika und Impfstoffe als auch den Bereich Zusatzstoffe für Futtermittel mit ein. Versorgt werden Tiere in der Lebensmittelerzeugung, d. h. Rinder, Schweine, Geflügel, Schafe und Fisch sowie Haustiere. 2012 wurden auf dem Weltmarkt für Tiergesundheit USD 22,5 Mrd. umgesetzt. Bis 2017 wird ein Marktwachstum von jährlich 5,6% auf dann rund USD 30 Mrd. geschätzt (Quelle: Merck). Die wirtschaftliche Entwicklung und ein Anstieg der verfügbaren Einkommen, v. a. in den Schwellenländern China, Indien und anderen asiatischen Ländern, sind nicht nur Ursachen für einen zunehmenden Trend zur Heimtierhaltung sondern führen auch zu einer steigenden Nachfrage nach verbesserter Ernährung, vor allem nach tierischem Eiweiß. Die Garantie einer hohen Lebensmittelsicherheit und eine zur Welt ernährungssicherung notwendige höhere Viehproduktionseffizienz zählen dabei zu den zentralen Herausforderungen auf dem Markt für Tiergesundheit.

Die wichtigsten Namen von Big Pharma dominieren auch den Tiergesundheitsmarkt. Sie nutzen dabei insbesondere das pharmazeutisch-chemische Know-how, den Leverage von pharmazeutischen Rohstoffen sowie Synergien in den Produktionsanlagen.

ABBILDUNG 19: TOP 10-PLAYER IM BEREICH DER VETERINÄRPHARMAZEUTIKA, 2011



QUELLE: MERCK, SPHENE CAPITAL

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Sanochemia:

Stärken

- ✦ Als vollständig integriertes Pharmaunternehmen deckt Sanochemia alle wesentlichen Wertschöpfungsstufen ab, angefangen bei der Entwicklung, über die Produktion bis hin zu Marketing und Vertrieb.
- ✦ Durch die Entwicklung und Vermarktung neuer Arzneimittel aus bereits bekannten Wirkstoffen positioniert sich Sanochemia in den nachgelagerten Bereichen der pharmazeutischen Wertschöpfungskette. Verglichen mit der aufwändigen Entdeckung und Entwicklung grundlegend neuer Wirkstoffsubstanzen ist das Geschäftsmodell damit weniger kapitalintensiv und risikobehaftet.
- ✦ Sanochemia verfügt über langjähriges Know-how auf dem Gebiet der organischen Synthese und der Arzneimittelherstellung, insbesondere der Synthese von Galantamin, Tolperison und PVP-Hyperizin, auf dessen Basis andere synthetische Wirkstoffe entwickelt bzw. verbessert werden.
- ✦ Darüber hinaus bietet Sanochemia auch anderen Pharmaunternehmen Leistungen in der Entwicklung pharmazeutischer Wirkstoffe an und ist auch in der Lage, synthetisch Arzneimittel mit prinzipiell bekannten Wirkstoffen herzustellen.
- ✦ Die von Sanochemia entwickelten hochreinen Wirkstoffe könnten zum zukünftigen pharmazeutischen Standard werden. Der Schutz der Verfahren durch die erteilten bzw. zu erwartenden Patente erschwert das Erreichen dieser Standards für Dritte.
- ✦ Für die Synthese von hochreinem Galantamin hat Sanochemia erste Verfahrenspatente bis 2027 erhalten. Für die Synthese von hochreinem Tolperison besteht in den USA Patentschutz bis 2027. Darüber hinaus hält Sanochemia Patente für den Schutz von Substanz, Synthese und Anwendung von PVP-Hypericin bis 2021.
- ✦ Eine weitere Stärke sieht das Unternehmen in der raschen Abwicklung komplexer klinischer Entwicklungsprojekte. Auf eine breit angelegte und damit teure Grundlagenforschung wird verzichtet, die erforderlichen Kompetenzen werden durch wissenschaftliche Kooperationen zielgerichtet ins Unternehmen „geholt“.
- ✦ Sanochemia fokussiert sich auf ausgewählte Schwerpunktentwicklungen (wachsende Therapiegebiete und Indikationen mit hohen therapeutischen Ansprüchen).
- ✦ In der Entwicklungspipeline stehen insbesondere zwei neue Krebsdiagnostika (davon eines als potentielles zusätzliches Therapeutikum), MRT-Diagnostika der nächsten Generation und die neuentwickelte hochreine Form von Tolperison.
- ✦ Die organische Wirkstoffproduktion erfolgt Inhouse und für Dritte mit eigenen patentgeschützten Prozessen, ebenso wie die Arzneimittel-Formulierung und die Herstellung von Medikamenten. Daraus lassen sich hohe Ergebnisbeiträge erzielen.
- ✦ Die mittelständisch geprägte Größe und Struktur sichern eine hohe Flexibilität gegenüber Kundenbedürfnissen im Bereich Produktion, insbesondere im Vergleich zu großen Pharmaunternehmen, und damit zusätzlich eine starke Kundennähe und -bindung.
- ✦ Die Gesellschaft ist in unterschiedlichen Formen Wechselkursrisiken, insbesondere gegenüber USD und GBP ausgesetzt, die durch die Tochtergesellschaften in Großbritannien und den USA, durch den Rohstoffeinkauf in USD und durch den Abschluss von Lizenzverträgen in USD entstehen. Dennoch sieht sich Sanochemia als natürlich gehedgt an.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Sanochemia:

Schwächen

- ✦ Auf die Stammmärkte Österreich, Deutschland und Belgien entfallen 72,7% der Umsatzanteile (Geschäftsjahr 2012/13); Sanochemia ist damit stark von den regulatorischen und gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen in den dortigen Pharmamärkten abhängig.
- ✦ In allen Produktlinien tritt Sanochemia auf wesentlich größere Wettbewerber bzw. auf marktführende Spezialisten (v. a. bei den Diagnostika) mit einer erheblich größeren Finanzkraft.
- ✦ Per Ende des letzten Geschäftsjahres waren in der Bilanz Entwicklungskosten in Höhe von rund EUR 19,1 Mio. oder 25,1% der Bilanzsumme aktiviert; zusätzlich wurden im Zuge der Übernahme von Alvetra immaterielle Vermögensgegenstände für Produkte und Rechte der Alvetra in Höhe von EUR 2,5 Mio. angesetzt. Bei Nichteintreten der der Aktivierung zugrundeliegenden Annahmen und Schätzungen müsste Sanochemia Wertberichtigungen auf die betroffenen immateriellen Vermögenswerte vornehmen.
- ✦ Das Unternehmen berichtete im Geschäftsjahr 2012/13 über Verzögerungen der europäischen Zulassungen bei den veterinärmedizinischen Pharmazeutika Carofertin, Alvegesic und Menbuton. Im Gefolge der Übernahme von Alvetra wurden die drei Produkte mit insgesamt EUR 1,7 Mio. aktiviert. Der erstmalige Impairment-Test im September 2013 ergab aus Sicht der Gesellschaft allerdings keinen Wertminderungsbedarf.
- ✦ Abhängigkeit von einzelnen Kunden: Im Bereich der Galantamin-Synthese beliefert Sanochemia noch bis Ende 2014 exklusiv Janssen Pharmaceutica, eine Tochter von Johnson & Johnson, für deren Medikament Reminyl®.
- ✦ Das Bundesinstitut für Arzneimittel und Medizinprodukte BfArM in Deutschland hat im Frühjahr 2013 eine Einschränkung der Indikation für Tolperisonhaltige Produkte nur zur symptomatischen Behandlung von Spastizität nach einem Schlaganfall bei Erwachsenen herausgegeben. Aus Sicht des Bundesinstituts für Arzneimittel und Medizinprodukte sind die sich aus klinischen Studien für die Indikation akute Muskelspasmen ergebenden Wirkbelege unzureichend.
- ✦ Zentrales Element der Unternehmensstrategie ist der Einstieg in die sogenannten Pharmerging Markets, insbesondere in Nordafrika und im Nahen bzw. Mittleren Osten. Seit Beginn der Arabellion sind diese Gebiete von einer erhöhten Instabilität geprägt.
- ✦ Grundsätzlich ist Sanochemia bestrebt, bei den für ihre Produkte und Märkte wichtigsten Patentbehörden den breitesten möglichen Patentschutz zu erlangen. Die Verteidigung dieser Patentbreite kann mit erheblichen Kosten verbunden sein. Zudem besteht nach Ablauf des Patentschutzes die grundsätzliche Gefahr einer generischen Substitution.
- ✦ Die Marktkapitalisierung des Free Floats von EUR 9,9 Mio. wird für ein Engagement seitens institutioneller Investoren häufig als zu gering eingeschätzt. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von 15.000 Stück Aktien oder derzeit etwa EUR 27.000 pro Tag während der letzten 52 Wochen muss auch die geringe Liquidität der Aktie beachtet werden.
- ✦ In den vergangenen Jahren hat Sanochemia nicht rückzahlbaren Forschungszuschüsse in Höhe von 0,1 Mio. und Forschungsprämien in Höhe von EUR 0,2 Mio. erhalten. Eine Einstellung dieser Förderungen und Zuschüsse oder eine Rückforderung gewährter Zahlungen würde für die Gesellschaft nach eigenen Angaben allerdings keine ungewöhnliche Belastung darstellen.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Sanochemia tätig ist:

Chancen

- ✦ Mit dem demographischen Wandel in den Industriestaaten und der Zunahme von chronischen Erkrankungen wird sich die Nachfrage nach Pharmazeutika deutlich erhöhen.
- ✦ Der Pharmamarkt weltweit erreicht nach Ansicht des Marktforschungsinsti-

tuts IMS Health bis 2017 eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 3-6%, noch stärker wächst der Markt für Specialty Pharma mit einer CAGR von ca. 6-8%.

- ✦ Als Folge der steigenden Bedeutung der Pharmerging Markets und notwendiger Kostenreduzierungen der Gesundheitssysteme in den Industrieländern wird die Bedeutung von Generika am gesamten Pharmamarkt weiter zunehmen. In dieselbe Richtung zielt auch die Tendenz der Gesundheitsbehörden, präventive Pharmazeutika und Diagnostika zur Krankheitsfrüherkennung zu fördern.
- ✦ Die wirtschaftliche Entwicklung und ein Anstieg der verfügbaren Einkommen, v. a. in den BRIC-Schwellenländern führen zu einer steigenden Nachfrage nach tierischem Eiweiß und damit nach gesunder Nutztierhaltung auf der einen Seite; auf der anderen Seite sind Heimtiermärkte unzyklisch und wachsen stetig. Markttreiber sind eine zunehmende Vermenschlichung von Tieren, ein steigendes Gesundheitsbewusstsein, das auch auf das Heimtier übertragen wird und eine veränderte Wertschätzung bzw. Rolle des Heimtieres. Vor diesem Hintergrund sollten die pharmazeutischen Ausgaben für Heimtiere auch in den kommenden Jahren weltweit weiter steigen

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Sanochemia tätig ist:

Risiken

- ✦ Aufgrund der Überalterungs-Struktur der Gesellschaft bleibt die hohe Kostenbelastung ein Dauerbrenner beim Umbau der staatlichen Gesundheitssysteme, vor allem in den Kernmärkten Österreich und Deutschland. Für die Anbieter ist nicht mit einer Entlastung des Preisdrucks zu rechnen.
- ✦ Das Wachstum in den wichtigsten europäischen Pharmamärkten (GER, FRA, ITA, ESP und GBR) wird in den kommenden Jahren lediglich auf 0,9% bis 2,1% pro Jahr geschätzt. Für die USA, dem größten Pharmamarkt der Welt, wird ein Markt-CAGR von 1,5% erwartet. In diesem Marktumfeld stehen auch Pharmagroßhändler unter einem erheblichen Kostendruck, geben diesen aber zunehmend weiter. Aufgrund einer wachsenden Konzentration steigt ihre Preismacht im Markt an.
- ✦ Die Pharmaindustrie ist weltweit sehr stark reguliert. Die Erprobung, Zulassung, Herstellung, Lagerung, Kennzeichnung und der Vertrieb von Arzneimitteln, aber auch deren Sicherheit, Wirkung und Nebenwirkung werden durch zahlreiche Gesetze und Bestimmungen von Seiten supranationaler, nationaler und regionaler Behörden und Institutionen geregelt und überwacht. Die rechtlichen Rahmenbedingungen in den Ländern sind dennoch sehr unterschiedlich und darüber hinaus fortlaufenden Veränderungen unterworfen.
- ✦ Die Entwicklung eines Medikamentes dauert im Durchschnitt zwischen zehn und 15 Jahre, und auch die behördlichen Genehmigungsverfahren erstrecken sich über viele Jahre. In dieser Zeitspanne können neben abweichenden Ergebnissen zwischen den einzelnen vorklinischen und klinischen Teststufen, auch geänderte behördliche Genehmigungsverfahren eine erfolgreiche Markteinführung verzögern oder sogar verhindern.
- ✦ Die Zulassungsverfahren für Produkte bergen regelmäßig das Risiko von Verzögerungen und eines vollständigen Scheiterns neuer Markteinführungen. Die jeweiligen Zulassungsverfahren müssen in den einzelnen geographischen Märkten gesondert durchlaufen werden.
- ✦ Der Markt ist von einer sehr hohen Wettbewerbsintensität geprägt. In diesem Umfeld muss sich Sanochemia als kleines Unternehmen gegenüber den weitaus größeren und mit erheblicher Finanzkraft ausgestatteten internationalen Pharmakonzernen behaupten.
- ✦ Grundstoff vieler Kontrastmittel ist Iod, das aktuell nur in neun Ländern der Erde produziert wird. Die jährliche weltweite Produktion beläuft sich auf etwa 32.000 metrische Tonnen. Hauptexporteur ist Chile, das mehr als die Hälfte der Weltproduktion kontrolliert. Unter anderem besteht daher eine Abhängigkeit von den politischen Rahmenbedingungen in Chile und der Preispolitik der oligopolistischen Anbieter in diesen Ländern.

