

Life Science am Kapitalmarkt

Biotechnologie im Fokus

Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management



Capgemini
CONSULTING. TECHNOLOGY. OUTSOURCING

Deka
Investment



DEUTSCHE BÖRSE
GROUP



DZ BANK

ERNST & YOUNG



GPC biotech

MAYER
BROWN
ROWE
& MAAW
GÄRDERTZ

micromet



Newron

QIAGEN



Union
Investment

MONTOBEL

Einführung

Bewertung von Technologie/Service-Anbietern. Die Kommission ist der Ansicht, dass erst die kombinierte Anwendung von Biotech-spezifischen Bewertungsmodellen in Ergänzung zu dem Methoden-Mix aus traditionellen Verfahren zu einer adäquaten Berücksichtigung der sektorspezifischen Besonderheiten führt. Dies sollte zusammen mit einer weitgehenden Offenlegung der Modellannahmen zu einer deutlichen Erhöhung der Visibilität des ermittelten „fairen“ Unternehmenswerts führen. Damit dürfte auch das Vertrauen der Investoren in diese Zukunftsbranche wieder ansteigen.

- Nach Einschätzung der DVFA-Kommission Life Science sind in den nächsten Jahren zahlreiche Börsengänge im Biotech-Sektor zu erwarten, wodurch der Börsenzettel um weitere, sehr interessante Wachstumsunternehmen bereichert wird. Aus diesem Grund widmet sich Kapitel IV den Besonderheiten des Going Public für Biotech-Unternehmen in Deutschland. Neben einer Beschreibung des Emissionsmarkts und der Durchführung eines Börsengangs werden hier auch die derzeitigen Kapitalmarktanforderungen an einen idealtypischen Börsenkandidaten aus dem Biotech-Sektor exemplarisch dargestellt. Allerdings kann ein Börsengang auch erfolgreich sein, wenn nicht alle der genannten Kriterien erfüllt werden. Dies jedoch nur unter der Voraussetzung, dass sich das erhöhte Risikoprofil in einer entsprechend reduzierten Unternehmensbewertung niederschlägt.

Die vorliegende Fachpublikation richtet sich sowohl an Analysten und Investoren als auch an vorbörsliche und börsennotierte Life-Science-Unternehmen. Verzeichnisse mit Literaturhinweisen und weiterführenden Internet-Adressen nach jedem Kapitel sowie ein ausführliches Glossar im Anhang erhöhen den Gebrauchswert. Die wichtigsten Anforderungen des Kapitalmarkts an Biotech-Unternehmen sind in einer Checkliste zur Analyse von Biotech-Unternehmen zusammengefasst.

Wir danken allen an der Entstehung dieser Publikation Beteiligten für ihr außerordentlich hohes Engagement und die tolle Teamleistung.



Dr. Christa Bähr
DZ BANK AG



Dr. Markus Manns
Union Investment Privatfonds GmbH

Inhaltsverzeichnis

I. Potential der Life-Science-Branche

1	Überblick	1
2	Life Science	2
2.1	Begriffsdefinition.....	2
2.2	Life-Science-Markt.....	2
2.3	Im Fokus: Rote Biotechnologie	3
2.4	Wachstumsfaktoren der Roten Biotechnologie	5
2.4.1	Demografische Entwicklung	5
2.4.2	Akuter Bedarf an neuen Therapien	6
2.4.3	Biologische Wirkstoffe	6
2.4.4	Biologische Forschungsansätze	8
2.4.5	Sichere Herstellung/Versorgungssicherheit	8
2.4.6	Molekulare Diagnostik	9
2.4.7	Pharmacogenomics	9
2.4.8	Marktpotentiale der Biotech-Industrie	10
3	Aktuelle Trends im Biotech-Markt	12
3.1	Patentabläufe/Biogenerika	13
3.2	Zahl der Biotech-Medikamente steigt	14
3.3	Fokussierung auf Nischenmärkte.....	16
3.4	Erschwerte Zulassungsbedingungen	17
3.5	Steigende Merger&Acquisitions-Aktivitäten	17
3.6	Verbesserte Vertragsbedingungen bei Partnerschaften	19
3.7	Breitere Abdeckung der Wertschöpfungskette	20
3.8	Einsatz neuer Technologien.....	21
4	Geschäftsmodelle der Biotechnologie	22
4.1	Vereinfachende Abgrenzung der Biotech- Geschäftsmodelle	22
4.1.1	Medikamenten-Entwickler	22
4.1.2	Technologie/Service-Anbieter	23
4.2	Erweiterter Geschäftsmodellansatz	24
5	Literaturverzeichnis	25

