

Biotest AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE0005227235)
Pharma	↗	↗	-	-	-	Internationalisierung / Innovation



+ Wann steigen die Plasmapreise in Europa wieder? ...+Wild Card BT-061!? Das sind die Fragen der Investoren! Die Verpartnerung des reifsten Antikörpers BT-061 wird vom CEO nicht vor Q3/10 terminiert. Umsatz- und EBIT-Verbesserung werden moderater eingeschätzt. Neue Immunglobuline bringen 2010 Absatz; die Produktion in BR, USA bringt Ergebnisimpulse – aber erst ab 2. Hj. 11.

**Gewinn je Aktie 09/10e/11e alt: 2,22/2,40/ 3,25
neu: 2,22/ 2,38/ 3,37**

Marktdaten

aktueller Kurs in Euro (Vorzüge)	19.03.2010	37,20
in % seit 52 W.-Hoch / Hoch	-17,8%	45,23
in % seit 52 W.-Tief / Tief	48,2%	25,10

Grundkapital (1)	30,00
davon Vorzugsaktien	5,10
Marktkapitalisierung (Ord. + VZ-Aktien) (1)	348,32
Streubesitz (VZ-Aktien)	100,00%
eigne Aktien	0,00%
Tagesumsatz in Stück	22.000

Termine & News Flow

Hauptversammlung	I.-IV. Q./09	I.Q/10	I.-II.Q/10	I.-III.Q/10
06.05.2010	19.03.2010	11.05.2010	12.08.2010	08.11.2010

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	17,8%
theor. Wert je Aktie (10e) nach (2-Phasen) DCF-Model:	44,44
theor. Wert je Aktie nach 3-Phasen adj. NAV-Model:	24,85
Ratings: (Moody's/ S+P/Fitch)	- / - / -

Kennzahlen	2008	2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Ergebnis je Aktie (2)	2,23	2,22	2,38	3,37
Cash-Flow je Aktie (2)	2,99	2,71	5,33	5,90
Dividende (2)	0,36	0,40	0,50	0,50
EBIT-Ratio (in %)	17,0%	14,5%	13,3%	16,2%
Techn. Value (1,3)	731,13	547,67	371,13	301,17

Bewertung a)	2008	2009	31.12.2010e	31.12.2011e
P/E	28,7	21,6	15,7	11,0
P/Buchwert	3,0	2,1	1,5	1,3
P/CF	21,4	17,7	7,0	6,3
EV/EBIT	16,8	12,3	11,0	8,6
Dividendenrendite (net.)	0,6%	0,8%	1,3%	1,3%

(1 = Mio. EUR; 2 = EUR; 3 = 100% = sehr gut; 4 = negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Höchst

→ Die vorläufigen Kennzahlen für 2009 trafen die Guidance (nicht ganz). Produktionsaufbau in Florida „kostete“ 2009 Marge; ebenso der starke Euro. Der EBIT-Zuwachs von 3 % war erwartungskonform. 2010 beginnt u.E. schwach.

→ CEO wird zurückhaltender: Plasma-Preise wohl auch 2010 und 2011 unter Druck – was abzuwarten sein wird. EMEA-Zulassung der Produktion in Dreieich und der Immunglobuline in weiteren Ländern. Q1/10 Cash-in der € 45 Mio. des Diagnostik-Verkaufs; das (um € 13 Mio. adj.) EBIT solle stabil sein. Es heißt auf die Kurstrigger warten!

→ Die Guidance für 2010 wird reduziert, was wir für **übersichtig halten, schließlich startet die IVIG-Produktion in BR, USA**. Der Umsatz soll, so der CEO, „einstellig (alt: zweistellig (mengengetrieben)) wachsen“.

→ Der „faire“ Wert nach DCF (ohne BT061!) bleibt bei **knapp € 45,-**. Die Scores sind „ausbaufähig“.