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Im ersten Quartal 2013/14 konnte Sanochemia Umsätze in Höhe von EUR 6,1 Mio. erzielen. Auf Gesamtjahressicht rechnen wir mit Erlösen von EUR 35,0 Mio. (+5,2% YoY) und einem operativen Ergebnis von EUR 0,7 Mio. (+214,3% YoY). Beim Umsatz rechnen wir in den kommenden beiden Jahren, die unseren Detailplanungshorizont darstellen, mit einer steigenden Dynamik, beim Ergebnis mit einem Ausbau der operativen Margen. Auf Segmentebene erwarten wir, dass der Bereich Humanpharmazeutika durch den verstärkten Eintritt in die Pharmering Markets und die verbesserte Marktposition in den USA weiter an Bedeutung gewinnen wird.

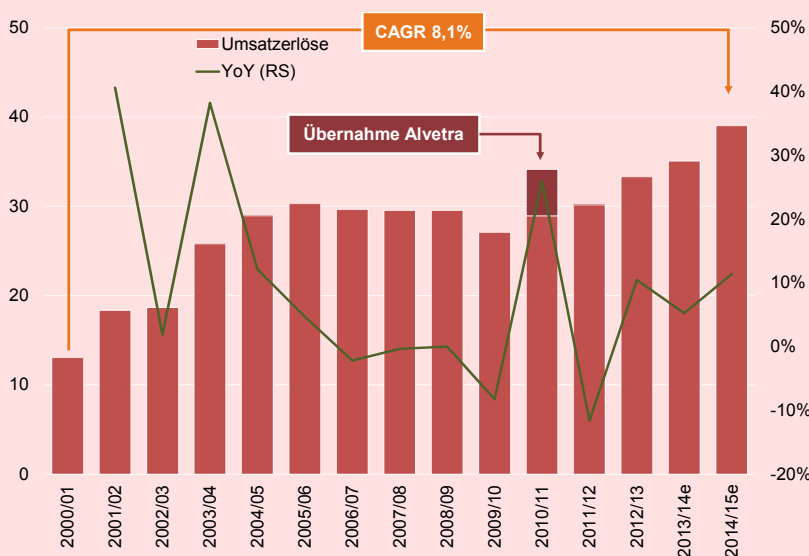
Rückblick auf 2012/13

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte Sanochemia zwar ein Umsatzplus von 10,4% und ein knapp positives EBIT von EUR 0,2 Mio. verbuchen, auf den darunter liegenden Ergebnisstufen wurde die Profitabilität indes verfehlt. Ursächlich hierfür waren insbesondere gestiegene Rohstoffkosten für Radiologieprodukte, vor allem für Iod, die in den Preisen nicht weitergegeben werden konnten, sowie Zahlungsprobleme in den über Vertriebspartner bedienten Märkten.

Bis 2014/15e hohe einstellige Umsatzwachstumsraten erwartet

Getragen vom geplanten Einstieg in den US-Markt und einem Ausbau der Marktpräsenz in den Pharmering Markets in den kommenden beiden Jahren rechnen wir mit hohen einstelligen Umsatzwachstumsraten.

ABBILDUNG 20: UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



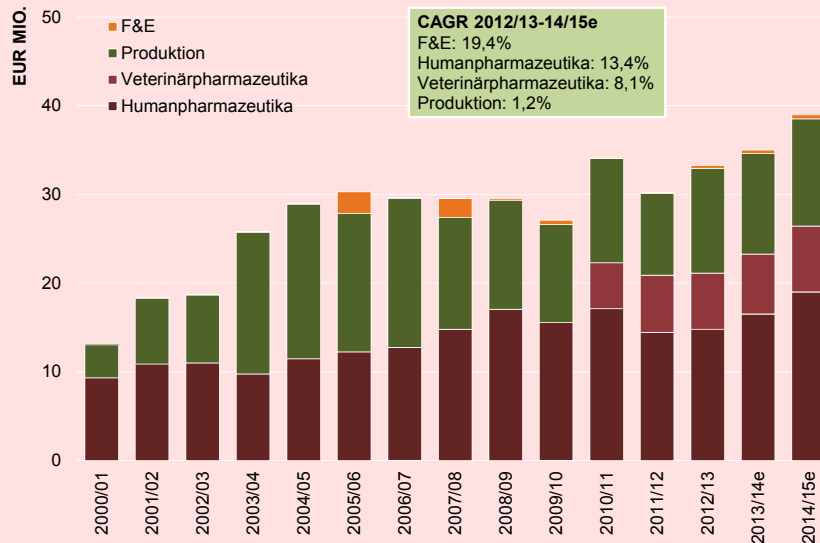
In den kommenden beiden Jahren sollte Sanochemia hohe einstellige Umsatzwachstumsraten erzielen können. Ursächlich hierfür sind der Ausbau der Marktpräsenz in den Pharmering Markets sowie der Einstieg in den US-Markt.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Humanpharmazeutika und Produktion gewinnen weiter an Bedeutung

Die Segmentberichterstattung unterteilt sich in die vier Marktsegmente Human- und Veterinärpharmazeutika, Produktion und F&E. In den kommenden beiden Jahren rechnen wir mit einer weiteren Verschiebung der Umsatzanteile in Richtung Humanpharmazeutika, wo wir mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten 2012/13-14/15e von 13,4% rechnen. Nominell wird der Bereich F&E nach unseren Schätzungen zwar die konzernweit höchsten Wachstumsraten (19,4%) aufweisen, jedoch auf relativ niedrigem Niveau, so dass sich seine Gewichtung nicht maßgeblich vergrößern sollte. Die beiden Bereiche Veterinärpharmazeutika und Produktion werden nach unserer Einschätzung mit einem CAGR von 8,1% bzw. 1,2% niedrigere durchschnittliche jährliche Wachstumsraten aufweisen.

ABBILDUNG 21: UMSATZ NACH SEGMENTEN



Auf Segmentebene erwarten wir, dass der Bereich Humanpharmazeutika durch neue Zulassungen, den Eintritt in den US-Markt und eine weiter wachsende Präsenz in den Pharmering Markets weiter an Bedeutung gewinnen wird. Der Bereich Produktion profitiert vom gegenwärtigen Trend einer zunehmenden Auslagerung der Fertigung, nicht zuletzt selbst von Big Pharma.

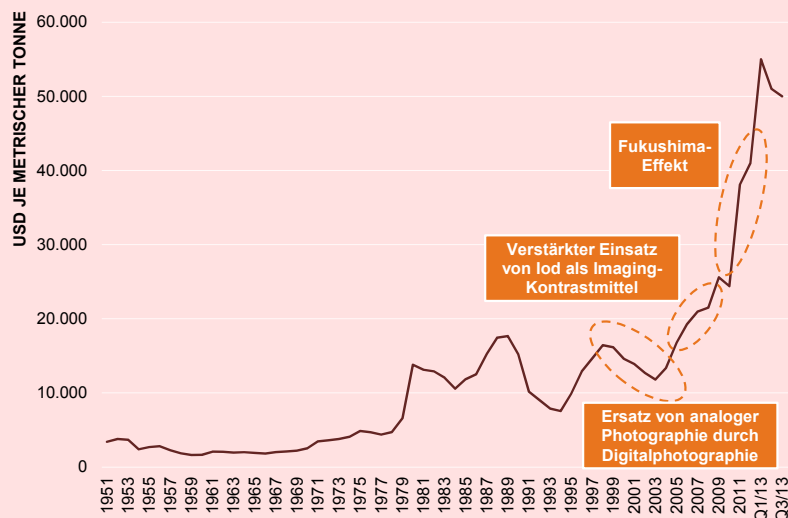
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Rückläufige Materialaufwandsquote

Bedingt durch die erheblich gestiegenen Preise für Iod (2003-Q3/13 +323,7%), das in der breiten Palette von Kontrastmitteln zum Einsatz kommt, ist die Materialaufwandsquote allein im vergangenen Geschäftsjahr um 250 Basispunkte auf 43,3% der Betriebsleistung angestiegen. Durch die Eröffnung neuer Iod-Minen in Chile sind die Iod-Preise im weiteren Verlauf des vergangenen Jahres jedoch wieder zurückgekommen, so dass bereits für das laufende Jahr 2013/14e mit einer leichten Entlastung der Materialaufwandsquote gerechnet werden kann.

Für die Jahre 2013/14e und 2014/15e erwarten wir Materialaufwandsquoten von 42,7% und 42,2%. Die Rohertragsmarge als Spiegelbild des Materialeinsatzs sollte dementsprechend vom sinkenden Materialeinsatz profitieren und sich in den kommenden beiden Jahren auf 57,3% bzw. 57,8% verbessern.

ABBILDUNG 22: IOD-PREISENTWICKLUNG



QUELLE: USGS US GEOLOGICAL SURVEY, IOFIMA, SPHENE CAPITAL

Personalaufwendungen

Trotz absolut rückläufiger Mitarbeiterzahl sind die Personalaufwendungen in den vergangenen beiden Jahren angestiegen. Zum Jahresende 2012/13 beschäftigte Sanochemia 176 Mitarbeiter und damit 20 Mitarbeiter weniger als vor zwei Jahren. Die Personalaufwandsquote zur Betriebsleistung hat sich in diesem Zeitraum zwar bei 23,3% stabilisiert, die durchschnittlichen Pro-Kopf-Löhne sind jedoch um durchschnittlich 6,2% pro Jahr angestiegen. Wir gehen in den kommenden beiden Jahren von einer leicht rückläufigen Personalaufwandsquote auf 22,8% aus.

Sonstiger betrieblicher Aufwand

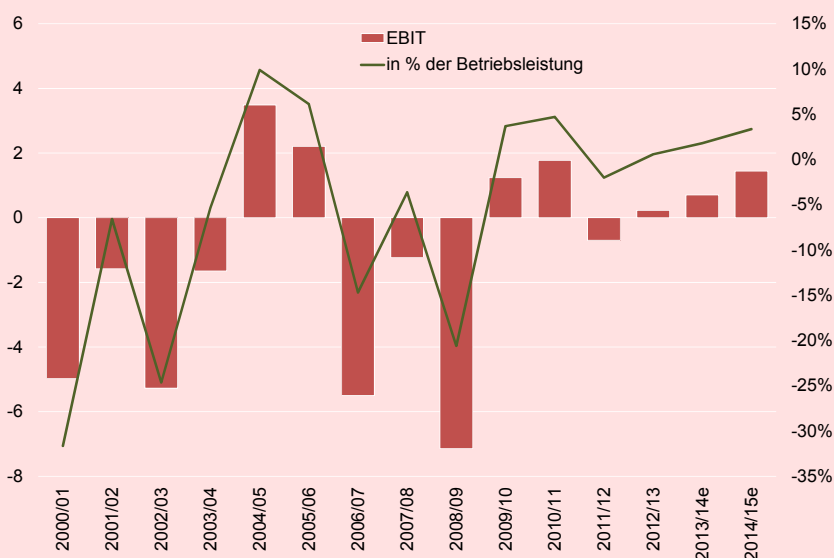
Unter den sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden auch die F&E-Aufwendungen verbucht. Sie lagen im vergangenen Jahr bei EUR 1,4 Mio. Wir gehen von einer zum Umsatz proportionalen Entwicklung aus.

In den kommenden beiden Jahren sollten EBITDA und EBIT ...

Im Geschäftsjahr 2012/13 wurde ein EBITDA von EUR 3,4 Mio. erwirtschaftet; gegenüber dem Vorjahr, als das EBITDA noch bei EUR 2,8 Mio. gelegen hatte, entspricht dies einem Anstieg um +20,5%. Bezogen auf die Betriebsleistung ergibt sich damit für 2012/13 eine EBITDA-Marge von 8,9% gegenüber 8,1% im Vorjahr.

Das EBIT verbesserte sich im gleichen Zeitraum auf EUR 0,2 Mio., nachdem im Vorjahr noch ein operativer Verlust von EUR -0,7 Mio. vermeldet werden musste. Hauptverantwortlich für diesen Turnaround war der Bereich Humanpharmazeutika, dessen EBIT-Marge sich auf 12,7% mehr als verdoppelte. Bei Veterinärpharmazeutika drehte die EBIT-Marge dagegen erstmals ins Negative, da im Zuge von Produkteinführungen erhöhte Marketingaufwendungen anfielen. Da wir diese für das laufende Jahr nicht mehr prognostizieren, gehen wir von einer von allen Geschäftsfeldern getragenen Verbesserung des operativen Ergebnisses auf dann EUR 0,7 Mio. aus. Für 2014/14e rechnen wir mit einem EBIT von EUR 1,4 Mio.