II. Transparenz im Biotech-Sektor

1	Überblick	27
2	Investor Relations	28
2.1	Begriffsdefinition	28
2.2	Allgemeine Ziele	28
2.3	IR-Instrumente	29
2.3.1	Finanzkalender	31
2.3.2	Geschäftsbericht	31
2.3.3	Zwischenbericht	31
2.3.4	Ad-hoc-Publizität.....	31
2.3.5	Regelmäßige Unternehmenspublikationen	32
2.3.6	Pressekonzferenzen	33
2.3.7	Analystenkonferenzen und R&D Days.....	33
2.3.8	Einzelgespräche mit Investoren und Analysten.....	33
2.4	Zukunftsgerichtete Aussagen	34
2.5	Umgang mit einer Krisensituation	34
2.6	Übersicht von IR-Pflichtmaßnahmen und freiwilligen Maßnahmen	34
3	Corporate Governance	36
3.1	Zunehmende Bedeutung von Corporate Governance....	36
3.2	Unabhängiger Aufsichtsrat	36
3.3	Keine unangemessenen Vergütungen	36
3.4	Haftung für grobe Fahrlässigkeit	36
3.5	Qualitätsmerkmale für Aktienoptionsprogramme	36
4	Rechnungslegung und Reporting	37
4.1	Aktuelle Rahmenbedingungen	37
4.2	Zusammenhang von Wertschöpfung und Profitabilität...	37
4.3	Anwendbarkeit traditioneller Kennzahlen	38
4.4	Zahlungsströme im Rahmen von Kooperationen	39
4.5	Bilanz: Liquide Mittel und Verbindlichkeiten	40
4.6	Bedeutung von Lagebericht/Notes/Management Discussion&Analysis	40
4.7	Zusammenfassende Darstellung der Pflichtinformationen und freiwilligen Angaben in der Finanzberichterstattung von Biotech-Unternehmen	42
5	Literaturverzeichnis	44

Inhaltsverzeichnis

III. Unternehmensbewertung

1	Überblick	45
2	Bewertungsansätze	47
3	Sektoranalyse nach Porter	49
3.1	Das „5-Kräfte-Modell“	49
3.2	Anwendung im Biotech-Sektor	50
4	Unternehmensanalyse	52
4.1	Bewertungsanlässe	52
4.2	Traditionelle Bewertungsmethoden.....	53
4.2.1	Traditionelle Quantitative Bewertungsmethoden	53
4.2.2	Traditionelle Qualitative Bewertungsmethoden	56
4.2.3	Traditionelle Bewertungsmethoden im Vergleich	66
4.3	Biotech-spezifische Bewertungsmethoden.....	67
4.3.1	Spezifische Bewertungsmodelle für Medikamenten-Entwickler.....	69
4.3.2	Spezifische Bewertungskriterien für Technologie/Service-Anbieter	86
4.3.3	Biotech-spezifische Bewertungsmethoden im Vergleich.....	92
5	Literaturverzeichnis	94

IV. Besonderheiten des Going Public für Biotech-Unternehmen

1	Überblick	97
2	Motive für den Börsengang eines Biotech-Unternehmens 98	
3	Emissionsmarkt	99
3.1	Börsenplatz Deutschland	99
3.2	Zulassungsvoraussetzungen: internationaler Vergleich	101
4	Regulatorische Voraussetzungen für einen Börsengang	103
4.1	Rechtliche und organisatorische Voraussetzungen ...	103
4.2	Voraussetzungen im Rechnungswesen	103
5	Durchführung eines Börsengangs	104
5.1	IPO-Fahrplan	105
5.2	Auswahl der Emissionsbanken	106
5.3	Emissionskonzept und Equity Story	107
5.4	Optimierung des Platzierungsprozesses	108
5.5	Bestimmung des Emissionspreises	109
6	Aktuelle Kapitalmarktanforderungen an IPO-Kandidaten	110
6.1	Medikamenten-Entwickler: diversifizierte klinische Pipeline.....	111
6.2	Technologie/Service-Anbieter: umsatzvalidierte Technologie.....	111
6.3	Konzeptvalidierung durch Partnerschaften.....	111
6.4	Erteilte Schlüsselpatente	112
6.5	Erfahrenes Management/Gremien	112
6.6	Attraktive Emissionskonditionen	112
7	Literaturverzeichnis	114

V. Checkliste zur Analyse von Biotech-Unternehmen..... 117

VI. Glossar..... 126

VII. Kommissionsmitglieder..... 134

4. Unternehmensanalyse

So ergibt sich aus den im Fallbeispiel angewandten Variablen ein risikoadjustierter Barwert von 443 Mio. CHF (WACC: 8%, Risikofaktor 0,7x/Markteintrittswahrscheinlichkeit 70%). Eine Modifikation des WACC um +/- 1%-Punkt ergibt eine Spanne von 412-477 Mio. CHF, was einer Variation im Barwert von -7% bis +8% entspricht. Lässt man den WACC unverändert bei 8%, variiert aber den Risikofaktor um -10% (0,6x), so reduziert sich der Barwert um 14% auf 380 Mio. CHF. Nimmt man gleichzeitig einen WACC von 9% und einen Risikofaktor von 0,6x an, so reduziert sich der risikoadjustierte Barwert um 21% auf 353 Mio. CHF.