→ Produktentwicklung:

- **IgM Concentrate:** Phase 1 seit 2. Hj. 09
- **IVIG:** für USA – FDA-Approval erst Q3/11
- **Zutectra:** zentrale EMEA-Registrierung erteilt – länderweise EU-Zulassung läuft seit Beginn 2010
- **Cytotect:** Phase-3-Rekrutierung beschleunigt sich – Reevaluierung läuft, Entscheidung nach Interim-Daten Q4/10e
- **Intratec:** Phase 3 beendet – nächste Schritte?

→ **Biotherapeutics:** Konkrete Verpartnerungsgespräche zu BT-061 wg. Co-Development/-Marketing werden akut im Q3/10, wenn RA-Testdaten (Combo, Mono) vorliegen!

BT-062 (Onkologie, MM): Ph-1/2a Start in Q2/10e;

BT-063 (SLE) kommt seit 9/09 in Phase-1 Tests voran.

Unternehmensbeschreibung:

Die börsennotierte Biotest AG aus dem südhessischen Dreieich wurde 1946 gegründet. Seit 1987 ist sie an der Börse und seit 2007 mit den Vorzugsaktien im SDAX notiert. Die rund 5,1 Mio. stimmrechtslosen Vorzugsaktien sind breit gestreut; 6,6 Mio. Stück Stammaktien befinden sich b. a. w. (Verkaufsgespräche im Feb./09 b. a. w. beendet) in dem Gründerfamilien-Pool „OGEL GmbH“, der 50,03 % der Vorzüge hält (zwei weitere institutionelle Anleger halten zusammen knapp 27,5 %, im Streubesitz sind 22,4 %).

Biotest ist ein renommiertes Pharma- und Molekulardiagnostik-Unternehmen, das seine Kernkompetenz in der Entwicklung und Vermarktung von blutbasierten Therapeutika und Diagnostika (Hämatologie und Immunologie) sieht. Nach der Akquisition von Nabi Biologics im Jahre 2007 entwickeln, produzieren und vertreiben knapp 1.850 Mitarbeiter Medikamente zur Behandlung von Blut- und Immunerkrankungen sowie Reagenzien (bis 2009 Systeme zur Diagnostik bei Transfusionen und Transplantationen). Der defizitäre Geschäftsbereich Medizinische Diagnostik (ca. 15 % des Konzernumsatzes) konnte im Q4/09 für € 45 Mio. verkauft werden (Buchgewinn € 13 Mio.). Der Segmentbericht nennt drei Segmente: „Plasmaproteine“ und „Biotherapeutics“ sowie „Mikrobiologisches Monitoring“. Man bilanziert in Euro nach IFRS; Cashflow und ROCE (2009: 11,1 %; Vj.: 11,7 %) sind Steuerungsgrößen.

Im Segment Biotherapeutics wird ausschließlich entwickelt. Für ca. € 20 Mio. p. a. testet man in der Klinik seit geraumer Zeit an drei therapeutischen Antikörpern (zum Einsatz gegen diverse entzündliche Erkrankungen). Mit Partnern will man diese ab Phase 3 weiterentwickeln und hofft bei Zulassung ab 2012e auf steigende Einnahmen.

Das innovationsgetriebene Geschäftsmodell ermöglicht ein jährliches Umsatzwachstum von ca. 10 % durch Produktinnovationen (Zulassungen) und Internationalisierung – Zukäufe sind additiv. Zulassungen und Prozesseffizienz entscheiden über die Profitabilität. Die Nettoposition in US-Dollar macht weniger als \$ 20 Mio. p. a. aus – und wird nicht gehedget. Rund 75 % der 2009 um ca. 14 % auf € 440 Mio. gestiegenen Erlöse werden im Ausland erzielt. Ferner erzielt man ca. 10-15 % der Umsätze mit Großaufträgen für Gesundheitsbehörden – sogenannten Tendern. Mit ca. 80 % Umsatzanteil und noch höherem EBIT-Beitrag dominiert das Segment Plasmaproteine. Etwa € 31 Mio. Cashflow stehen Abschreibungen von € 26 Mio. gegenüber. Das EBIT von gut € 61 Mio. (Marge: 14,0 %) korrespondiert mit F&E-Aufwendungen von € 49 Mio. (gut 11 % der Umsätze, davon € 21 Mio. für Antikörper). Der mäßig gehebelten Bilanz steht eine ebensolche Dividendenrendite gegenüber.