ABBILDUNG 23: EBIT (LS) UND EBIT-MARGE (RS)



2012/13 verbesserte sich das operative Ergebnis auf EUR 0,2 Mio. (Vorjahr EUR -0,7 Mio.). Dieser Turnaround wurde insbesondere vom Bereich Humanpharmazeutika getragen, dessen EBIT-Marge sich auf 12,7% mehr als verdoppelte. Da in diesem Jahr Marketingaufwendungen im Bereich Veterinärpharmazeutika in deutlich geringerem Maße anfallen werden, gehen wir für das laufende Jahr von einer von allen Geschäftsfeldern getragenen Verbesserung des operativen Ergebnisses auf dann EUR 0,7 Mio. aus. Für 2014/14e rechnen wir mit einer Verdoppelung des EBIT auf dann EUR 1,4 Mio.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

.. wie auch das Vorsteuerergebnis deutlich gesteigert werden

Derzeit liegt die Nettoverschuldung der Gesellschaft bei etwa EUR 13,5 Mio., die Bruttoverschuldung beläuft sich auf EUR 16,9 Mio. Langfristige (EUR 0,7 Mio.) bzw. kurzfristige Bankverbindlichkeiten (EUR 6,9 Mio.) werden mit durchschnittlich 1,5% bzw. 5,0% verzinst. Die Nominalverzinsung der Mittelstandsanleihe (EUR 10,0 Mio.) liegt bei 7,75%. Wir rechnen daher im laufenden Jahr mit einem Finanzergebnis von EUR -0,9 Mio., so dass vor Steuern mit EUR -0,2 Mio. eine

„rote Null“ erreicht werden sollte. Für 2014/15e rechnen wir mit einem EBT von EUR 0,5 Mio.

Steuerquote mittelfristig von Verlustvorträgen dominiert

Zum Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres hatte Sanochemia bilanziell noch nicht berücksichtigte Verlustvorträge in Höhe von EUR 32,2 Mio. Auf Konzernebene sollte Sanochemia daher auf absehbare Zeit eine niedrige Steuerquote aufweisen.

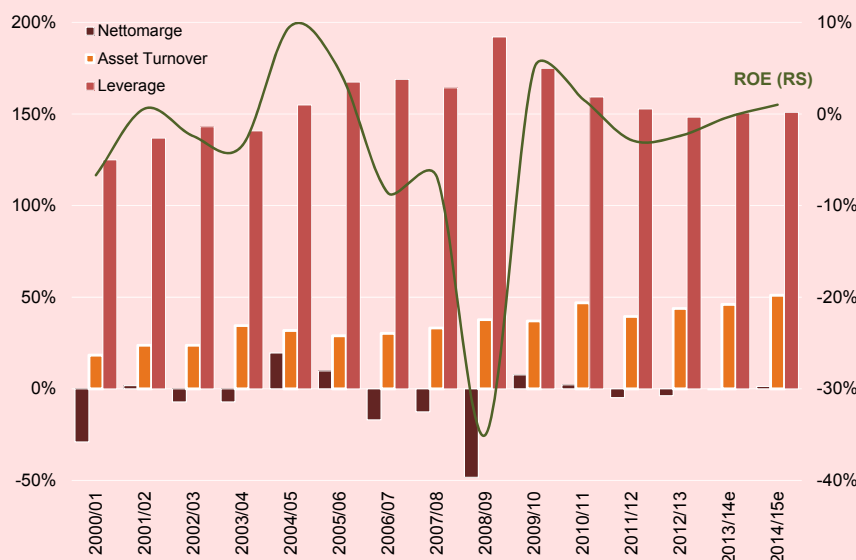
Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Nach Steuern errechnen wir für 2013/14e ein Ergebnis von EUR -0,2 Mio. und für 2014/15e mit EUR 0,5 Mio. erstmals seit 2010/11 wieder einen positiven Wert. Dies entspricht einer Nettomarge von -0,4% bzw. 1,2%. Bezogen auf 12,9 Mio. Aktien ergibt sich ein Ergebnis je Aktie von EUR -0,01 (2013/14e) und EUR 0,04 (2014/15e).

Die Eigenkapitalrendite dürfte 2014/15e auf 1,6% ansteigen

Die Eigenkapitalrendite hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr zwar auf -2,4% verbessert, lag jedoch immer noch im negativen Bereich. Für das kommende Geschäftsjahr rechnen wir erstmals nach 2010/11 wieder mit einem positiven Wert von 1,0%. Träger dieser Entwicklung sind der Umsatzanstieg und das von uns erwartete Erreichen leicht positiver Nettomargen.

ABBILDUNG 24: ROE



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Wir rechnen auf absehbare Zeit nicht mit Dividendenzahlungen

Seit dem Börsengang 1999 hat Sanochemia keine Dividende an seine Aktionäre ausgeschüttet und wird nach unserer Einschätzung damit auch auf absehbare Zeit nicht beginnen. Zwar ist die Eigenkapitalausstattung (mit einer EK-Quote von 66,4% per Ende 2012/13) überaus auskömmlich, doch stehen Wachstumsinvestitionen und die fortschreitende Entschuldung klar im Vordergrund der Gewinnverwendung.

Sanochemia dürfte 2013/14e und 2014/15e keine Dividende ausschütten.

Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen

Das Geschäftsmodell von Sanochemia ist kapitalintensiv. Per Ende des Geschäftsjahres 2012/13 waren in der Bilanz Entwicklungskosten in Höhe von EUR 19,1 Mio. bzw. 25,1% der Bilanzsumme aktiviert. Sofern keine ungewöhnlichen Investitionen anfallen, werden die Capex nach unseren Prognosen im Bereich von EUR 2-3 Mio. pro Jahr liegen. Daher dürften sich im Normalfall Free Cashflow und Nettoergebnis gleichförmig entwickeln. Unter dem Strich ergeben sich damit für 2013/14e und 2014/15e Free Cashflows in Höhe von EUR 1,1 Mio. bzw. EUR 0,3 Mio.

Free Cashflows steigen wieder

Net Working Capital

Mit der Übernahme der Alvetra u. Werfft GmbH im Jahr 2011 ist die Working Capital-Quote deutlich angestiegen. Lag diese im Jahr vor der Übernahme im Bereich von 30% der Umsatzerlöse, ist sie nach der Übernahme auf rund 45% angestiegen – mit leicht rückläufiger Tendenz. Wir erwarten für den Prognosezeitraum keine Überraschungen und damit eine umsatzkonforme Entwicklung. Für die folgenden beiden Jahre rechnen wir mit einem Net Working Capital von EUR 14,4 Mio. und EUR 15,2 Mio. bzw. 41,1% und 38,9% der Umsätze.

Working Capital im Einklang mit den Umsatzerlösen

Bilanzstruktur

Als immaterielle Vermögensgegenstände waren per Ende 2012/13 Entwicklungskosten im Umfang von EUR 19,1 Mio. aktiviert, entsprechend 25,1% des Bilanzvolumens. Davon entfallen rund EUR 7,1 Mio. auf Scanlux USA, EUR 5,7 Mio. auf Tolperison, EUR 4,6 Mio. auf Hypericin und EUR 1,3 Mio. auf Secrelux Europa. Darüber hinaus hat Sanochemia im Rahmen der Alvetra-Akquisition immaterielle Vermögensgegenstände für Produkte und Rechte der Alvetra in Höhe von EUR 3,0 Mio. angesetzt.

Management Guidance

Der Vorstand der Sanochemia hat für das laufende Jahr noch keine explizite Finanz-Guidance veröffentlicht, will zukünftig jedoch den Fokus auf Ertrags- vor Umsatzsteigerung legen.

Im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres erzielte Sanochemia Umsätze von EUR 6,1 Mio. Zusätzliche Kerndaten zum Quartalsabschluss, etwa zur Ertragslage, werden seit dem Wechsel in den Entry Standard nicht mehr veröffentlicht.

Q1/2013/14 im Überblick

Vergangenen Donnerstag hat Sanochemia die Zahlen für das erste Quartal veröffentlicht. Danach sind die **Umsätze** auf EUR 6,1 Mio. von EUR 7,1 Mio. (14,2% YoY) im vergleichbaren Vorjahreszeitraum zurückgegangen. Ursächlich für diese Entwicklung sind erhebliche Umsatzverschiebungen, insbesondere von Galantamin, vom ersten in das zweite Quartal, die von anderen Geschäftsbereichen nicht kompensiert werden konnten; wir schätzen diese Umsatzverschiebungen auf etwa EUR 2,0 Mio. ein. Die verschobenen Synthese-Aufträge werden nun im zweiten Quartal erwartet, so dass der Halbjahresumsatz per Saldo über dem des Vorjahres liegen sollte. Insgesamt rechnet das Management für Q2/2013/14e mit Erlösen von EUR 10-11 Mio.

Positiv scheint sich dagegen der Bereich Veterinärpharmazeutika entwickelt zu haben, der im Vorjahr noch unter einer Restrukturierung der Geschäftsaktivitäten zu leiden hatte. Ebenfalls ein deutliches Wachstum konnte Sanochemia im Exportgeschäft verbuchen, wo die Umsätze auf EUR 2,2 Mio. von EUR 1,8 Mio. im vergleichbaren Vorjahreszeitraum gesteigert werden konnten.

Zum operativen Ergebnis im ersten Quartal wurden keine Aussagen gemacht.

Gewinn- und Verlustrechnung, 2007-2011

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Umsatzerlöse	EUR Mio.	13,0	18,3	18,7	25,8	28,9	30,3	29,6	29,5
YoY	%	n/a	40,6%	1,9%	38,2%	12,1%	4,7%	-2,2%	-0,3%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	2,7	2,5	2,2	1,3	3,1	3,2	4,0	3,5
Auflösung Investitionszuschüsse	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	-0,1	2,9	0,4	1,1	0,5	-1,6	0,7	-0,7
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	2,5	2,6	3,9	3,0	1,4
Betriebsleistung	EUR Mio.	15,7	24,0	21,4	30,9	35,3	36,0	37,4	33,9
in % der Umsatzerlöse	%	120,6%	130,9%	114,7%	119,6%	122,0%	118,7%	126,3%	114,9%
YoY	%	n/a	52,6%	-10,8%	44,1%	14,3%	2,0%	4,1%	-9,3%
Materialaufwand	EUR Mio.	-4,3	-8,2	-7,3	-10,6	-10,0	-9,9	-13,0	-10,8
in % der Betriebsleistung	%	-27,6%	-34,1%	-34,2%	-34,4%	-28,5%	-27,4%	-34,8%	-31,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-5,0	-5,4	-5,8	-6,8	-7,7	-8,3	-9,8	-9,1
in % der Betriebsleistung	%	-31,6%	-22,5%	-27,0%	-22,1%	-21,9%	-23,1%	-26,3%	-26,7%
Aufwendungen F&E-Prämie	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Aufwendungen	EUR Mio.	-6,0	-8,1	-9,4	-10,5	-10,0	-11,8	-12,7	-10,4
EBITDA	EUR Mio.	0,4	2,3	-1,1	3,0	7,5	6,0	1,9	3,7
in % der Betriebsleistung	%	2,4%	9,5%	-5,4%	9,6%	21,3%	16,6%	5,1%	10,8%
YoY	%	n/a	495,8%	-150,3%	-358,5%	153,5%	-20,5%	-68,1%	92,3%
Abschreibungen	EUR Mio.	-5,4	-3,9	-4,1	-4,6	-4,0	-3,8	-7,4	-4,9
davon auf SAV	EUR Mio.	-3,7	-3,9	-4,1	-4,6	-4,0	-3,8	-3,7	-4,9
davon auf IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-5,0	-1,6	-5,3	-1,7	3,5	2,2	-5,5	-1,2
in % der Betriebsleistung	%	-31,6%	-6,6%	-24,6%	-5,3%	9,9%	6,1%	-14,7%	-3,6%
YoY	%	n/a	-68,2%	233,8%	-68,7%	-311,5%	-36,8%	-349,4%	-77,7%
Finanzergebnis	EUR Mio.	1,0	2,2	2,5	0,9	4,4	1,5	0,5	-2,8
in % der Betriebsleistung	%	6,5%	9,2%	11,6%	3,0%	12,4%	4,2%	1,3%	-8,2%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1
Zinserträge	EUR Mio.	1,9	2,8	0,9	0,4	0,7	0,8	1,3	1,4
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	2,3	1,2	4,2	1,3	0,0	-3,1
Ergebnis Abgang Tochterges.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-4,0	0,6	-2,8	-0,7	7,9	3,7	-5,0	-4,0
in % der Betriebsleistung	%	-25,1%	2,6%	-13,1%	-2,3%	22,3%	10,3%	-13,4%	-11,9%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,2	-0,3	1,5	-1,1	-2,2	-0,8	0,0	0,3
in % der Betriebsleistung	%	1,0%	-1,2%	6,8%	-3,7%	-6,3%	-2,1%	0,0%	0,9%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-3,8	0,3	-1,3	-1,9	5,6	3,0	-5,0	-3,7
in % der Betriebsleistung	%	-24,1%	1,4%	-6,2%	-6,0%	16,0%	8,2%	-13,4%	-10,9%
Sonstiges Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktbewertung Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitsanteile	EUR Mio.	-0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-3,8	0,7	-1,1	-1,9	5,6	3,0	-4,5	-3,4
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Ergebnis je Aktie	EUR	-0,38	0,06	-0,11	-0,18	0,56	0,29	-0,44	-0,34