Fazit

Derartige Pipelinemodelle erlauben die risikoadjustierte Bewertung von Produkten in fortgeschrittenen und auch frühen Entwicklungsphasen. Sie sind damit sowohl für die Bewertung von jungen Medikamenten-Entwicklern als auch für die Beurteilung des Potentials der Produktpipelines von reiferen Unternehmen ein gutes Bewertungsmodell. Pipeline-Bewertungsmodelle verhindern, dass die Erfolgswahrscheinlichkeiten von Medikamenten in den klinischen Phasen überschätzt und die Risiken nur unzureichend berücksichtigt werden, wie im Biotech-Hype 1999-2000 an der Börse vielfach geschehen. Da Kursveränderungen bei Nachrichten abgeschätzt und interessante Pipeline-Plays herausgefiltert werden können, eignen sich die Modelle auch zur Bewertung der Auswirkungen von Nachrichten und zur Aktienselektion. Dabei ist zu berücksichtigen, dass abhängig davon, ob die Nachricht zu Produktentwicklungen den Markt überrascht bzw. von diesem bereits antizipiert wurde, die Kursentwicklung übertreibt bzw. hinter der prognostizierten fundamentalen Veränderung des risikoadjustierten Barwerts (rPV) zurückbleibt. Durch die Offenlegung der Annahmen, die Verwendung von Standard-Inputfaktoren und die angemessene Berücksichtigung des Risikos sind die Modelle zudem ein geeignetes Instrument, um die Visibilität der fundamentalen Werte der Biotech-Pipelines zu erhöhen, die Potentiale der viel versprechenden Schlüsselindustrie des 21. Jahrhunderts besser zu erfassen und damit das Vertrauen der Investoren zu erhöhen.

4.3.2 Spezifische Bewertungskriterien für Technologie- und Service-Anbieter

Wie in Abschnitt III.4.2.3 dargelegt, ist der bestehende „Methoden-Mix“ aus traditionellen Bewertungsansätzen oft nicht ausreichend, um im Biotech-Sektor den „fairen“ Unternehmenswert zu ermitteln. Für Medikamenten-Entwickler werden in der Praxis Biotech-spezifische Methoden angewandt, wie die oben vorgestellten Pipeline-Bewertungsmodelle der DZ BANK und Bank Vontobel.

Für Technologie/Service-Anbieter (siehe I.4.1.2) gibt es dagegen bisher kaum erprobte Modelle, die den allgemeinen Anforderungen bezüglich Transparenz bzw. Visibilität sowie Nachvollziehbarkeit von Auf- und Abschlägen auf die mittels der quantitativen Bewertungsansätze ermittelten Unternehmenswerte genügen. So spielen neben den traditionellen qualitativen Kriterien (siehe III.4.2.2) wie Managementqualität, Plausibilität des Geschäftskonzepts und Patentschutz, die unabhängig von der Geschäftsausrichtung anzuwenden sind, bei Technologie/Service-Anbietern die in nachfolgender Tabelle in alphabetischer Reihenfolge genannten Kriterien eine vorherrschende Rolle. Die Bewertung dieser spezifischen qualitativen Kriterien kann wie bei den traditionellen qualitativen Kriterien über eine SWOT-Analyse oder den Scorecard-Ansatz erfolgen.

Tabelle 22: Spezifische qualitative Bewertungskriterien für Technologie/Service-Anbieter im Überblick

Spezifische Qualitative Bewertungskriterien

- A. Alleinstellung und Attraktivität der Technologie
- B. Innovationsgrad und Innovationsstärke
- C. Kundenstruktur
- D. Markteintrittsbarrieren
- E. Marktführerschaft
- F. Relative Umsatzentwicklung

Quelle: DVFA-Kommission Life Science

4. Unternehmensanalyse

A) Alleinstellung und Attraktivität der Technologie

Eine technologische Alleinstellung liegt dann vor, wenn ein Technologie-Anbieter einzigartige Lösungen anbietet, die (noch) von keinem anderen Wettbewerber offeriert werden können. Solange andere Anbieter keine konkurrenzfähigen Technologien vorweisen, besitzt das Unternehmen mit der Alleinstellung in der Regel eine Technologieführerschaft, die diesem meist auch eine Marktführerschaft und damit einen gewissen zeitlichen und auch umsatzwirksamen Vorsprung verschafft.

Ein Beispiel ist Epigenomics. Bei der Gründung verfügte das Biotech-Unternehmen nur über zwei Patentanmeldungen. Zur Sicherstellung des „Freedom to Operate“, d.h. der Möglichkeit, eigene Technologien kommerziell einsetzen zu können, ohne Rechte Dritter zu verletzen, sicherte sich Epigenomics frühzeitig weltweite Exklusivrechte an Patenten auf dem Gebiet der Methylierungsbestimmung an DNA als Marker in der Krebsdiagnostik. Um die durch Lizenzen erworbene Alleinstellung weiter auszubauen, wurde später das Unternehmen Orca Biosciences - der damals weltweit einzige Wettbewerber - akquiriert. In der Folge ist das Patentportfolio von Epigenomics stetig gewachsen und hat heute mit über 150 Patenten eine beachtliche Größe, die dem Unternehmen eine technologische Alleinstellung sowie wirkungsvolle Markteintrittsbarrieren verschaffen. Die mit dieser Technologieführerschaft gewonnenen Kunden wie Roche, Pfizer, AstraZeneca, Wyeth und QIAGEN sprechen für sich.

Im Rahmen der Bewertung von Technologie/Service-Anbietern stellt sich die Beurteilung der Attraktivität bzw. der Überlegenheit einer Technologie am komplexesten dar. Folgende Merkmale können jedoch grundsätzlich zur Analyse der Technologieattraktivität herangezogen werden:

- **Technologieprinzip:** Welche Art von Technologien werden eingesetzt?