Produkte von Biotest werden weltweit vertrieben – die Erzeugnisse fallen in der Regel unter die Aufsicht staatlicher Behörden und werden von diesen zugelassen; ein guter Zugang zu den Behörden ist essenziell. Eigene Vertriebsgesellschaften in zehn Ländern sorgen für diesen engen Kontakt. Man spricht in über 160 Ländern als Kunden sowohl Gesundheitsbehörden (für Tendergeschäfte) als auch Kliniken, Praxen, Labors und Unternehmen an.

Das Wettbewerbsumfeld ist bei Plasmaproteinen mit weniger als 10 globalen und zumeist größeren Firmen (Baxter, CLS, Grifols) überschaubar. Seit Dezember 2007 verfügt Biotest neben Dreieich mit der Biotest Pharmaceuticals Corp. mit Sitz in Boca Raton, USA, über einen zweiten (FDA-zertifizierten) Produktions- und Entwicklungsstandort für Plasmaproteine und steht davor, den wichtigen kontinenteübergreifenden Produktionsverbund zu schaffen. Die von Nabi Biopharmaceuticals erworbenen Anlagen steigern nicht nur die Produktionskapazität (auf Nr. 6 global), sondern ermöglichen auch den Eintritt in den größten Ländermarkt der Welt.

Wichtigster Ausgangsstoff ist menschliches Blutplasma, das mit Partnern und in eigene Zentren – in der Regel mittels Plasmapherese – gesammelt und in modernen Anlagen zu wirksamen und hochreinen Medi-

**Plasmaproteine
dominieren Umsatz
und Profit – innenfinanzierte
Expansion**

**Strategie: Internationalisierung und
kontinuierliche
Innovationen**

kamenten verarbeitet wird. Sie kommen in der Therapie lebensbedrohlicher Erkrankungen wie Blutgerinnungsstörungen (Hämophilie), schweren Infektionen oder Störungen des Immunsystems zum Einsatz.

Neben Neu- und Weiterentwicklungen der Immunglobuline sind die Entwicklung von drei monoklonalen Antikörpern (zur Behandlung von Rheuma, Blutkrebs und anderen Autoimmunerkrankungen) die aktuell dominierenden Forschungsprojekte, die mit Partnern weiterentwickelt, bei Erfolg zugelassen und u. E. nicht vor 2012 vertrieben werden könnten.

In Europa verfolgt das Management die Strategie, durch den länderweisen Ausbau der Position (durch MR-Zulassung von Plasmaproteinen) in margenstarken Kernmärkten ertragreiches Wachstum zu erzielen.

Unternehmensentwicklung:

Das Pharmaunternehmen mit Konzernsitz in Hessen erreichte **2009** mit einem Umsatz von € 440 Mio. einen neuen Rekordwert. Das Schlussquartal war das beste im Jahresverlauf. Bis **September 2009** legte der Umsatz nur um 12,0 % auf € 362 Mio. zu. Maßgeblich hierfür war der anhaltende Absatzerfolg im Geschäft mit Plasmaproteinen (Immunglobuline), wo Biotest den Umsatz um 12,8 % steigern konnte. Das EBIT übertraf mit € 45,2 Mio. lediglich um 3 % den 9-Monats-Wert aus dem Vorjahr; der Cashflow drittelte sich auf € 8,2 Mio. Das 9-Monats-EPS wuchs um 11 % auf € 1,97/Aktie.