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung, 2012-2015e

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	29,5	27,1	34,1	30,2	33,3	35,0	39,0
YoY	%	0,0%	-8,3%	25,9%	-11,6%	10,4%	5,2%	11,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	3,1	5,2	2,7	3,3	2,6	2,7	2,8
Auflösung Investitionszuschüsse	EUR Mio.	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,1	0,0	-0,3	0,7	1,4	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	1,7	1,1	0,8	0,7	1,2	1,0	1,0
Betriebsleistung	EUR Mio.	34,7	33,7	37,6	35,0	38,7	39,0	43,1
in % der Umsatzerlöse	%	117,4%	124,5%	110,2%	116,1%	116,1%	111,2%	110,3%
YoY	%	2,1%	-2,7%	11,5%	-6,9%	10,4%	0,8%	10,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-12,3	-10,5	-14,0	-14,3	-16,7	-16,6	-18,2
in % der Betriebsleistung	%	-35,4%	-31,3%	-37,2%	-40,8%	-43,3%	-42,7%	-42,2%
Personalaufwand	EUR Mio.	-9,6	-8,0	-8,9	-8,9	-9,0	-9,0	-9,8
in % der Betriebsleistung	%	-27,7%	-23,6%	-23,7%	-25,4%	-23,3%	-23,0%	-22,8%
Aufwendungen F&E-Prämie	EUR Mio.	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Aufwendungen	EUR Mio.	-12,8	-9,3	-9,5	-9,0	-9,5	-9,7	-10,9
EBITDA	EUR Mio.	0,0	5,2	5,2	2,8	3,4	3,6	4,2
in % der Betriebsleistung	%	0,1%	15,3%	13,8%	8,1%	8,9%	9,4%	9,6%
YoY	%	-99,1%	15067,6%	0,9%	-45,4%	20,5%	6,5%	13,8%
Abschreibungen	EUR Mio.	-7,2	-3,9	-3,4	-3,5	-3,2	-2,9	-2,7
davon auf SAV	EUR Mio.	-7,2	-2,6	-2,7	-3,5	-3,2	-2,9	-2,7
davon auf IAV	EUR Mio.	0,0	-1,3	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	-7,1	1,2	1,8	-0,7	0,2	0,7	1,4
in % der Betriebsleistung	%	-20,6%	3,7%	4,7%	-2,0%	0,6%	1,8%	3,4%
YoY	%	482,7%	-117,4%	42,6%	-139,5%	-132,0%	214,3%	105,2%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-7,2	0,2	-0,8	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9
in % der Betriebsleistung	%	-20,8%	0,7%	-2,2%	-1,4%	-2,4%	-2,3%	-2,0%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-1,8	-0,7	-0,6	-0,5	-1,0	-0,9	-0,9
Zinserträge	EUR Mio.	1,0	0,6	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	-6,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis Abgang Tochterges.	EUR Mio.	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-14,3	1,5	0,9	-1,2	-0,7	-0,2	0,6
in % der Betriebsleistung	%	-41,3%	4,4%	2,5%	-3,4%	-1,8%	-0,5%	1,3%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,1	0,6	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	-0,1
in % der Betriebsleistung	%	-0,5%	40,2%	-22,2%	19,6%	72,4%	-10,0%	-10,0%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-14,3	2,1	0,7	-1,4	-1,2	-0,2	0,5
in % der Betriebsleistung	%	-41,1%	6,1%	2,0%	-4,1%	-3,2%	-0,4%	1,2%
Sonstiges Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Marktbewertung Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-14,1	2,1	0,9	-1,6	-1,2	-0,2	0,5
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	10,2	10,2	10,9	12,2	12,9	12,9	12,9
Ergebnis je Aktie	EUR	-1,39	0,21	0,08	-0,13	-0,09	-0,01	0,04

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2012/13)

		Q1	Q2	H1	Q3	9M	Q4	2012/13
Umsatzerlöse	EUR Mio.	7,1	9,6	16,7	8,5	25,1	8,2	33,3
YoY	%	-12,6%	14,6%	1,3%	10,4%	4,2%	35,6%	10,4%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,8	1,5	0,5	2,0	0,7	2,6
Auflösung Investitionszuschüsse	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,7	0,7	1,3	0,0	1,3	0,0	1,4
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	1,0	1,2
Betriebsleistung	EUR Mio.	8,5	11,2	19,8	9,0	28,8	9,9	38,7
in % der Umsatzerlöse	%	121,1%	116,9%	118,7%	106,2%	114,5%	121,2%	116,1%
YoY	%	-6,8%	19,2%	6,4%	-0,3%	4,2%	33,5%	10,4%
Materialaufwand	EUR Mio.	-4,0	-4,1	-8,1	-4,0	-12,1	-4,6	-16,7
in % der Betriebsleistung	%	-46,8%	-36,3%	-40,9%	-44,9%	-42,1%	-46,5%	-43,3%
Personalaufwand	EUR Mio.	-2,2	-2,2	-4,4	-2,4	-6,8	-2,3	-9,0
in % der Betriebsleistung	%	-25,8%	-19,6%	-22,3%	-26,2%	-23,5%	-22,8%	-23,3%
Aufwendungen F&E-Prämie	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Aufwendungen	EUR Mio.	-1,3	-2,9	-4,2	-2,0	-6,2	-3,3	-9,5
EBITDA	EUR Mio.	1,0	2,1	3,1	0,6	3,7	-0,2	3,4
in % der Betriebsleistung	%	11,9%	18,3%	15,6%	6,5%	12,7%	-2,4%	8,9%
YoY	%	-19,8%	104,4%	35,3%	-54,7%	2,7%	-67,5%	20,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,8	-2,4	-0,8	-3,2
davon auf SAV	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,6	-0,8	-2,4	-0,8	-3,2
davon auf IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,2	1,3	1,5	-0,2	1,3	-1,0	0,2
in % der Betriebsleistung	%	2,5%	11,2%	7,4%	-2,4%	4,4%	-10,4%	0,6%
YoY	%	-54,0%	653,9%	133,1%	-148,4%	16,3%	-42,1%	-132,0%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	-0,2	-0,9
in % der Betriebsleistung	%	-2,1%	-2,0%	-2,1%	-3,3%	-2,4%	-2,4%	-2,4%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	-0,3	-1,0
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis Abgang Tochterges.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	0,0	1,0	1,1	-0,5	0,6	-1,3	-0,7
in % der Betriebsleistung	%	0,4%	9,2%	5,4%	-5,7%	1,9%	-12,8%	-1,8%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,3	-0,3	0,1	-0,2	-0,3	-0,5
in % der Betriebsleistung	%	80,0%	-30,8%	-27,2%	-20,8%	-33,0%	26,0%	72,4%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,1	0,7	0,8	-0,4	0,4	-1,6	-1,2
in % der Betriebsleistung	%	0,7%	6,4%	3,9%	-4,5%	1,3%	-16,1%	-3,2%
Sonstiges Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0
Marktbewertung Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	0,1	0,8	0,9	-0,4	0,5	-1,7	-1,2
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Ergebnis je Aktie	EUR	0,00	0,06	0,07	-0,03	0,04	-0,13	-0,09

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale 2013/14e)

		Q1e	Q2e	H1e	Q3e	9Me	Q4e	2013/14e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	6,1	10,5	16,6	9,3	25,9	9,1	35,0
YoY	%	-14,2%	9,4%	-0,6%	10,4%	3,1%	11,7%	5,2%
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,7	0,8	1,5	0,5	2,0	0,7	2,7
Auflösung Investitionszuschüsse	EUR Mio.	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,8	0,3	1,0
Betriebsleistung	EUR Mio.	7,1	11,6	18,7	10,1	28,8	10,2	39,0
in % der Umsatzerlöse	%	116,9%	110,5%	112,8%	108,4%	111,2%	111,3%	111,2%
YoY	%	-17,2%	3,5%	-5,5%	12,7%	0,2%	2,6%	0,8%
Materialaufwand	EUR Mio.	-3,3	-4,2	-7,5	-4,5	-12,0	-4,7	-16,6
in % der Betriebsleistung	%	-46,4%	-36,0%	-39,9%	-44,5%	-41,5%	-46,1%	-42,7%
Personalaufwand	EUR Mio.	-1,8	-2,3	-4,1	-2,6	-6,7	-2,3	-9,0
in % der Betriebsleistung	%	-25,5%	-19,4%	-21,7%	-25,9%	-23,2%	-22,6%	-23,0%
Aufwendungen F&E-Prämie	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Aufwendungen	EUR Mio.	-1,1	-3,0	-4,1	-2,3	-6,4	-3,4	-9,7
EBITDA	EUR Mio.	0,9	2,2	3,1	0,7	3,8	-0,2	3,6
in % der Betriebsleistung	%	12,6%	18,9%	16,5%	7,2%	13,2%	-1,7%	9,4%
YoY	%	-12,1%	6,6%	0,4%	25,1%	4,4%	-27,5%	6,5%
Abschreibungen	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-1,5	-0,7	-2,2	-0,7	-2,9
davon auf SAV	EUR Mio.	-0,7	-0,7	-1,5	-0,7	-2,2	-0,7	-2,9
davon auf IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	EUR Mio.	0,2	1,5	1,6	0,0	1,6	-0,9	0,7
in % der Betriebsleistung	%	2,2%	12,6%	8,6%	-0,1%	5,6%	-8,9%	1,8%
YoY	%	-27,6%	15,9%	9,6%	-96,9%	28,0%	-12,4%	214,3%
Finanzergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,7	-0,2	-0,9
in % der Betriebsleistung	%	-3,1%	-2,2%	-2,5%	-2,1%	-2,4%	-1,9%	-2,3%
Zinsaufwendungen	EUR Mio.	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,7	-0,2	-0,9
Zinserträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis Abgang Tochterges.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-0,1	1,2	1,1	-0,2	0,9	-1,1	-0,2
in % der Betriebsleistung	%	-0,9%	10,4%	6,1%	-2,2%	3,2%	-10,8%	-0,5%
EE-Steuern	EUR Mio.	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0
in % der Betriebsleistung	%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-0,1	1,1	1,0	-0,2	0,8	-1,0	-0,2
in % der Betriebsleistung	%	-0,8%	9,3%	5,5%	-2,0%	2,9%	-9,7%	-0,4%
Sonstiges Ergebnis	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Marktbewertung Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minderheitsanteile	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis nach Steuern	EUR Mio.	-0,1	1,1	1,0	-0,2	0,8	-1,0	-0,2
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Ergebnis je Aktie	EUR	0,00	0,08	0,08	-0,02	0,06	-0,08	-0,01

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Aktiva), 2000/01-2007/08

		00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	32,9	34,8	38,0	37,6	35,8	38,3	40,8	42,8
Sachanlagen	EUR Mio.	12,6	14,4	16,6	17,3	16,6	16,3	17,6	17,8
Grundstücke und Bauten	EUR Mio.	7,3	4,6	4,2	8,3	7,9	7,7	7,4	8,1
Technische Anlagen und Maschinen	EUR Mio.	5,3	7,0	7,0	7,9	7,2	6,7	6,2	6,5
Geschäfts- und Betriebsausstattung	EUR Mio.	0,0	1,1	1,1	1,0	0,8	0,7	0,8	1,2
Sachanlagen in Bau	EUR Mio.	0,0	1,7	4,3	0,1	0,7	1,2	3,2	2,0
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	17,7	18,1	17,7	17,7	18,6	21,7	23,2	22,0
Firmenwert	EUR Mio.	7,5	8,5	4,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Aktivierete Entwicklungskosten	EUR Mio.	0,7	1,4	2,5	4,2	7,3	12,4	15,3	15,9
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	9,5	8,2	11,1	10,1	7,8	5,9	4,5	2,7
Forderungen aus Lief. & Leist:	EUR Mio.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	2,4	2,3	3,8	2,6	0,7	0,4	0,0	0,7
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	37,9	42,4	40,7	37,2	55,2	66,2	57,0	46,1
Vorräte	EUR Mio.	3,4	5,4	7,3	7,9	7,5	8,2	9,8	8,8
DIO	d	93	105	141	111	93	97	118	107
Forderungen aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	5,9	8,4	11,0	5,9	8,9	10,5	3,9	5,5
DSO	d	164	164	212	83	111	125	47	67
Forderungen ggü nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	3,0	4,8
Sonstige finanzielle Forderungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	0,3
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	2,4	4,1	2,5	4,2	2,7	9,2	2,3	1,1
Forderungen Ertragssteuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Forderungen aus Forschungsförderung	EUR Mio.	1,3	0,9	1,0	1,2	0,9	0,5	0,5	0,3
Wertpapiere	EUR Mio.	16,4	13,4	6,6	6,6	16,4	16,3	11,8	10,7
Kassenbestand	EUR Mio.	8,4	10,3	12,2	11,3	18,7	21,4	24,3	14,3
Summe Aktiva	EUR Mio.	70,8	77,2	78,7	74,7	91,0	104,6	97,8	88,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Passiva), 2000/01-2007/08

		00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
Eigenkapital	EUR Mio.	56,7	56,4	55,1	53,1	58,8	62,5	57,9	54,1
Eigenkapitalquote	%	80,1%	73,1%	70,0%	71,1%	64,6%	59,8%	59,2%	60,9%
Grundkapital	EUR Mio.	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	48,8	24,8
Ergebnis aus Verkauf von Wertpapieren	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,4
Währungsumrechnungsdifferenzen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Kumulierte Ergebnisse	EUR Mio.	-2,5	-2,6	-3,9	-5,8	-0,1	2,8	-1,7	18,9
Nicht beherrschende Anteile	EUR Mio.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,6	0,3
Langfristige Schulden	EUR Mio.	8,0	9,2	5,3	6,8	21,8	19,7	19,8	16,7
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	5,3	5,5	3,0	4,4	12,9	13,8	13,5	11,7
davon Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sozialkapitalrückstellungen	EUR Mio.	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	1,2	1,3
Abgegrenzte Erträge	EUR Mio.	0,9	1,4	0,0	0,0	6,5	3,4	3,6	2,4
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	EUR Mio.	1,4	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	1,5	1,2
Kurzfristige Schulden	EUR Mio.	6,1	11,5	18,4	14,8	10,5	22,4	20,1	18,1
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,9	4,1	9,7	7,0	3,5	5,3	8,2	8,4
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	1,7	2,3	4,4	2,1	2,1	3,5	3,6	5,0
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,6	1,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	5,3	2,5
Sonstige Verbindlichkeiten und abgegrenzte Schulden	EUR Mio.	2,8	3,8	0,0	5,6	4,5	9,1	1,1	1,1
Abgegrenzte Erträge	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,3	0,7
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
Verbindlichkeiten Ertragssteuern	EUR Mio.	0,1	0,2	4,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	70,8	77,2	78,7	74,7	91,0	104,6	97,8	88,9

