

Biotech-Bewertungsmodelle

Erfolgswahrscheinlichkeiten abschätzen lernen

von Dr. Christa Bähr, DZ BANK AG, und Dr. Markus Manns, Union Investment

Investments in Biotech-Unternehmen sind mit besonderen Chancen und Risiken behaftet. Biotech-Aktien können nach Bekanntgabe von wichtigen Nachrichten – wie zum Beispiel von positiven Studiendaten – ihren Wert in kurzer Zeit mehr als verdoppeln. Allerdings können sie bei negativen Ergebnissen auch innerhalb von wenigen Minuten einen großen Teil ihres Wertes verlieren. Daher ist es wichtig, bei der Bewertung von Biotech-Unternehmen die fundamentalen und industriespezifischen Besonderheiten zu berücksichtigen und eine genaue Analyse der unternehmensspezifischen Werttreiber vorzunehmen. Die fundamentale Bewertung von Biotech-Unternehmen ist äußerst komplex. So generieren beispielsweise Medikamenten-Entwickler wegen der langen Entwicklungsphasen von bis zu 12 Jahren zunächst oft keine Umsätze und Gewinne; ihre Wertgrundlage sind größtenteils immaterielle Vermögensgegenstände wie Patente und Daten zu klinischen Studien sowie die Ertragspotentiale.

Methoden-Mix traditioneller Bewertungsansätze

Zur Bewertung von Biotech-Unternehmen wird in der Praxis vielfach ein „Methoden-Mix“ aus traditionellen quantitativen und qualitativen Bewertungsmethoden angewandt. Dabei bieten die quantitativen Methoden, wie das fundamentalanalytische Discounted Cashflow-Verfahren (DCF) und der kapitalmarktorientierte Peer-Group-Vergleich eine erste Indikation.

Beim DCF-Verfahren werden die künftigen Cashflows des Unternehmens mit einem Diskontierungssatz (WACC) auf die Gegenwart abgezinst. In der Praxis werden üblicherweise zweistufige Verfahren angewandt, die einen Detailplanungszeitraum von fünf bis zehn Jahren und die sich daran anschließende „Ewige Rente“ umfassen. Dabei wird angenommen, dass das Unternehmen „unendlich“ lang Cashflows generiert.

Beim Peer-Group-Vergleich erfolgt die Bewertung auf der Basis aktueller Kennzahlen, zum Beispiel dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, unter Bezugnahme auf Vergleichsunternehmen. Dabei ist die Vergleichbarkeit häufig stark eingeschränkt.

Die quantitativen Verfahren werden ergänzt durch die Analyse von allgemeinen qualitativen Kriterien, wie zum Beispiel die Qualität des Managements, die Zahl und Qualität der Kooperationen und Lizenzverträge sowie der Patentsituation. Diese sind für den künftigen Unternehmenserfolg entscheidend und führen daher zu einer Prämie oder einem Abschlag gegenüber dem quantitativ ermittelten Unternehmenswert.

Diese traditionellen Verfahren sind allerdings allein nur bedingt zur Ermittlung des „fairen“ Werts von Biotech-Unternehmen geeignet, da sie nur inadäquat die Biotech-spezifischen Besonderheiten berücksichtigen und wegen der langen Prognosezeiträume in hohem Maße abhängig von subjektiven Einschätzungen sind.

Um die Chancen und Risiken sowie die unternehmensspezifischen Kurstreiber genauer bewerten zu können, müssen ergänzend Biotech-spezifische Methoden, wie zum Beispiel Pipeline-Bewertungsmodelle hinzugezogen werden. Bei den Pipeline-Bewertungsmodellen wird zusätzlich zur traditionellen DCF-Methode eine risikoadjustierte Bewertung der Produktpipelines vorgenommen. Wirkstoffe, die sich in Phase I, also am Anfang der klinischen Entwicklung befinden, haben je nach Indikation und Wirkstoffkategorie nur eine fünf bis dreißigprozentige Wahrscheinlichkeit zur Zulassung zu kommen. Die Erfolgswahrscheinlichkeit steigt in Phase III, also im letzten klinischen Entwicklungsstadium, auf 50 bis 70% an. Im Gegensatz zur traditionellen DCF-Methode, bei der dieses Entwicklungsrisiko häufig in einer pauschalen Adjustierung des Diskontierungsfaktors (WACC) berücksichtigt wird, erfolgt bei den Pipeline-Modellen die Risikoadjustierung über die Erfolgswahrscheinlichkeiten der einzelnen Wirkstoffe. Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist, dass zum Beispiel in dem DZ BANK Pipeline-Bewertungsmodell der Barwert des Entwicklungsprojekts nur bis zum Zeitpunkt des Patentablaufs berechnet wird. Dies hat zur Folge, dass in dem Pipeline-Modell endliche Cashflows diskontiert werden und die „Ewige Rente“ entfällt, die bei der Standard-DCF-Bewertung den größten Teil des Unternehmenswerts darstellt. Pipeline-Modelle erlauben die risikoadjustierte Bewertung von Wirkstoffen in der klinischen Entwicklung. Sie verhindern, dass die Erfolgswahrscheinlichkeiten von Wirkstoffen in den klinischen Phasen überschätzt und die Risiken nur unzureichend berücksichtigt werden – wie im Biotech-Hype 1999 bis 2000 an der Börse vielfach geschehen. Ausführliche Informationen und Fallbeispiele zu Biotech-spezifischen Bewertungsansätzen finden sich in der DVFA-Publikation „Life Science am Kapitalmarkt: Biotechnologie im Fokus“ (www.dvfa.de/lifescience). Da mögliche Kursveränderungen bei Pipeline-Nachrichten abgeschätzt werden können, eignen sich die Modelle nicht nur zur fundamental begründeten Aktienselektion, sondern auch zur Bewertung der Auswirkungen von Newsflow, zum Beispiel zu klinischen Studienergebnissen, Zulassungen und Kooperationsvereinbarungen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass abhängig davon, ob die Nachricht den Markt überrascht hat beziehungsweise bereits antizipiert wurde, die Kursentwicklung übertreiben oder hinter der fundamentalen Veränderung des risikoadjustierten Unternehmenswertes zurückbleiben kann.