- **Reifegrad:** Handelt es sich um eine junge, innovative Technologie, die sich noch im Forschungsstadium befindet oder um eine ausgereifte, etablierte Technologie?
- **Weiterentwicklungspotential:** In welchem Umfang ist eine technische Weiterentwicklung möglich?
- **Kompatibilität:** Ist durch die Technologie mit positiven und/oder negativen Wechselwirkungen auf andere angewandte Technologien zu rechnen?
- **Akzeptanz:** Wird die Technologie in der Öffentlichkeit akzeptiert? Wie hoch sind die eventuellen Kosten, um eine breite Akzeptanz zu erreichen?
- **Anwendungsbreite:** Ist die Technologie auf zusätzliche Einsatzbereiche übertragbar? Wird sie nur in Nischenmärkten anwendbar sein?

Biotech-Unternehmen, deren Technologie eine Alleinstellung und hohe Attraktivität aufweisen, verdienen einen Bewertungsaufschlag.

B) Innovationsgrad und Innovationsstärke

Im Gegensatz zur Analyse der Attraktivität einer Technologie an sich umfasst die Betrachtung der Innovation auch den Aspekt der Vermarktung, d.h. ob die Technologie vom Markt bzw. Kunden angenommen wird. Dies setzt die Marktreife der Technologie voraus. Unter Innovationen versteht man im allgemeinen qualitativ neuartige proprietäre Produkte oder Verfahren, die sich gegenüber den bisher am Markt befindlichen Produkten oder Verfahren merklich unterscheiden und dem Abnehmer somit einen eindeutigen Vorteil verschaffen. Technologieinnovationen basieren zumeist auf neuartigen oder optimierten Prozessen und Verfahren, die dem Kunden zusätzlichen Nutzen in einem Produktionsprozess, der Medikamentenentwicklung oder der Grundlagenforschung bieten.

Die Innovation kann über verschiedene Basisprinzipien unterschiedliche Vorteile bewirken (siehe Tabelle 23).

4. Unternehmensanalyse

Tabelle 23: Basisprinzipien technologischer Innovationen und ihre Anwendungsvorteile

Basisprinzipien	Vorteile/Nutzen für den Anwender
● Automatisierung	● Einsparung von Kosten
● Integration	● Einsparung von Zeit
● Miniaturisierung	● Weniger Ausfälle
● Parallelisierung	● Höhere Quantität
● Plattformen	● Höhere Qualität
● Rekombination	● Mehr Sicherheit
● Simplifizierung	● Erfüllung bislang unerreichter Ziele
● Standardisierung	● Möglichkeit zu völlig neuartigen bislang unbekanntem Anwendungen

Quelle: DVFA-Kommission Life Science

Ein gutes Beispiel für Innovation und Anwendungsvorteile bietet QIAGEN. Das Biotech-Unternehmen revolutionierte 1986 die Aufreinigung von Nukleinsäuren für Forschung und Entwicklung durch den Einsatz einer standardisierten Aufreinigungs-Technologie in Form eines gebrauchsfertigen und sehr einfach zu handhabenden Kits und verkürzte die Zeit für diese Art der Probenvorbereitung von 24 bis 48 Stunden auf zwei bis drei Stunden. Durch die Verwendung der Aufreinigungs-Kits wird die Qualität und Vergleichbarkeit der Forschungsarbeiten erhöht, so dass die Technologie heute als der Standard in der Probenvorbereitung gilt. Angewandte Basisprinzipien zur Realisierung der Innovation waren hier zum Beispiel die Verwendung von Plattformen, die Simplifizierung und Automatisierung. Andere Technologie/Service-Anbieter verfügen über innovative Technologien, die die Entwicklung von Medikamenten beschleunigen oder die Diagnose und/oder Therapie von Krankheiten erleichtern.

So ermöglicht zum Beispiel Evotec mit seiner Technologie und dem hohen Integrationsgrad seiner Forschungsplatt-

form, die Entwicklungszeiten von Medikamenten zu verkürzen und die Erfolgswahrscheinlichkeit klinischer Wirkstoffe zu erhöhen, während Epigenomics daran arbeitet, Krebserkrankungen anhand von Methylierungsmustern der DNA schon frühzeitig aus Blutproben zu diagnostizieren (Basisprinzipien: Simplifizierung und höhere Qualität). Mit seiner „Antibodies by Design Technologie“ kann MorphoSys die Herstellung von spezifischen humanen Antikörpern zu Forschungszwecken von rund sechs auf zwei Monate erheblich verkürzen.

Der Innovationsgrad besagt, wie stark sich der Kundenvorteil bei Anwendung der neuartigen Technologie erhöht. Hierbei stehen oft Zeit - und Kostenersparnis, höhere Qualität der Ergebnisse oder mehr Sicherheit im Vordergrund. Bei der Beurteilung des Innovationsgrades muss der erzielte Vorteil im Verhältnis zu den möglicherweise entstehenden Mehrkosten beim Anwender gesetzt werden. Nur ein vernünftiges Kosten-Nutzen-Verhältnis erlaubt eine erfolgreiche Vermarktung der Technologie.