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Aktiva), 2008/09-2014/15e

		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Langfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	49,2	52,2	54,1	51,8	50,0	49,3	48,8
Sachanlagen	EUR Mio.	29,0	29,0	28,0	26,2	24,0	22,7	21,6
Grundstücke und Bauten	EUR Mio.	18,9	20,8	20,1	18,9	17,8	16,7	15,7
Technische Anlagen und Maschinen	EUR Mio.	6,0	5,8	6,3	5,4	4,6	4,5	4,4
Geschäfts- und Betriebsausstattung	EUR Mio.	1,4	1,1	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6
Sachanlagen in Bau	EUR Mio.	2,7	1,3	0,7	1,0	0,9	0,9	0,8
Immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	19,5	21,7	24,7	24,6	25,0	25,5	26,1
Firmenwert	EUR Mio.	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Aktivierete Entwicklungskosten	EUR Mio.	14,7	17,7	18,3	18,4	19,1	19,5	19,9
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	1,4	0,7	3,0	2,7	2,5	2,6	2,8
Forderungen aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,5
Latente Steueransprüche	EUR Mio.	0,6	1,6	1,3	1,1	0,6	0,6	0,6
Kurzfristige Vermögenswerte	EUR Mio.	29,0	15,9	23,2	23,7	26,2	26,5	28,3
Vorräte	EUR Mio.	9,2	7,8	9,5	12,1	11,9	11,7	12,5
DIO	d	112	103	100	144	129	120	115
Forderungen aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	5,7	3,6	9,2	6,0	6,8	6,8	7,5
DSO	d	70	48	98	72	74	70	69
Forderungen ggü nahestehenden Untern.	EUR Mio.	1,9	1,7	2,3	2,8	3,0	2,8	2,7
Sonstige finanzielle Forderungen	EUR Mio.	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Forderungen	EUR Mio.	1,7	1,2	0,2	0,8	0,6	0,6	0,6
Forderungen Ertragssteuern	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
Forderungen aus Forschungsförderung	EUR Mio.	0,6	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Wertpapiere	EUR Mio.	3,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassenbestand	EUR Mio.	6,3	0,9	1,5	1,9	3,4	4,2	4,7
Summe Vermögenswerte	EUR Mio.	78,2	68,1	77,2	75,6	76,2	75,9	77,1

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Bilanz (Passiva), 2008/09-2014/15e

		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Eigenkapital	EUR Mio.	40,7	43,0	48,3	51,8	50,6	50,4	50,9
Eigenkapitalquote	%	52,1%	63,1%	62,5%	68,6%	66,4%	66,5%	66,1%
Grundkapital	EUR Mio.	10,2	10,2	11,6	12,9	12,9	12,9	12,9
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	14,4	14,4	17,0	20,8	20,8	20,8	20,8
Ergebnis aus Verkauf von Wertpapieren	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Währungsumrechnungsdifferenzen	EUR Mio.	1,0	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Kumulierte Ergebnisse	EUR Mio.	15,6	17,8	18,5	17,1	15,8	15,7	16,2
Nicht beherrschende Anteile	EUR Mio.	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Langfristige Schulden	EUR Mio.	8,1	9,1	7,0	7,4	12,5	12,1	12,2
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	4,1	5,4	3,7	4,5	9,9	9,6	9,6
davon Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	3,2	9,3	9,3	9,3
Sozialkapitalrückstellungen	EUR Mio.	1,1	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
Abgegrenzte Erträge	EUR Mio.	1,5	1,3	0,8	0,7	0,4	0,5	0,5
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	EUR Mio.	1,4	1,2	1,0	0,8	0,6	0,6	0,6
Kurzfristige Schulden	EUR Mio.	29,4	16,1	21,9	16,4	13,1	13,3	14,0
Finanzverbindlichkeiten	EUR Mio.	21,1	10,3	10,6	8,7	6,9	6,8	6,7
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	EUR Mio.	5,7	3,1	3,2	4,8	3,9	4,1	4,8
Verbindlichkeiten ggü. nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,0	0,8	5,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	1,6	1,3	2,2	2,0	1,8	1,9	1,9
Abgegrenzte Erträge	EUR Mio.	0,6	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	EUR Mio.	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Verbindlichkeiten Ertragssteuern	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summe Passiva	EUR Mio.	78,2	68,1	77,2	75,6	76,2	75,9	77,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN								

Normalisierte Bilanz (Aktiva), 2000/01-2007/08

		00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
Langfristige Vermögenswerte	%	46,5%	45,0%	48,3%	50,3%	39,4%	36,7%	41,7%	48,1%
Sachanlagen	%	17,8%	18,6%	21,1%	23,1%	18,2%	15,6%	18,0%	20,0%
Grundstücke und Bauten	%	10,3%	5,9%	5,3%	11,1%	8,6%	7,3%	7,6%	9,1%
Technische Anlagen und Maschinen	%	7,5%	9,1%	8,9%	10,5%	7,9%	6,4%	6,3%	7,3%
Geschäfts- und Betriebsausstattung	%	0,0%	1,4%	1,4%	1,3%	0,9%	0,7%	0,9%	1,4%
Sachanlagen in Bau	%	0,0%	2,2%	5,5%	0,2%	0,8%	1,1%	3,2%	2,3%
Immaterielle Vermögenswerte	%	25,0%	23,4%	22,4%	23,6%	20,4%	20,7%	23,7%	24,7%
Firmenwert	%	10,6%	11,0%	5,2%	4,6%	3,8%	3,2%	3,5%	3,8%
Aktivierete Entwicklungskosten	%	1,0%	1,8%	3,2%	5,6%	8,0%	11,8%	15,7%	17,9%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	%	13,4%	10,7%	14,1%	13,4%	8,6%	5,6%	4,6%	3,0%
Forderungen aus Lief. & Leist.	%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%
Latente Steueransprüche	%	3,3%	3,0%	4,8%	3,5%	0,8%	0,4%	0,0%	0,8%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	53,5%	55,0%	51,7%	49,7%	60,6%	63,3%	58,3%	51,9%
Vorräte	%	4,8%	6,9%	9,3%	10,6%	8,3%	7,8%	10,0%	9,9%
Forderungen aus Lief. & Leist.	%	8,4%	10,8%	14,0%	7,9%	9,8%	10,0%	4,0%	6,2%
Forderungen ggü nahestehenden Untern.	%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	3,1%	5,5%
Sonstige finanzielle Forderungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,3%
Sonstige Forderungen	%	3,4%	5,3%	3,2%	5,6%	3,0%	8,8%	2,3%	1,2%
Forderungen Ertragssteuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%
Forderungen aus Forschungsförderung	%	1,8%	1,2%	1,3%	1,6%	1,0%	0,5%	0,6%	0,3%
Wertpapiere	%	23,2%	17,3%	8,4%	8,8%	18,0%	15,6%	12,1%	12,1%
Kassenbestand	%	11,9%	13,3%	15,5%	15,2%	20,5%	20,5%	24,9%	16,1%
Summe Vermögenswerte	%	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
		%	%	%	%	%	%	%	%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Normalisierte Bilanz (Passiva), 2000/01-2007/08

		00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
Eigenkapital	%	80,1%	73,1%	70,0%	71,1%	64,6%	59,8%	59,2%	60,9%
Grundkapital	%	14,4%	13,2%	12,9%	13,6%	11,2%	9,7%	10,4%	11,4%
Kapitalrücklagen	%	68,9%	63,2%	62,0%	65,2%	53,6%	46,6%	49,9%	27,9%
Ergebnis aus Verkauf von Wertpapieren	%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	-0,5%
Währungsumrechnungsdifferenzen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%
Kumulierte Ergebnisse	%	-3,5%	-3,3%	-5,0%	-7,7%	-0,1%	2,7%	-1,7%	21,2%
Nicht beherrschende Anteile	%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,6%	0,3%
Langfristige Schulden	%	11,3%	12,0%	6,7%	9,1%	23,9%	18,8%	20,2%	18,8%
Finanzverbindlichkeiten	%	7,5%	7,1%	3,8%	5,9%	14,1%	13,2%	13,8%	13,2%
davon Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sozialkapitalrückstellungen	%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	1,2%	1,5%
Abgegrenzte Erträge	%	1,3%	1,8%	0,0%	0,0%	7,2%	3,2%	3,7%	2,7%
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	%	1,9%	2,5%	2,3%	2,4%	1,8%	1,6%	1,5%	1,3%
Kurzfristige Schulden	%	8,6%	14,9%	23,3%	19,8%	11,5%	21,4%	20,6%	20,4%
Finanzverbindlichkeiten	%	1,2%	5,4%	12,4%	9,3%	3,8%	5,0%	8,4%	9,5%
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	%	2,4%	3,0%	5,6%	2,8%	2,3%	3,4%	3,6%	5,7%
Verbindlichkeiten ggü. Nahestehenden Unternehmen	%	0,8%	1,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	5,4%	2,8%
Sonstige Verbindlichkeiten und abgegrenzte Schulden	%	4,0%	4,9%	0,0%	7,5%	5,0%	8,7%	1,1%	1,2%
Abgegrenzte Erträge	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	1,3%	0,8%
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%
Verbindlichkeiten Ertragssteuern	%	0,2%	0,3%	5,1%	0,0%	0,3%	0,3%	0,4%	0,2%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Normalisierte Bilanz (Aktiva), 2008/09-2014/15e

		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Langfristige Vermögenswerte	%	62,9%	76,7%	70,0%	68,6%	65,6%	65,0%	63,3%
Sachanlagen	%	37,1%	42,5%	36,3%	34,6%	31,5%	30,0%	28,0%
Grundstücke und Bauten	%	24,2%	30,5%	26,0%	25,1%	23,3%	22,1%	20,4%
Technische Anlagen und Maschinen	%	7,7%	8,5%	8,2%	7,1%	6,1%	6,0%	5,7%
Geschäfts- und Betriebsausstattung	%	1,8%	1,5%	1,2%	1,1%	0,8%	0,8%	0,7%
Sachanlagen in Bau	%	3,5%	1,9%	0,9%	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%
Immaterielle Vermögenswerte	%	24,9%	31,9%	32,0%	32,6%	32,8%	33,7%	33,9%
Firmenwert	%	4,3%	5,0%	4,5%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%
Aktivierete Entwicklungskosten	%	18,8%	25,9%	23,7%	24,4%	25,1%	25,7%	25,8%
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	%	1,8%	1,0%	3,9%	3,6%	3,2%	3,4%	3,6%
Forderungen aus Lief. & Leist.	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,6%	0,7%
Latente Steueransprüche	%	0,8%	2,3%	1,7%	1,4%	0,8%	0,8%	0,8%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	37,1%	23,3%	30,0%	31,4%	34,4%	35,0%	36,7%
Vorräte	%	11,8%	11,4%	12,3%	16,0%	15,7%	15,4%	16,2%
Forderungen aus Lief. & Leist.	%	7,3%	5,3%	12,0%	7,9%	9,0%	9,0%	9,7%
Forderungen ggü nahestehenden Untern.	%	2,5%	2,5%	3,0%	3,7%	3,9%	3,7%	3,5%
Sonstige finanzielle Forderungen	%	0,1%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Forderungen	%	2,2%	1,8%	0,3%	1,1%	0,9%	0,8%	0,8%
Forderungen Ertragssteuern	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Forderungen aus Forschungsförderung	%	0,8%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%
Wertpapiere	%	4,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kassenbestand	%	8,1%	1,4%	1,9%	2,5%	4,5%	5,6%	6,1%
Summe Vermögenswerte	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Normalisierte Bilanz (Passiva), 2008/09-2014/15e

		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Eigenkapital	%	52,1%	63,1%	62,5%	68,6%	66,4%	66,5%	66,1%
Grundkapital	%	13,0%	14,9%	15,0%	17,0%	16,9%	17,0%	16,7%
Kapitalrücklagen	%	18,5%	21,2%	22,0%	27,5%	27,3%	27,4%	27,0%
Ergebnis aus zur Veräußerung verfügbare Wertpapiere	%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Währungsumrechnungsdifferenzen	%	1,3%	1,6%	1,6%	1,4%	1,5%	1,5%	1,4%
Kumulierte Ergebnisse	%	20,0%	26,1%	23,9%	22,6%	20,8%	20,7%	21,0%
Nicht beherrschende Anteile	%	-0,5%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige Schulden	%	10,3%	13,3%	9,1%	9,8%	16,4%	16,0%	15,8%
Finanzverbindlichkeiten	%	5,2%	7,9%	4,8%	6,0%	13,1%	12,6%	12,4%
davon Anleihe	%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	12,2%	12,2%	12,1%
Sozialkapitalrückstellungen	%	1,4%	1,8%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Abgegrenzte Erträge	%	1,9%	1,9%	1,1%	0,9%	0,6%	0,6%	0,6%
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	%	1,8%	1,8%	1,3%	1,0%	0,8%	0,8%	0,8%
Kurzfristige Schulden	%	37,6%	23,6%	28,3%	21,7%	17,2%	17,5%	18,1%
Finanzverbindlichkeiten	%	27,0%	15,1%	13,7%	11,5%	9,1%	9,0%	8,8%
Verbindlichkeiten aus Lief. & Leist.	%	7,3%	4,6%	4,2%	6,3%	5,1%	5,4%	6,2%
Verbindlichkeiten ggü. Nahestehenden Unternehmen	%	0,0%	1,2%	6,7%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten und abgegrenzte Schulden	%	2,1%	1,9%	2,8%	2,7%	2,4%	2,5%	2,5%
Abgegrenzte Erträge	%	0,8%	0,5%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Investitionszuschüsse öffentliche Hand	%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Verbindlichkeiten Ertragssteuern	%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Rückstellungen	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Summe Passiva	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Cashflow-Statement, 2000/01-2007/08