Tab. 1: Beispiele für wichtige Kurstreiber bei Biotech-Aktien

| Unternehmen | Kurstreiber | Datum | 1. Tag | 5. Tag | 1. Monat |
|-------------|---|------------|--------|--------|----------|
| Micromet | Meilensteinzahlung | 04.12.2006 | 49% | 47% | 49% |
| GPC Biotech | Klinische Studienergebnisse | 24.09.2006 | 40% | 39% | 51% |
| MorphoSys | Settlement von Patentstreitigkeiten | 23.12.2002 | 41% | 234% | 122% |
| MorphoSys | Kooperationsvereinbarung | 19.05.2004 | 28% | 29% | 60% |
| QIAGEN | Kooperationsvereinbarung | 13.09.2004 | 8% | 12% | 17% |
| GPC Biotech | Einstieg eines Großinvestors | 24.02.2006 | 8% | 14% | 6% |
| Santhera | Veränderte regulatorische Rahmenbedingungen | 31.01.2007 | 8% | 40% | 28% |
| Actelion | Akquisition | 20.11.2006 | 6% | 7% | 21% |
| MediGene | FDA-Zulassung | 31.10.2006 | 5% | 4% | -10% |
| Evotec | Gewinnwarnung | 20.10.2004 | -18% | -22% | -32% |
| Paion | Klinische Studienergebnisse | 25.10.2006 | -35% | -10% | -16% |
| Epigenomics | Aufkündigung einer Kooperationsvereinbarung | 15.12.2006 | -42% | -37% | -19% |
| Genmab | Klinische Studienergebnisse | 24.09.2002 | -61% | -66% | -67% |

Quelle: DZ Bank AG

Wegen der Vielfalt der Modellannahmen sind bei Biotech-spezifischen Modellen die Verwendung von Standardparametern und die Offenlegung der Inputvariablen unverzichtbar, um die Ermittlung des Werts nachvollziehbar zu gestalten. Zur Steigerung der Transparenz sollten mindestens die folgenden Inputfaktoren offengelegt werden: a.) Diskontierungsfaktor (WACC); b.) Markteintrittswahrscheinlichkeit; c.) Peak Sales; d.) Patentlaufzeit.

Durch die Offenlegung der Annahmen, die Verwendung von Standard-Inputfaktoren und die angemessene Berücksichtigung des Risikos sind Pipeline-Bewertungsmodelle ein geeignetes Instrument, um die Visibilität der fundamentalen Werte der Biotech-Pipelines zu erhöhen, die Potentiale der vielversprechenden Schlüsselindustrie des 21. Jahrhunderts besser zu erfassen und damit das Vertrauen der Investoren zu erhöhen.

Fazit

Sektorspezifische Bewertungsmodelle ermöglichen die Berechnung des Unternehmenswertes und führen bei konsequenter Anwendung zu einer objektiveren Chancen/Risiken-Einschätzung. Da mögliche Kursveränderungen bei Pipeline-Nachrichten abgeschätzt werden können, erlauben sie zusätzlich eine bessere Positionierung der Anleger im Hinblick auf erwarteten Newsflow. Wegen der gut gefüllten Pipelines, den deutlich verbesserten Auslizenzierungsbedingungen und den verstärkten Akquisitionsaktivitäten der großen Pharma-Unternehmen sollte der Biotech-Sektor 2007 wieder mehr im Fokus der Anleger stehen. Um Investoren die Aktienselektion zu erleichtern, hat das DVFA Committee Life Science eine Checkliste zur Analyse von Biotech-Unternehmen erstellt (siehe: www.dvfa.de/lifescience).