Im **sechsten Jahr in Folge konnte ein Zuwachs von 14 % erreicht** werden, dessen Quellen nunmehr zu 75 % (2008: 73 %) im Ausland (davon 18 % in den USA) lagen. Getragen wurde das Wachstum wie in den Vorjahren vom äußerst erfolgreichen Geschäft mit **Plasmaproteinen** (+14,9 % auf € 390,1 Mio.). Neue Zulassungen von Immunglobulinen und höhere Dosierungen sorgten für positive Impulse. Das Geschäft mit Gerinnungsfaktoren – inklusive der Russlandtender – war expansiv. Im Segment Plasmaproteine (Entwicklung und Vermarktung von Immunglobulinen, Gerinnungsfaktoren und Albuminen) sorgte das in den letzten Jahren ausgeweitete Angebot an Blutplasma für teils zweistelligen Preisdruck in einzelnen europäischen Märkten. Das Segment-**EBIT verbesserte** sich von € 80,7 auf nun € 89,2 um 11 % (2008: adj. +24 %).

Im Geschäft mit Produkten zum **Mikrobiologischen Monitoring** steigerte Biotest den Umsatz – getragen vom US-Geschäft – im Jahresvergleich um 8,0 % auf € 50,1 Mio. Das entsprechende **EBIT sank** um 21 % auf € 4,4 Mio. denn höhere Rohstoffkosten und Lagerabwertungen wg. Preissenkungen waren zu verkraften.

Biotest leidet an Überkapazitäten im US-Plasmapmarkt sowie unter einem (bis zu 20 %igen) Preisverfall in einigen europäischen Ländern. Hinzu kamen der ungünstigere Produktmix wie auch die Kosten für den Kapazitäts- und NWC-Ausbau der Produktion. Das **konzernweite EBITDA und EBIT verbesserte** sich bei Materialkostenverteuerungen von 16 % um rund 4,5 %. Die Margen sanken von 15,3 % auf 14,0 % und inklusive der Abschreibungen um 19,8 % nach 21,6 %. Der Cashflow (+2,6 %) lag mit € 31 Mio. rund € 5 Mio. über den Abschreibungen; der F&E-Aufwand stieg um 14 % auf € 48,5 Mio. Das **EPS sank um 2,7 %** auf € 2,49, zumal auch die Steuerquote auf den ao. Wert von 38 % anwuchs. Die **Dividende der Vorzüge** soll von € 0,36 auf **€ 0,40/VZ-Aktie steigen**.

2009: Umsatzanstieg auf € 440 Mio. – 14 %-Punkte nach 20 %-Punkte internes Wachstum 2008

6 neue Immunglobuline + gute Nachfrage nach Gerinnungsfaktoren

2010: Umsatzimpulse und Ergebnisschub, wie auch BT-061-Verpartnerung – alles läuft u.E. auf das 2. Hj. 10 hinaus

Ausblick:

Das laufende Geschäftsjahr **2010** sieht man inzwischen zurückhaltender – das im September 2009 noch deutlich zweistellige **Umsatzwachstum** (CEO Prof Dr. G. Schulz im Sept/09) – wird auf ein geringes einstelliges Wachstum zurückgenommen. Das **adj. EBIT könnte stabil bleiben**, erwartet der CFO, obgleich die Plasmaproduktion im US-Werk startet und die Plasmapreise dort auskömmlich sind. Ab 2011ff sollen die begonnenen Produktionskürzungen wieder ein Marktgleichgewicht in Europa herstellen, zumal die Nachfrage nachhaltig steigt. Ferner ist der starke Euro dämpfend.

Produktseitig sind die Anwendungstests (Phase 3) für IVIG in 12/09 abgeschlossen worden – die BLA-Einreichung bei der FDA soll in Q3/10 erfolgen – Zulassung ca. 12 Monate später.

* **IgM Concentrate** – als Nachfolger von Pentaglobin – könnten im 2. Q./09 in die Phase 1 eintreten.