		00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-4,0	0,6	-2,8	-0,7	7,9	3,7	-5,0	-4,0
Abschreibungen auf SAV und IAV	EUR Mio.	5,4	3,9	4,1	4,6	4,0	3,8	7,4	4,9
Zuschreibung auf SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von Tochtergesell.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus dem Abgang von Wertpapieren	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	EUR Mio.	0,0	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,9	1,1
Zinsertrag	EUR Mio.	0,0	-2,8	-0,9	-0,4	-0,7	-0,8	-1,3	-1,4
Wertpapiererträge	EUR Mio.	0,0	0,0	-2,3	-1,2	-4,2	-1,3	0,0	3,1
Ergebnis aus Fremdwährungsumrechnung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Auflösung von Investitionszuschüssen	EUR Mio.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Δ Vorräte	EUR Mio.	-0,6	-2,0	-2,0	-0,6	0,4	-0,7	-1,6	1,0
Δ Forderungen und sonstiger Vermögenswerte	EUR Mio.	-2,9	-3,9	-1,0	3,4	-1,6	-8,0	9,2	-3,8
Δ Forderungen aus Forschungszuschüssen	EUR Mio.	-0,7	0,4	-0,1	-0,2	0,2	0,4	0,0	0,3
Δ Verb. Lief. & Leist./ nahestehende Untern.	EUR Mio.	0,8	1,1	1,2	-2,4	0,0	1,6	-0,2	1,4
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,8	1,4	-5,1	5,6	5,5	3,3	-8,4	-1,8
Δ Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sozialkapitalrückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	6,2	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-2,8	-0,8	-8,2	8,7	12,1	2,5	7,4	0,6
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	0,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5	-0,6	-0,9	-1,1
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,0	2,8	0,9	0,4	0,7	0,8	1,3	1,4
Erhaltene Wertpapiererträge	EUR Mio.	0,0	0,0	2,3	1,2	4,2	1,3	0,0	-3,1
Zahlungen für Ertragsteuern	EUR Mio.	-0,2	-0,1	3,8	-4,0	0,0	-0,4	0,5	-0,6
Cashflow aus der Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-3,0	1,3	-2,0	5,6	16,4	3,6	8,3	-2,8
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	-2,5	-0,4	0,4	0,0	-0,9	-3,1	-1,6	1,3
Investitionen in Sachanlagen	EUR Mio.	-2,7	-5,6	-6,3	-5,3	-3,3	-3,5	-5,0	-5,1
Investitionen in Wertpapiere	EUR Mio.	-8,7	3,0	6,7	0,0	-9,8	2,0	7,9	-1,7
Ergebnis aus Abgang von SAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von Wertpapieren	EUR Mio.	19,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Cash aus Erwerb von Tochterunternehmen	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-9,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	4,9	-3,0	0,8	-5,3	-14,0	-3,8	-7,7	-5,5
Free Cashflow	EUR Mio.	-7,9	4,3	-2,8	10,9	30,5	7,4	16,0	2,8
Δ Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	0,3	3,3	5,6	-2,8	-3,5	1,8	3,0	0,2
Δ Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	0,0	0,1	-2,5	1,4	8,4	0,9	-0,3	-1,8
Finanzierung aus Investitionskrediten	EUR Mio.	0,0	0,7	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,1
Finanzierung aus Forschungszuschüssen	EUR Mio.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzierung aus begebener Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Darlehen Forschungsförderung	EUR Mio.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-24,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	24,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	EUR Mio.	0,5	3,5	3,1	-1,1	4,9	2,9	2,1	-1,7
Einfluss von Wechselkursdifferenzen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Veränderung der Zahlungsmittel	EUR Mio.	2,5	1,8	1,9	-0,9	7,3	2,8	2,8	-10,0
Cash Beginn Berichtsperiode	EUR Mio.	6,0	8,4	10,3	12,2	11,3	18,7	21,4	24,3
Cash Ende Berichtsperiode	EUR Mio.	8,4	10,3	12,2	11,3	18,7	21,4	24,3	14,3

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement, 2008/09-2014/15e

		08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14e	14/15e
Ergebnis vor Steuern	EUR Mio.	-14,3	1,5	0,9	-1,2	-0,7	-0,2	0,6
Abschreibungen auf SAV und IAV	EUR Mio.	7,2	3,9	3,4	3,5	3,2	2,9	2,7
Zuschreibung auf SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	-2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von Tochtergesell.	EUR Mio.	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von SAV und IAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus dem Abgang von Wertpapieren	EUR Mio.	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwand	EUR Mio.	1,8	0,7	0,6	0,5	1,0	0,9	0,9
Zinsertrag	EUR Mio.	-1,0	-0,6	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Wertpapiererträge	EUR Mio.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Fremdwährungsumrechnung	EUR Mio.	0,6	0,0	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0
Auflösung von Investitionszuschüssen	EUR Mio.	0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Δ Vorräte	EUR Mio.	-0,4	1,5	0,0	-2,5	0,1	0,3	-0,8
Δ Forderungen und sonstiger Vermögenswerte	EUR Mio.	3,8	2,0	-3,2	2,2	-1,5	0,2	-0,5
Δ Forderungen aus Forschungszuschüssen	EUR Mio.	-0,4	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Δ Verb. Lief. & Leist./nahestehenden Untern.	EUR Mio.	0,7	-1,8	-1,2	1,9	-1,2	0,2	0,7
Δ Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-3,0	-0,8	-0,1	-0,4	-0,5	0,1	0,1
Δ Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Sozialkapitalrückstellungen	EUR Mio.	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Sonstige operative Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-3,9	4,4	0,6	3,6	0,2	4,2	3,4
Gezahlte Zinsen	EUR Mio.	-0,9	-0,7	-0,5	-0,5	-1,1	-0,9	-0,9
Erhaltene Zinsen	EUR Mio.	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Erhaltene Wertpapiererträge	EUR Mio.	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zahlungen für Ertragsteuern	EUR Mio.	0,2	-0,5	0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,1
Cashflow aus der Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	-3,6	3,4	0,2	3,1	-1,0	3,3	2,4
Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	EUR Mio.	-2,3	-1,0	-1,1	-0,9	-1,2	-0,5	-0,6
Investitionen in Sachanlagen	EUR Mio.	-13,7	-1,6	-1,0	-0,5	-0,3	-1,7	-1,5
Investitionen in Wertpapiere	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von SAV	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis aus Abgang von Wertpapieren	EUR Mio.	6,6	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Δ Cash aus Erwerb von Tochterunternehmen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Investitionstätigkeit	EUR Mio.	-9,4	0,8	-1,4	-1,4	-1,4	-2,2	-2,1
Free Cashflow	EUR Mio.	-13,0	4,2	-1,2	1,7	-2,4	1,1	0,3
Δ Kurzfristige Finanzschulden	EUR Mio.	6,2	-6,0	-0,8	-2,1	0,1	-0,1	-0,1
Δ Langfristige Finanzschulden	EUR Mio.	-0,7	-5,4	-2,1	-2,3	-2,4	-9,7	-9,3
Finanzierung aus Investitionskrediten	EUR Mio.	0,0	1,9	0,7	0,0	0,0	0,2	0,2
Finanzierung aus Forschungszuschüssen	EUR Mio.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzierung aus begebener Anleihe	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	3,2	6,2	9,3	9,3
Δ Darlehen Forschungsförderung	EUR Mio.	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalerhöhung	EUR Mio.	-10,3	0,0	4,0	5,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige Anpassungen	EUR Mio.	10,3	0,0	0,0	-5,2	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	EUR Mio.	5,0	-9,5	1,7	-1,3	4,0	-0,3	0,1
Einfluss von Wechselkursdifferenzen	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der Zahlungsmittel	EUR Mio.	-8,0	-5,4	0,6	0,4	1,6	0,8	0,5
Cash Beginn Berichtsperiode	EUR Mio.	14,3	6,3	0,9	1,5	1,9	3,4	4,2
Cash Ende Berichtsperiode	EUR Mio.	6,3	0,9	1,5	1,9	3,4	4,2	4,7

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Segmente, 2000/01-2007/08

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Konzern	EUR Mio.	13,0	18,3	18,7	25,8	28,9	30,3	29,6	29,5
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	9,3	10,9	11,0	9,8	11,5	12,3	12,7	14,8
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produktion	EUR Mio.	3,7	7,4	7,7	16,0	17,5	15,6	16,8	12,6
F&E	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	2,5	0,1	2,1
Überleitung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Humanpharmazeutika	%	71,4%	59,3%	58,9%	37,8%	39,6%	40,4%	43,0%	50,1%
Veterinärpharmazeutika	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Produktion	%	28,6%	40,6%	41,1%	62,0%	60,3%	51,5%	56,9%	42,7%
F&E	%	0,0%	0,1%	0,0%	0,2%	0,0%	8,1%	0,2%	7,2%
Überleitung	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
YoY	%	n/a	40,6%	1,9%	38,2%	12,1%	4,7%	-2,2%	-0,3%
Humanpharmazeutika	%	n/a	16,7%	1,3%	-11,3%	17,5%	6,8%	3,9%	16,1%
Veterinärpharmazeutika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Produktion	%	n/a	99,9%	2,9%	108,5%	9,2%	-10,7%	8,1%	-25,2%
F&E	%	n/a	n/a	-90,9%	n/a	-93,1%	n/a	-97,8%	n/a
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-100,0%	n/a	-100,0%
EBIT	EUR Mio.	-5,0	-1,6	-5,3	-1,7	3,5	2,2	-5,5	-1,2
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	-4,5	-1,9	-1,7	-1,7	0,4	1,1	1,7	2,2
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produktion	EUR Mio.	1,1	5,0	3,9	4,8	7,6	3,3	2,2	-0,3
F&E	EUR Mio.	0,0	-2,1	-3,8	-1,9	-2,1	1,0	-5,1	-0,3
Überleitung	EUR Mio.	-1,6	-2,6	-3,6	-2,9	-2,4	-3,2	-4,4	-2,9
EBIT-Marge	%	-38,2%	-8,6%	-28,3%	-6,4%	12,1%	7,3%	-18,6%	-4,1%
Humanpharmazeutika	%	-48,2%	-17,3%	-15,7%	-17,0%	3,9%	9,0%	13,5%	15,0%
Veterinärpharmazeutika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Produktion	%	30,2%	67,5%	50,3%	30,2%	43,3%	21,1%	13,1%	-2,5%
F&E	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	41,7%	n/a	-12,1%
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	-68,2%	233,6%	-68,7%	-311,5%	-36,8%	-349,4%	-77,7%
Humanpharmazeutika	%	n/a	-58,0%	-8,1%	-4,4%	-127,1%	144,8%	55,9%	29,8%
Veterinärpharmazeutika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Produktion	%	n/a	346,8%	-23,4%	25,2%	56,8%	-56,6%	-32,6%	-114,5%
F&E	%	n/a	n/a	78,4%	-48,4%	8,4%	-148,6%	-594,2%	-94,9%
Überleitung	%	n/a	62,7%	38,8%	-20,9%	-16,1%	32,5%	36,6%	-34,3%
Segmentvermögen	EUR Mio.	0,0	77,2	78,7	74,7	91,0	104,6	97,8	88,9
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	24,2	26,6	13,0	12,8	14,7	13,3	9,8
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produktion	EUR Mio.	0,0	18,2	20,6	29,5	32,0	31,9	28,5	27,1
F&E	EUR Mio.	0,0	2,6	3,8	6,7	7,8	17,7	18,3	20,1
Überleitung	EUR Mio.	0,0	32,2	27,8	25,5	38,5	40,3	37,8	31,9
Segmentverbindlichkeiten	EUR Mio.	0,0	18,8	21,8	19,8	30,6	40,2	39,9	34,8
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	2,2	3,4	1,5	0,8	0,8	1,0	1,1
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Produktion	EUR Mio.	0,0	0,3	0,2	0,5	1,1	6,9	5,3	5,8
F&E	EUR Mio.	0,0	0,9	0,7	0,1	0,4	2,5	3,1	2,5
Überleitung	EUR Mio.	0,0	15,4	17,6	17,7	28,4	29,9	30,6	25,4