Plattformtechnologien für die Forschung und Entwicklung sind in der Regel weitaus kurzlebiger als Medikamente, müssen dafür aber keine langwierige und kostenintensive klinische Entwicklung durchlaufen, um eine Zulassung zu erlangen. Eine sich schnell ändernde Fokussierung in der Fragestellung des aktuellen Forschungsinteresses oder die Entwicklung besserer, effizienterer oder empfindlicherer (Analyse-)Technologien (neue Technologien können häufig innerhalb von drei bis sechs Jahren entwickelt werden) können bestehende Technologien obsolet werden lassen oder vom Markt verdrängen. Zur nachhaltigen Sicherung der Marktposition ist daher die Innovationsstärke eines Unternehmens ausschlaggebend. Sie bezieht sich auf die Fähigkeit eines Unternehmens, nachhaltig immer wieder Innovationen zu generieren. Faktoren oder Kennzahlen der Innovationsstärke sind z.B. die Zahl angemeldeter oder erteilter Patente, die Einführung neuer Produkte über einen bestimmten Zeitraum, laufende Forschungsprojekte und die Forschungsausgaben im Verhältnis zum Umsatz.

4. Unternehmensanalyse

In diesem Zusammenhang beeindruckt u.a. das Unternehmen Eurofins Scientific, das in den vergangenen Jahren sein Methodenspektrum von 3.500 auf rund 5.000 Analysemethoden stark ausweiten konnte und gleichzeitig einige neue Tests (z.B. BSE) eingeführt hat. Aufbauend auf seiner Basistechnologie hat QIAGEN sein Produktportfolio auf über 320 verschiedene Produkte zur analytischen Probenvorbereitung ausgebaut und beliefert heute als Markt- und Technologieführer weltweit die gesamte Life-Science-Industrie. Zudem hat das Unternehmen allein in den vergangenen sechs Monaten mit „RNAi based gene silencing“ für die Erforschung der Funktionen bestimmter Gene in einem Organismus, „whole genome amplification“ zur Vermehrung von DNA aus einer biologischen Probe für eine unbegrenzte Zahl anschließender Analysen und der Qproteome-Plattform zur Proteinaufreinigung und -fraktionierung für die Proteinforschung drei viel versprechende Technologien eingeführt.

Weisen die Technologien eines Unternehmens einen hohen Innovationsgrad auf und kann das Unternehmen eine hohe Innovationsstärke vorzeigen, führt dieses in der Regel zu einem Bewertungsaufschlag.

C) Kundenstruktur

Im Biotech-Sektor sind die Kunden der Technologie/Service-Anbieter in der Regel andere Biotech-Unternehmen, Pharma-Konzerne oder akademische Forschungszentren, die die Technologien zur Erforschung und Entwicklung neuer Medikamente einsetzen. Durch die begrenzte Zahl großer Pharma- und Biotech-Unternehmen ist jedoch das Kundenpotential oft relativ limitiert.

Bei der Analyse der Kundenstruktur können folgende Kriterien beurteilt werden:

- Art bzw. Qualität der Kunden
- Diversifizierung

Bei der Art bzw. Qualität der Kunden kann - wie bereits erwähnt - zwischen Abnehmern aus den Bereichen Akademie und öffentliche Forschungseinrichtungen sowie Pharma- und Biotech-Industrie unterschieden werden. Eine weitere Rolle als Kunden spielen auch die Diagnostika- und die chemische Industrie. Insbesondere die wirtschaftliche Lage der verschiedenen Kundenkreise ist bei der Analyse ihrer Qualität von großer Bedeutung. Beispielsweise kann bei Kunden aus der akademischen Forschung nicht immer von einem stabilen oder ansteigenden Forschungsbudget ausgegangen werden, da dies sehr stark von staatlicher Förderung, wie z.B. dem NIH-Budget in den USA abhängig ist. Aber auch im Bereich der Pharma-Industrie kommt es immer wieder zu Schwankungen der Forschungsbudgets, die sich auf die Umsatzsituation der Technologie/Service-Anbieter auswirken kann.

Über die Analyse der Qualität der Kunden können unter Umständen auch indirekt Rückschlüsse auf den Innovationsgrad von Technologie/Service-Anbietern gezogen werden. Kann das Unternehmen renommierte Forschungsinstitute oder große Pharma-Unternehmen als Kunden vorweisen, dann wird dadurch die Bedeutung der neuen Technologie validiert. Je interessanter eine Technologie bzw. deren Vorteile für einen potentiellen Kunden sind, desto mehr renommierte Abnehmer sind an ihr interessiert und wollen diese nutzen. Dies erfordert in der Regel allerdings eine umfassende vorherige Qualitätsüberprüfung von Seiten des Kunden, die somit auch als Bestätigung der Innovationskraft dieser Technologie angesehen werden kann.

Diversifizierung bedeutet eine breite Kundenstruktur, die sich aus der Ausgewogenheit hinsichtlich der verschiedenen Kundenbereiche ergibt. Bei Technologie/Service-Anbietern mit nur einem oder wenigen Großkunden besteht die Gefahr einer überproportionalen Abhängigkeit. Die Abkehr von Kunden (z.B. Kündigung von Kooperationen nach Unternehmenszusammenschlüssen) bedeutet in der Regel eine Verschlechterung der finanziellen Situation für das abhängige Biotech-Unternehmen mit drastischen Umsatzrückgängen und eventuell erforderlichen Kostensparmaßnahmen.