Die Behandlung der eingeschriebenen Patienten mit IVIG läuft nun 12 Monate. Die **Datenauswertung sollte also Anfang 2010 möglich sein**; gefolgt von einer schnelleren oder langsameren Zulassungsprozedur.

Nach der für März 2009 erteilten EMEA-Freigabe für die Produkte aus der neuen Anlage am Standort Dreieich wird Biotest in der Lage sein, dort die jährliche Produktion von Immunglobulinen von derzeit zwei auf vier Tonnen zu verdoppeln und in zusätzlichen Ländern zu vertreiben; die Jahreskapazität wird durch den Ausbau der Anlagen in den USA bis zum Ende 2009 auf insgesamt 5,5 t steigen. Die **IVIG-Produktion** (1,5 t Ig-Purifikation) in Boca Raton, USA, ist mit ersten Konformitäts-Chargen für Kunden **im 12/09 angelaufen**. Die Produktion bei Nabi wurde wieder aufgenommen.

Getrieben durch den demografischen Faktor und neue Indikationen wird die Nachfrage nach Plasmaproteinen in den Kernmärkten Europa und USA weiter wachsen. Ab 2012 sollen auch die Preise wieder steigen.

* **Zutectra**, ein Hepatitis-B-Immunglobulin zur Dauerbehandlung, steht in der EU **seit Beginn 2010** in der **länderweisen Zulassung**.

* **Cytotec** hat inzwischen rund 4.000 der insgesamt 10.000 Schwangeren für eine Phase 3-Studie eingeschrieben. **Ende 2010** soll eine Interimsanalyse über ein **Stop/Go entscheiden**.

* **Intratec** hat die **Phase 3 beendet** – die Laborparameter werden nun optimiert.

Für die Antikörper-Entwicklung dürfte 2010 mit über € 20 Mio. ein unverändert hoher Betrag ausgegeben werden.

Die **intensiven Lizenzgespräche mit vier Parteien**, die schon zum Jahresende 2009 in ein Phase-3-Entwicklungs- und Vermarktungsabkommen münden sollten, werden **wohl eher ab Q3/10 in die kritische Phase eintreten**, wenn eine breitere Datenbasis auf den Verhandlungstisch gelegt werden kann.

Für **BT-061** (gegen RA – Interimsanalyse im Sept. 09 zeigt gute ACR-70-Scores) wird bis **Mitte 2010 das komplette Datenpaket der Phase 1/2a (PoC) erstellt**. In der Indikation Psoriasis (**BT-061**) startete in Q1/10 eine multiple Dosisfindung (scI) in Phase 2, bei der bis **zum Jahresende 2010 Ergebnisse** vorliegen könnten.

BT-062 steht vor einer **Dosissteigerungsstudie in Phase 1/2a** gegen Blutkrebs (Multiple Myelome), die im **Q2/10 beginnen** soll.

Im September 2009 begann eine Studie der **Phase 1** für **BT-063** in der Indikation Systemischer Lupus Erythematoses (SLE), **planmäßig** wurden bereits 21 Probanden behandelt.

Disclaimer

Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung, diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen. Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 19.03.2010

erstellt worden. Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminlich festgelegt.

Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Sämtliche Einschätzungen, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen abgegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Nachrichtenagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden. Des Weiteren wurden Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Unternehmen zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltliche Änderung vorgenommen.

Die Bewertung stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo sinnvoll und möglich – einer Sum-of-the-parts-Betrachtung. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischer Entwicklung schnell und ohne Vorwarnung ändern können.

Wir sprechen KEINE konkreten Anlage- Empfehlungen aus, vielmehr weisen wir auf Bewertungsungleichgewichte hin und stützen uns dabei auch auf die Kennzahlen-Analyse.

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von 9 bis 12 Monaten aus.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung. Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der EQUI.TS GmbH orientiert.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schießle (Investmentanalyst DVFA).

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen**

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.
- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:
EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schießle

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.