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Segmente, 2008/09-2014/15e

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e
Konzern	EUR Mio.	29,5	27,1	34,1	30,2	33,3	35,0	39,0
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	17,0	15,6	17,1	14,4	14,8	16,5	19,0
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	5,2	6,5	6,3	6,8	7,4
Produktion	EUR Mio.	12,3	11,1	11,8	9,2	11,8	11,3	12,1
F&E	EUR Mio.	0,2	0,5	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5
Überleitung	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Humanpharmazeutika	%	57,7%	57,4%	50,2%	47,9%	44,4%	47,1%	48,7%
Veterinärpharmazeutika	%	0,0%	0,0%	15,2%	21,4%	19,1%	19,3%	19,0%
Produktion	%	41,7%	40,8%	34,5%	30,6%	35,4%	32,3%	31,0%
F&E	%	0,6%	1,8%	0,2%	0,2%	1,0%	1,1%	1,2%
Überleitung	%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
YoY	%	0,0%	-8,3%	25,9%	-11,6%	10,4%	5,2%	11,4%
Humanpharmazeutika	%	15,2%	-8,7%	10,0%	-15,6%	2,4%	11,7%	15,1%
Veterinärpharmazeutika	%	n/a	n/a	n/a	24,6%	-1,7%	6,5%	9,7%
Produktion	%	-2,2%	-10,2%	6,4%	-21,6%	27,8%	-3,9%	6,7%
F&E	%	-91,9%	174,6%	-85,1%	0,0%	356,3%	20,0%	18,8%
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	75,0%	-234,3%	10,0%	10,0%
EBIT	EUR Mio.	-4,6	-1,3	1,8	-0,7	0,2	0,7	1,4
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	1,7	-0,3	0,4	0,9	1,9	1,9	3,2
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,3	0,2	-0,3
Produktion	EUR Mio.	-1,7	2,1	4,3	2,3	1,9	1,9	2,2
F&E	EUR Mio.	-1,3	-1,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3
Überleitung	EUR Mio.	-3,3	-1,4	-1,9	-3,0	-2,3	-2,3	-2,3
EBIT-Marge	%	-15,7%	-4,6%	5,2%	-2,3%	0,7%	2,0%	3,7%
Humanpharmazeutika	%	10,1%	-2,2%	2,3%	6,3%	12,7%	11,8%	16,6%
Veterinärpharmazeutika	%	n/a	n/a	3,4%	2,4%	-4,1%	3,7%	-4,6%
Produktion	%	-14,0%	18,8%	36,3%	25,3%	16,3%	17,2%	18,0%
F&E	%	-753,2%	-336,0%	n/a	n/a	-301,2%	-286,2%	-271,9%
Überleitung	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	278,6%	-72,9%	-241,0%	-139,4%	-132,0%	214,3%	105,2%
Humanpharmazeutika	%	-22,9%	-119,7%	-216,6%	130,2%	106,5%	3,8%	62,6%
Veterinärpharmazeutika	%	n/a	n/a	n/a	-11,4%	-265,4%	-195,9%	-238,6%
Produktion	%	436,4%	-221,1%	105,0%	-45,4%	-17,4%	0,9%	12,1%
F&E	%	405,0%	22,5%	-29,2%	-6,3%	-7,8%	14,0%	12,9%
Überleitung	%	16,0%	-57,7%	37,9%	56,4%	-22,8%	-1,0%	-1,0%
Segmentvermögen	EUR Mio.	78,2	68,1	77,2	75,6	76,2	75,9	77,1
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	26,0	31,8	36,0	36,3	36,4	36,7	37,1
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	7,9	7,4	7,5	7,5	7,6
Produktion	EUR Mio.	22,4	22,8	22,8	22,3	22,0	22,2	22,4
F&E	EUR Mio.	18,8	12,4	12,9	13,6	14,4	14,5	14,7
Überleitung	EUR Mio.	11,0	1,2	-2,3	-4,0	-4,1	-5,2	-4,8
Segmentverbindlichkeiten	EUR Mio.	37,5	25,1	28,9	23,8	25,6	25,8	26,1
Humanpharmazeutika	EUR Mio.	1,9	0,9	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1
Veterinärpharmazeutika	EUR Mio.	0,0	0,0	2,6	1,9	2,4	2,4	2,4
Produktion	EUR Mio.	3,5	7,1	9,9	8,6	5,1	5,1	5,2
F&E	EUR Mio.	3,3	2,1	1,0	1,3	1,0	1,0	1,0
Überleitung	EUR Mio.	28,8	15,0	14,4	10,7	16,1	16,3	16,5

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Regionen, 2000/01-2007/08

		2000/01	2001/02	2002/03	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Konzernerlöse	EUR Mio.	13,7	18,9	21,7	32,7	33,4	35,9	35,4	35,2
Österreich	EUR Mio.	8,8	13,0	13,1	22,5	24,0	23,7	25,5	22,4
Belgien	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deutschland	EUR Mio.	4,9	5,3	8,0	8,2	6,1	6,0	6,4	7,1
Großbritannien	EUR Mio.	0,0	0,6	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	0,9
USA	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	2,9	0,4	0,4
Rest der Welt	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	1,1	2,1	2,3	2,0	4,5
davon Pharmerging Markets	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Afrika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asien	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEE und Südeuropa	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Naher und Mittlerer Osten	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Russland	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vorderasien/Kaukasus	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zentral- und Südamerika	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
YoY	%	n/a	38,5%	14,7%	50,6%	2,2%	7,3%	-1,3%	-0,6%
Österreich	%	n/a	47,5%	0,9%	71,1%	6,8%	-1,1%	7,5%	-12,4%
Belgien	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Deutschland	%	n/a	9,0%	51,1%	2,7%	-25,6%	-2,3%	7,5%	10,5%
Großbritannien	%	n/a	n/a	-9,7%	40,1%	10,5%	9,1%	9,7%	-18,7%
USA	%	n/a	n/a	n/a	n/a	101,6%	673,1%	-86,7%	-1,3%
Rest der Welt	%	n/a	n/a	n/a	5155,0%	95,6%	11,1%	-12,6%	124,4%
davon Pharmerging Markets	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Afrika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Asien	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CEE und Südeuropa	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Naher und Mittlerer Osten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Russland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Vorderasien/Kaukasus	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Zentral- und Südamerika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Österreich	%	64,5%	68,7%	60,4%	68,6%	71,8%	66,2%	72,1%	63,5%
Belgien	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Deutschland	%	35,5%	28,0%	36,8%	25,1%	18,3%	16,7%	18,1%	20,2%
Großbritannien	%	n/a	3,4%	2,7%	2,5%	2,7%	2,7%	3,0%	2,5%
USA	%	n/a	n/a	n/a	0,6%	1,1%	8,1%	1,1%	1,1%
Rest der Welt	%	n/a	n/a	0,1%	3,2%	6,2%	6,4%	5,6%	12,7%
davon Pharmerging Markets	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Afrika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Asien	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CEE und Südeuropa	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Naher und Mittlerer Osten	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Russland	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Vorderasien/Kaukasus	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Zentral- und Südamerika	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Regionen, 2008/09-2014/15e

		2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14e	2014/15e
Konzernerlöse	EUR Mio.	29,5	27,1	34,1	30,2	33,3	38,9	39,0
Österreich	EUR Mio.	24,8	3,8	4,0	8,8	8,8	8,2	6,2
Belgien	EUR Mio.	0,0	7,3	7,7	6,1	8,7	11,8	10,1
Deutschland	EUR Mio.	7,9	6,4	7,2	8,0	6,7	7,4	8,2
Großbritannien	EUR Mio.	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
USA	EUR Mio.	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,6
Rest der Welt	EUR Mio.	-4,4	8,3	14,0	6,0	7,8	10,1	12,8
davon Pharmerging Markets	EUR Mio.	3,6	4,5	7,5	2,6	5,3	7,8	10,3
Afrika	EUR Mio.	1,3	1,3	1,6	0,7	1,4	2,2	3,2
Asien	EUR Mio.	0,0	0,1	0,1	0,4	2,0	3,0	4,0
CEE und Südeuropa	EUR Mio.	1,6	1,8	3,4	0,0	0,0	0,1	0,3
Naher und Mittlerer Osten	EUR Mio.	0,1	0,5	0,6	0,8	1,2	1,4	1,6
Russland	EUR Mio.	0,1	0,1	0,9	0,4	0,5	0,6	0,7
Vorderasien/Kaukasus	EUR Mio.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Zentral- und Südamerika	EUR Mio.	0,2	0,6	0,8	0,3	0,2	0,3	0,4
YoY	%	-16,1%	-8,3%	25,9%	-11,6%	10,4%	16,8%	0,3%
Österreich	%	11,1%	-84,5%	5,3%	117,3%	-0,4%	-5,9%	-24,2%
Belgien	%	n/a	n/a	5,0%	-20,0%	42,4%	35,0%	-14,5%
Deutschland	%	11,3%	-19,1%	12,4%	11,2%	-16,0%	10,0%	11,1%
Großbritannien	%	-12,2%	12,9%	-3,0%	2,9%	10,0%	8,9%	7,8%
USA	%	8,4%	1,9%	-9,2%	-2,3%	-8,0%	20,0%	40,0%
Rest der Welt	%	-197,9%	-288,6%	69,2%	-57,0%	30,0%	28,7%	27,4%
davon Pharmerging Markets	%	n/a	25,7%	67,2%	-65,4%	103,8%	46,8%	32,8%
Afrika	%	n/a	1,1%	22,7%	-57,0%	100,0%	60,0%	44,0%
Asien	%	n/a	538,5%	8,4%	344,4%	400,0%	50,0%	33,3%
CEE und Südeuropa	%	n/a	14,2%	86,9%	-100,0%	n/a	n/a	150,0%
Naher und Mittlerer Osten	%	n/a	220,3%	26,9%	37,7%	50,0%	20,0%	8,0%
Russland	%	n/a	2,1%	544,8%	-56,6%	25,0%	20,0%	16,7%
Vorderasien/Kaukasus	%	n/a	-73,2%	128,6%	-100,0%	n/a	n/a	100,0%
Zentral- und Südamerika	%	n/a	207,4%	28,7%	-62,8%	-33,3%	50,0%	33,3%
in %	%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Österreich	%	84,1%	14,2%	11,9%	29,1%	26,3%	21,2%	16,0%
Belgien	%	n/a	27,0%	22,5%	20,3%	26,2%	30,3%	25,8%
Deutschland	%	26,7%	23,6%	21,1%	26,5%	20,1%	19,0%	21,0%
Großbritannien	%	2,6%	3,2%	2,4%	2,8%	2,8%	2,6%	2,8%
USA	%	1,4%	1,6%	1,1%	1,2%	1,0%	1,1%	1,5%
Rest der Welt	%	-14,9%	30,6%	41,0%	19,9%	23,5%	25,9%	32,8%
davon Pharmerging Markets	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Afrika	%	12,1%	16,6%	22,0%	8,6%	15,9%	20,0%	26,5%
Asien	%	4,4%	4,9%	4,8%	2,3%	4,2%	5,8%	8,3%
CEE und Südeuropa	%	0,0%	0,3%	0,3%	1,3%	6,0%	7,7%	10,2%
Naher und Mittlerer Osten	%	5,3%	6,7%	9,9%	n/a	n/a	0,3%	0,6%
Russland	%	0,5%	1,7%	1,7%	2,7%	3,6%	3,7%	4,0%
Vorderasien/Kaukasus	%	0,5%	0,5%	2,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,8%
Zentral- und Südamerika	%	0,6%	0,2%	0,3%	n/a	n/a	0,3%	0,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick I (2007-2011)

		2007	2008	2009	2010	2011
Key Data						
Nettoumsatz	EUR Mio.	29,6	29,5	29,5	27,1	34,1
Rohrertrag	EUR Mio.	37,4	33,9	34,7	33,7	37,6
EBITDA	EUR Mio.	1,9	3,7	0,0	5,2	5,2
EBIT	EUR Mio.	-5,5	-1,2	-7,1	1,2	1,8
EBT	EUR Mio.	-5,0	-4,0	-14,3	1,5	0,9
Nettoergebnis	EUR Mio.	-5,0	-3,7	-14,3	2,1	0,7
Anzahl Mitarbeiter		189	185	190	169	196
Je Aktie						
Kurs Hoch	EUR	15,50	10,40	4,94	3,90	4,75
Kurs Tief	EUR	9,61	5,00	1,66	2,33	1,80
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	12,49	7,32	2,56	2,93	3,09
EPS	EUR	-0,44	-0,34	-1,39	0,21	0,08
CFPS	EUR	0,24	0,09	-0,71	0,53	0,40
BVPS	EUR	5,65	5,30	4,05	4,28	4,45
NAV	EUR	5,70	5,33	4,01	4,23	4,45
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Profitabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	%	5,1%	10,8%	0,1%	15,3%	13,8%
EBIT-Marge	%	-14,7%	-3,6%	-20,6%	3,7%	4,7%
EBT-Marge	%	-13,4%	-11,9%	-41,3%	4,4%	2,5%
Netto-Marge	%	-13,4%	-10,9%	-41,1%	6,1%	2,0%
FCF-Marge	%	42,8%	8,1%	16,7%	7,8%	4,1%
ROE	%	-8,6%	-6,9%	-35,0%	4,9%	1,6%
ROCE	%	0,0%	8,1%	0,2%	12,0%	8,5%
CE/Umsatz	%	171,8%	166,0%	195,5%	217,6%	200,2%
NWC/Umsatz	%	34,0%	31,4%	31,2%	30,5%	45,5%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	156,8	159,6	155,4	160,3	174,0
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-29,1	-6,6	-37,6	7,4	9,0
DSO	d	118	107	112	103	100
Inventory days	d	47	67	70	48	98
Capex/Umsatz	%	17,0%	17,2%	46,3%	6,1%	3,0%
Wachstumsraten						
Nettoumsatz	%	-2,2%	-0,3%	0,0%	-8,3%	25,9%
Betriebsleistung	%	4,1%	-9,3%	2,1%	-2,7%	11,5%
EBITDA	%	-68,1%	92,3%	-99,1%	n/a	0,9%
EBIT	%	n/a	-77,7%	482,7%	n/a	42,6%
EBT	%	n/a	-19,6%	256,2%	n/a	-35,8%
Nettoergebnis	%	n/a	-25,9%	284,6%	n/a	-64,4%
EPS	%	n/a	-23,6%	308,4%	n/a	-61,8%
CFPS	%	-67,9%	-63,9%	n/a	n/a	-24,0%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I (2012-2015e)