4. Unternehmensanalyse

QIAGEN weist z.B. eine sehr ausgewogene Kundenstruktur von aktuell ca. 45% akademische Forschungseinrichtungen, 35% Pharma- und Biotech-Industrie sowie 20% Diagnostika-Unternehmen auf. Es besteht keine Abhängigkeit von einem Großkunden. Auch die Kundenstruktur von Evotec ist gut diversifiziert, ohne zu große Abhängigkeit von einem Hauptkunden bzw. Hauptbereich. Um diese Diversifizierung zu erreichen, hat Evotec jedoch einige Anpassungen vornehmen müssen. Durch innovative Vertragsstrukturen, wie z.B. den Rahmenvertrag mit der VC-Gesellschaft Oxford Bioscience Partners konnten zahlreiche, auch kleinere Biotech-Unternehmen als Kunden gewonnen werden, so dass sich in den Jahren 2000 bis 2002 der Anteil der Biotech-Kunden von 14% auf 49% erhöhte.

Biotech-Unternehmen mit renommierten Kunden, geringer Abhängigkeit von einem Großkunden und einer gut diversifizierten Kundenstruktur verdienen an der Börse einen Bewertungsaufschlag.

D) Markteintrittsbarrieren

Die Markteintrittsbarrieren sind bei Technologie/Service-Anbietern in der Regel geringer als bei Medikamenten-Entwicklern, da sich wegen der zumeist kürzeren Entwicklungszeiten und der sich schnell ändernden Ansprüche des Marktes ältere Technologien schnell überleben können. Bei Technologie/Service-Anbietern sind die folgenden Markteintrittsbarrieren von besonderer Bedeutung:

- Patente
- Schnelligkeit bzw. zeitlicher Entwicklungsvorsprung (z.B. „First to Market“)
- Kostenvorteile in d. Produktion (z.B. durch Skaleneffekte)
- Etablierung der Technologie als Industriestandard
- Entwicklung von Produktfamilien („One stop shop“)
- Branding

Patente sind oft eine wirkungsvolle Markteintrittsbarriere. Wichtig ist dabei nicht so sehr die Zahl der Patente, sondern deren Qualität (siehe III.4.2.2 H). Schlüsselpatente (Key

Patents) decken im Idealfall einen oder mehrere kritische Herstellungsprozesse oder Anwendungsfelder ab und verhindern oder verzögern so die Vermarktung von Konkurrenzprodukten. So stellen z.B. im Bereich der Produktion von hochspezifischen humanen Antikörpern für Forschung und Medikamenten-Entwicklung Patente eine wirkungsvolle Barriere dar, die dazu geführt hat, dass es nur vier Anbieter auf diesem Gebiet gibt (Abgenix, Medarex, Cambridge Antibody Technology und MorphoSys).

Unternehmen, die ihre Technologie oder ihren Service mit zeitlichem Vorsprung als erste auf den Markt bringen („First to Market“), können effiziente Markteintrittsbarrieren gegenüber Mitbewerbern aufbauen. Die Etablierung eines Markennamens und die Gewinnung von Marktanteilen gehen dabei Hand in Hand mit den sich bei steigenden Umsätzen einstellenden Skaleneffekten im Einkauf, der Produktion und im Vertrieb, die bei Markteintritt eines Wettbewerbers Vorteile im Preiswettbewerb bedeuten können. Durch den zeitlichen Vorsprung bei „First to Market“-Unternehmen werden oft Kundenbindungen aufgebaut und wichtige Meinungsführer in die Vermarktung oder Weiterentwicklung der Technologie eingebunden, die von Mitbewerbern nur schwierig aufgeholt werden können. Ein typisches Beispiel ist Affymetrix, die für ihre Biochips zur Genanalyse wirkungsvolle Markteintrittsbarrieren errichten konnten. Affymetrix hat die ersten Biochip-Produkte mit deutlichem Abstand vor seinen Mitbewerbern schon vor einigen Jahren eingeführt. Im vergangenen Jahr machte das Unternehmen 346 Mio. US\$ Umsatz. Da die Produktionskosten von Biochips volumenabhängig sinken, kann Affymetrix seine Produkte günstiger anbieten bzw. hat eine höhere Nettomarge gegenüber seinen Mitbewerbern. Gleichzeitig besitzt Affymetrix Schlüsselpatente auf dem Gebiet der „High Density Photolithography“ - einem essentiellen Bestandteil bei der Herstellung solcher Biochips. Biotech-Unternehmen mit wirkungsvollen Markteintrittsbarrieren, die den Eintritt neuer Mitbewerber verhindern oder verzögern und somit ihre Marktführerschaft nachhaltig sichern, erhalten einen Bewertungsaufschlag.