		2012	2013e	2014e	2015e
Key Data					
Nettoumsatz	EUR Mio.	30,2	33,3	35,0	39,0
Rohhertrag	EUR Mio.	35,0	38,7	39,0	43,1
EBITDA	EUR Mio.	2,8	3,4	3,6	4,2
EBIT	EUR Mio.	-0,7	0,2	0,7	1,4
EBT	EUR Mio.	-1,2	-0,7	-0,2	0,6
Nettoergebnis	EUR Mio.	-1,4	-1,2	-0,2	0,5
Anzahl Mitarbeiter		179	176	183	193
Je Aktie					
Kurs Hoch	EUR	2,45	2,06	2,07	0,00
Kurs Tief	EUR	1,35	1,52	1,73	0,00
Durchschnitts-/Schlusskurs	EUR	1,84	1,80	1,79	1,79
EPS	EUR	-0,13	-0,09	-0,01	0,04
CFPS	EUR	0,19	0,19	0,21	0,25
BVPS	EUR	4,24	3,93	3,92	3,96
NAV	EUR	4,24	3,93	3,92	3,96
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR				3,00
Performance bis Kursziel	%				67,6%
Profitabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	%	8,1%	8,9%	9,4%	9,6%
EBIT-Marge	%	-2,0%	0,6%	1,8%	3,4%
EBT-Marge	%	-3,4%	-1,8%	-0,5%	1,3%
Netto-Marge	%	-4,1%	-3,2%	-0,4%	1,2%
FCF-Marge	%	13,0%	1,2%	14,3%	10,5%
ROE	%	-2,9%	-2,4%	-0,3%	1,0%
ROCE	%	4,1%	4,6%	5,9%	6,5%
CE/Umsatz	%	212,4%	191,8%	178,8%	161,0%
NWC/Umsatz	%	44,1%	44,7%	41,1%	38,9%
Pro-Kopf-Umsatz	kEUR	168,5	189,2	191,5	202,2
Pro-Kopf-EBIT	kEUR	-3,9	1,3	3,8	7,5
DSO	d	144	129	120	115
Inventory days	d	72	74	70	69
Capex/Umsatz	%	1,8%	0,9%	4,9%	4,0%
Wachstumsraten					
Nettoumsatz	%	-11,6%	10,4%	5,2%	11,4%
Betriebsleistung	%	-6,9%	10,4%	0,8%	10,4%
EBITDA	%	-45,4%	20,5%	6,5%	13,8%
EBIT	%	n/a	n/a	214,3%	105,2%
EBT	%	n/a	-40,6%	-74,9%	n/a
Nettoergebnis	%	n/a	-14,5%	-86,9%	n/a
EPS	%	n/a	-28,0%	-86,6%	n/a
CFPS	%	-52,3%	0,7%	11,1%	18,4%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Auf einen Blick II (2007-2011)

Bilanzkennzahlen		2007	2008	2009	2010	2011
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	17,6	17,8	29,0	29,0	28,0
Umlaufvermögen	EUR Mio.	57,0	46,1	29,0	15,9	23,2
Eigenkapital	EUR Mio.	57,9	54,1	40,7	43,0	48,3
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	39,9	34,8	37,5	25,1	28,9
Anlagenintensität	%	18,0%	20,0%	37,1%	42,5%	36,3%
EK-Quote	%	59,2%	60,9%	52,1%	63,1%	62,5%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	4,7%	15,5%	46,2%	34,2%	26,6%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	-4,0	-16,5	-3,5	12,6	8,1
Working Capital	EUR Mio.	10,1	9,3	9,2	8,3	15,5
Capital Employed	EUR Mio.	50,9	49,0	57,7	58,9	68,3
Enterprise Value						
Anzahl Aktien	Mio.	10,2	10,2	10,2	10,2	10,9
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	157,4	105,6	50,2	39,6	51,6
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	97,6	50,8	16,9	23,7	19,5
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	126,8	74,3	26,0	29,8	33,5
Nettoverschuldung	EUR Mio.	2,7	8,4	18,8	14,7	12,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	1,2	1,3	1,1	1,2	1,4
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,6	0,3	-0,4	-0,5	0,0
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	161,9	115,6	69,7	55,1	65,8
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	102,0	60,8	36,4	39,1	33,8
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	131,3	84,3	45,5	45,2	47,8
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	5,5	3,9	2,4	2,0	1,9
EV/Umsatz (Hoch)	x	3,4	2,1	1,2	1,4	1,0
EV/Umsatz (Tief)	x	4,4	2,9	1,5	1,7	1,4
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	84,9	31,5	n/a	10,7	12,6
EV/EBITDA (Hoch)	x	53,5	16,6	n/a	7,6	6,5
EV/EBITDA (Tief)	x	68,8	23,0	n/a	8,8	9,2
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	44,3	37,1
EV/EBIT (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	31,5	19,1
EV/EBIT (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	36,4	27,0
KGV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	18,6	59,2
KGV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	11,1	22,4
KGV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	13,9	38,5
KCF (Durchschnitt)	x	65,5	n/a	n/a	7,3	11,8
KCF (Hoch)	x	40,6	58,5	n/a	4,4	4,5
KCF (Tief)	x	52,8	85,6	n/a	5,5	7,7
KBV (Durchschnitt)	x	2,7	2,0	1,2	0,9	1,1
KBV (Hoch)	x	1,7	0,9	0,4	0,5	0,4
KBV (Tief)	x	2,2	1,4	0,6	0,7	0,7
FCF-Yield	%	12,6%	3,7%	22,3%	8,9%	4,6%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenrendite	%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow						
Operativer Cashflow	EUR Mio.	8,3	-2,8	-3,6	3,4	0,2
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-7,7	-5,5	-9,4	0,8	-1,4
Free Cashflow	EUR Mio.	0,6	-8,3	-13,0	4,2	-1,2
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	2,1	-1,7	5,0	-9,5	1,7
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL						

Auf einen Blick II (2012-2015e)

Bilanzkennzahlen		2012	2013e	2014e	2015e
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	26,2	24,0	22,7	21,6
Umlaufvermögen	EUR Mio.	23,7	26,2	26,5	28,3
Eigenkapital	EUR Mio.	51,8	50,6	50,4	50,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	23,8	25,6	25,4	26,1
Anlagenintensität	%	34,6%	31,5%	30,0%	28,0%
EK-Quote	%	68,6%	66,4%	66,5%	66,1%
Gearing (Nettoverschuldung/EK)	%	21,9%	26,6%	24,1%	22,8%
Bruttoverschuldung/EBIT	x	-18,8	75,4	23,3	11,3
Working Capital	EUR Mio.	13,3	14,9	14,4	15,2
Capital Employed	EUR Mio.	64,0	63,9	62,7	62,8
Enterprise Value					
Anzahl Aktien	Mio.	12,2	12,9	12,9	12,9
Marktkapitalisierung (Hoch)	EUR Mio.	29,9	26,5	26,6	n/a
Marktkapitalisierung (Tief)	EUR Mio.	16,5	19,6	22,3	n/a
Marktkapitalisierung (Durchschnitt)	EUR Mio.	22,5	23,2	23,0	23,0
Nettoverschuldung	EUR Mio.	11,3	13,5	12,2	11,6
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	1,4	1,5	1,5	1,6
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (Hoch)	EUR Mio.	42,7	41,5	40,4	n/a
Enterprise Value (Tief)	EUR Mio.	29,3	34,6	36,0	n/a
Enterprise Value (Durchschnitt)	EUR Mio.	35,2	38,2	36,8	36,2
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz (Durchschnitt)	x	1,4	1,2	1,2	n/a
EV/Umsatz (Hoch)	x	1,0	1,0	1,0	n/a
EV/Umsatz (Tief)	x	1,17	1,15	1,05	0,93
EV/EBITDA (Durchschnitt)	x	15,0	12,1	11,1	n/a
EV/EBITDA (Hoch)	x	10,3	10,1	9,9	n/a
EV/EBITDA (Tief)	x	12,4	11,1	10,1	8,7
EV/EBIT (Durchschnitt)	x	n/a	185,4	57,3	n/a
EV/EBIT (Hoch)	x	n/a	154,3	51,1	n/a
EV/EBIT (Tief)	x	n/a	170,4	52,2	25,1
KGV (Durchschnitt)	x	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV (Hoch)	x	n/a	n/a	n/a	n/a
KGV (Tief)	x	n/a	n/a	n/a	45,2
KCF (Durchschnitt)	x	12,7	10,6	9,6	n/a
KCF (Hoch)	x	7,0	7,9	8,0	n/a
KCF (Tief)	x	9,6	9,3	8,3	7,0
KBV (Durchschnitt)	x	0,6	0,5	0,5	n/a
KBV (Hoch)	x	0,3	0,4	0,4	n/a
KBV (Tief)	x	0,4	0,5	0,5	0,5
FCF-Yield	%	20,2%	2,0%	24,2%	19,6%
Ausschüttungsquote (Basis Nettoergebnis)	%	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenrendite	%	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow					
Operativer Cashflow	EUR Mio.	3,1	-1,0	3,3	2,4
Investiver Cashflow	EUR Mio.	-1,4	-1,4	-2,2	-2,1
Free Cashflow	EUR Mio.	1,7	-2,4	1,1	0,3
Finanz-Cashflow	EUR Mio.	-1,3	4,0	-0,3	0,1
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN					

DCF-Modell

		2013/14e	2014/15e	2015/16e	2016/17e	2017/18e	2018/19e	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e	TV
Nettumsatz	EUR Mio.	35,0	39,0	44,8	52,4	62,5	69,0	72,5	74,4	75,8	77,0	78,3	75,6
Umsatzwachstum	%	5,2%	11,4%	14,8%	16,9%	19,2%	10,4%	5,1%	2,7%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%
EBIT	EUR Mio.	0,7	1,4	2,4	3,5	4,8	5,8	6,5	7,2	7,8	8,4	9,1	9,1
EBIT-Marge (Nettumsatz)	%	2,0%	3,7%	5,3%	6,6%	7,7%	8,3%	9,0%	9,6%	10,3%	10,9%	11,6%	12,0%
Verlustvorträge	EUR Mio.	31,3	29,9	27,5	24,0	19,2	13,5	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Steuerquote (τ)	%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
EBIT(1-τ)	EUR Mio.	0,6	1,3	2,1	3,1	4,3	5,2	5,9	5,4	5,8	6,3	6,8	6,8
Reinvestment	EUR Mio.	-2,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-1,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-1,7
FCFF	EUR Mio.	-1,6	-0,8	0,0	1,1	2,1	4,0	5,2	5,1	5,6	6,1	6,6	5,2
WACC	%	7,9%	7,9%	7,8%	7,6%	7,5%	7,3%	7,2%	7,0%	6,9%	6,7%	6,6%	6,6%
Diskontierungssatz	%	100,0%	92,6%	85,9%	79,8%	74,3%	69,2%	64,5%	60,3%	56,4%	52,8%	49,6%	0,0%
PV FCFF	EUR Mio.	-1,6	-0,7	0,0	0,8	1,6	2,7	3,4	3,0	3,2	3,2	3,3	
Terminal Cashflow	EUR Mio.	5,2											
Terminal Cost of Capital	%	6,6%											
Terminal Value	EUR Mio.	66,7											
PV Terminal Value	EUR Mio.	33,1											
PV Casflow Detailplanung	EUR Mio.	18,9											
Summe der Barwerte	EUR Mio.	52,0											
Zinstragende Verbindlichkeiten	EUR Mio.	16,9											
Liquidität	EUR Mio.	3,4											
Wert des Eigenkapitals	EUR Mio.	38,5											
Anzahl ausstehender Aktien	Mio.	12,9											
Wert des Eigenkapitals je Aktie	EUR	3,00											

		Langfristige Wachstumsrate							
		EUR	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%
TV EBIT-Marge		7,0%	2,50	2,40	2,40	2,30	2,20	2,20	2,10
		8,0%	2,80	2,70	2,60	2,50	2,50	2,40	2,30
		9,0%	3,00	2,90	2,80	2,80	2,70	2,60	2,50
		10,0%	3,30	3,20	3,10	3,00	2,90	2,80	2,70
		11,0%	3,50	3,40	3,30	3,20	3,10	3,00	2,90
		12,0%	3,80	3,60	3,50	3,40	3,30	3,20	3,10
		13,0%	4,00	3,90	3,80	3,70	3,50	3,40	3,30

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL PROGNOSEN

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Risikoeinschätzung (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis des analysierten Unternehmens von dem von uns prognostizierten Ergebnis aufgrund von unternehmens- oder marktspezifischen Gegebenheiten um mehr als 20% abweicht:

Risiko	Geschätzte Eintrittswahrscheinlichkeit
Sehr hoch	>80%
Hoch	50-80%
Mittel	20-50%
Niedrig	<20%

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

- Key 6:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.
- Key 7:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder eine ihr nahestehende Person/nahestehendes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- Key 8:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung hat Sphene Capital GmbH eine marktübliche, vorab entrichtete Flat-Fee erhalten.
- Key 9:** Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.
- Key 10:** Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
10.03.2014	EUR 3,00	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:

Informationsquellen

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen entsprechen den Ansichten des Verfassers dieser Studie. Die Vergütung des Erstellers einer Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in der Studie geäußert werden, zusammen.