4. Unternehmensanalyse

E) Marktführerschaft

Ein weiteres bewertbares Kriterium bei Technologie/Service-Anbietern ist die Marktführerschaft, die über die Analyse der Marktanteile messbar ist. Wichtig ist dabei sowohl der Prozentanteil am Gesamtmarkt als auch die Differenz zum nächst größten Anbieter. Mit einer auf einem hohen Marktanteil basierenden dominanten Position ergeben sich viele Vorteile, die sich z.B. in höheren Margen durch niedrigere Produktionskosten oder einem starken Markennamen und einer damit einhergehenden starken Kundenbindung widerspiegeln. Dabei treten oft Synergien und Skaleneffekte auf, die gleichzeitig als Markteintrittsbarrieren gegenüber der Konkurrenz wirken und dadurch die Marktführerschaft nachhaltig sichern.

Marktführer erhalten wegen dieser Vorteile einen Bewertungsaufschlag.

F) Relative Umsatzentwicklung

Unter der relativen Umsatzentwicklung wird das Verhältnis des Umsatzwachstums eines Unternehmens zum durchschnittlichen Marktwachstum bzw. zur Umsatzentwicklung der Wettbewerber in einem bestimmten Zeitraum verstanden. Dadurch ist es möglich, ein Unternehmen im Vergleich zum Wettbewerb zu betrachten. Kritisch bleibt hier, wie bei allen Peer-Group-Betrachtungen, die Auswahl der zum Vergleich herangezogenen Wettbewerber.

Bei einer positiven Entwicklung sollte den zugrunde liegenden Ursachen ein besonderes Augenmerk geschenkt werden. Organisches Wachstum, also das Wachstum aus eigener Kraft ist dabei nachhaltiger zu bewerten als akquisitionsbedingtes Wachstum, also Wachstum durch die Übernahmen anderer Unternehmen. Die relative Umsatzentwicklung kann über oder unter dem durchschnittlichen Vergleichswert der Wettbewerber liegen und folglich zu einem Auf- bzw. Abschlag in der Unternehmensbewertung führen.

Die nachfolgende Tabelle 24 zeigt nochmals zusammenfassend die spezifischen Bewertungskriterien und ihre Ausprägung für Technologie/Service-Anbieter.

Tabelle 24: Zusammenfassende Darstellung der spezifischen qualitativen Bewertungskriterien für Technologie/Service-Anbieter

TECHNOLOGIE/SERVICE-ANBIETER SPEZIFISCHE KRITERIEN UND IHRE BEWERTUNG	
A) Alleinstellung und Attraktivität der Technologie	Unternehmen, deren Technologie eine Alleinstellung und hohe Attraktivität aufweist, verdienen einen Bewertungsaufschlag
B) Innovationsgrad und -stärke	Ein hoher Innovationsgrad sowie eine hohe Innovationsstärke sind positiv zu bewerten
C) Kundenstruktur	Renommierete Kunden, eine geringe Abhängigkeit von einem Großkunden und eine diversifizierte Kundenstruktur rechtfertigen einen Bewertungsaufschlag
D) Markteintrittsbarrieren	Unternehmen mit Markteintrittsbarrieren (z.B. Patente, zeitlicher Entwicklungsvorsprung, Margen- u. Kostenvorteile, Etablierung der Technologie als Standard, Produktfamilien, Branding) erhalten einen Bewertungsaufschlag
E) Marktführerschaft	Ein großer Marktanteil bzw. eine absolute Marktführerschaft oder der Status eines „First to Market“ führen zu Bewertungsaufschlägen
F) Relative Umsatzentwicklung	Wächst das Unternehmen stärker als die Vergleichsgruppe der direkten Wettbewerber, dann sollte ein Bewertungszuschlag erteilt werden

Quelle: DVFA-Kommission Life Science

4. Unternehmensanalyse

Fazit

Die weitergehende Analyse der spezifischen qualitativen Bewertungskriterien für Technologie/Service-Anbieter, wie z.B. Alleinstellung und Attraktivität der Technologie sowie Innovationsgrad und Innovationsstärke, ermöglicht ergänzend zu der Analyse der traditionellen qualitativen Bewertungskriterien eine den Besonderheiten der Unternehmen angemessene und besser nachvollziehbare Unternehmensbewertung. Finden diese spezifischen Bewertungskriterien wie in der traditionellen qualitativen Analyse über eine SWOT-Analyse oder den Scorecard-Ansatz Berücksichtigung, ermöglicht dies eine fundierte und besser nachvollziehbare Herleitung von Bewertungszuschlägen oder -abschlägen auf die mittels der traditionellen quantitativen Bewertungsmodellen ermittelten Unternehmenswerte. Dem Investor wird ein Bewertungsansatz an die Hand gegeben, der eine höhere Transparenz bei der Bewertung ermöglicht und zu einem höheren Vertrauen in die Ermittlung des fundamentalen Unternehmenswerts von Technologie/Service-Anbietern führen kann.

4.3.3 Biotech-spezifische Bewertungsmodelle im Vergleich

Bei der in Ergänzung zum „Methoden-Mix“ traditioneller Bewertungsmethoden durchgeführten Anwendung von Biotech-spezifischen Bewertungsmethoden muss eine Abwägung von Komplexität, Transparenz, Grad der Subjektivität, Sensitivität in Bezug auf einzelne zentrale Schlüsselparameter sowie die Berücksichtigung der Besonderheiten der unterschiedlichen Geschäftsmodelle vorgenommen werden.

Für Medikamenten-Entwickler gibt es mehrere sektorspezifische Bewertungsansätze, die ergänzend zu den traditionellen quantitativen Bewertungsmethoden eine quantitative Wertermittlung erlauben. Abbildung 24 zeigt ihre jeweiligen Vor- und Nachteile.

Für Technologie/Service-Anbieter gibt es bislang keinen separaten quantitativen Bewertungsansatz, der den allgemeinen Anforderungen bezüglich Transparenz sowie Nachvollziehbarkeit genügt. Stattdessen findet sich in der Praxis - ausgehend von den traditionellen qualitativen Kriterien - vielfach eine weitergehende Analyse von spezifischen qualitativen Bewertungskriterien für Technologie/Service-Anbieter, wie z.B. Technologieattraktivität, Innovationsgrad und Markteintrittsbarrieren.

Die Bewertung kann wie in der traditionellen qualitativen Analyse über eine SWOT-Analyse oder den Scorecard-Ansatz erfolgen und so zu einer fundierteren Herleitung von Bewertungszuschlägen oder -abschlägen auf die mittels der traditionellen quantitativen Bewertungsmodelle ermittelten Unternehmenswerte führen. Zwar werden so die sektorspezifischen Besonderheiten besser berücksichtigt, nachteilig ist hierbei jedoch die teilweise schlechte Quantifizierbarkeit einzelner Faktoren sowie die subjektive Gewichtung der Kriterien in Scorecard-Analysen. Ferner ist die Erfassung der einzelnen Kriterien zeitaufwändig und setzt zudem eine sehr gute Kenntnis des Unternehmens voraus.

Die Kommissionsmitglieder



Dr. Christa Bähr

Diplom-Volkswirtin, CEFA, CFA
Head of Life Science,
Equity Research, DZ BANK AG
christa.baehr@dzbank.de



Martin Brändle

Diplom-Volkswirt, Investor
Relations & Corporate Com-
munications, GPC Biotech AG
martin.braendle@gpc-biotech.com



Kai Brüning

Diplom-Kaufmann, CEFA
Portfolio Manager Equities,
Deka Investment GmbH
kai.bruening@deka.de



Dr. Rüdiger Herrmann

Rechtsanwalt, Partner
Mayer, Brown, Rowe&Maw LLP
rherrmann@
mayerbrownrowe.com



Stefan Höfer

Dipl.-Kaufmann, Key Account
Manager, Deutsche Börse AG
stefan.hoefer@
deutsche-boerse.com



Dr. Hans-Jürgen Klockner

Diplom-Chemiker, Deutsche
Industrievereinigung Biotech-
nologie (DIB)
klockner@vci.de



Marc Reinhardt

Diplom-Ökonom,
Leiter Biotechnologie,
Capgemini Deutschland GmbH
marc.reinhardt@capgemini.com



Dr. Mirko Scherer

Diplom-Kaufmann, MBA
Senior Vice President, CFO
GPC Biotech AG
info@gpc-biotech.com



Dr. Martin Schnee

Diplom-Chemiker, CBA, CCrA
Geschäftsinhaber
Schnee Research
schnee@schnee-research.de

VII. DVFA-Kommission “Life Science am Kapitalmarkt”



Ines-Regina Buth

CBA, Kommunikationswissenschaftlerin, Consultant Investor Relations, Micromet AG
ines-regina.buth@micromet.de



Dr. Clemens Doppler

Dipl.-Biologe, CBA, Director, 3i, Deutschland Gesellschaft f. Industriebeteiligungen mbH
clemens_doppler@3i.com



Andreas Heinrichs

Diplom-Kaufmann, Vorstand/CEO
Vontobel Securities AG
andreas.heinrichs@vontobel.de



Dr. Solveigh Karola Mähler

Diplom-Biologin, Director of Investor Relations
QIAGEN Group
solveigh.maehler@qiagen.com



Dr. Markus Manns

Mediziner, Senior Fondsmanager, Union Investment Privatfonds GmbH
mmanns@union-investment.de



Dr. Markus Metzger

Diplom-Biologe, Senior Analyst Life Sciences
Vontobel Securities AG
markus.metzger@vontobel.de



Dr. Julia Schüler

Diplom-Biologin, CBA Senior Industry Specialist,
Ernst & Young AG
julia.schueler@de.ey.com



Dr. Martin Steinbach

Dipl.-Kaufmann, Head of Issuer Relations, Deutsche Börse AG
martin.steinbach@deutsche-boerse.com



Stefan Weber

Diplom-Kaufmann, CFO, Newron SpA
stefan.weber@newron.com

Impressum

Herausgeber

DVFA e.V.
Einsteinstraße 5
D-63303 Dreieich
Telefon +49 (6103) 58 33-0
Telefax +49 (6103) 58 33-33
E-Mail: info@dvfa.de
Internet: www.dvfa.de

Gestaltung

ReichDesign, Königstein/Ts.
www.reichdesign.de

Druck & Verarbeitung

Druckerei Wängler, Dreieich

Erscheinungsort

Frankfurt am Main

1. Auflage September 2005

© DVFA e.V.

Das Werk einschließlich all seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Bearbeitungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

DVFA e.V.

Einsteinstraße 5

D-63303 Dreieich

Tel.: (06103) 5833-0

Fax: (06103) 5833-33

Mail: info@dvfa.de

Web: www.dvfa.de