



Firmensitz der biolitec AG in Jena;
Cellulite ade – dank bilitec-Lasern
Fotos: biolitec

GASTANALYSE

biolitec AG

Mehr als innovative Medizintechnik

Gastbeitrag von Dr. Roger Becker, CEFA Concord Investmentbank AG

Tätigkeit und Geschäftsmodell

Die international tätige biolitec AG ist ein Spezialist in der Entwicklung von innovativen Lasertherapien, die die Fortschritte der laserbasierten Medizintechnik mit neuen pharmakologischen Wirkprinzipien kombiniert. Mit der Zusammenführung aus Medizintechnik und Wirkstoffentwicklung ist biolitec im deutschen Markt einzigartig und hinsichtlich der Werthaltigkeit seitens mancher institutioneller Investoren verkannt. Kennzeichnend für den Geschäftsbereich Medizintechnik ist die minimal-invasive Vorgehensweise, die sowohl aus medizinischer als auch aus pharmakökonomischer Sicht erhebliche Vorteile bietet. Die vom Unternehmen entwickelte Technologieplattform medizinischer Lasersysteme eröffnet generell ein breites Indikationsspektrum. Eine Fokussierung auf wirtschaftlich besonders attraktive Marktsegmente ist für ein Unternehmen dieser Größenordnung daher unerlässlich, sowohl aus Gründen der Risikominimierung als auch der Visibilität im Markt. Schwerpunkte im Bereich der medizinischen Anwendungen sind die Behandlung von venösen Erkrankungen wie Varizen (Krampfadern), der benignen Prostatahyperplasie (BPH), der Cellulite sowie die PDT benigner und maligner Pathologien. Die vorgenannten Indikationen adressieren Märkte mit enormem Wachstumspotenzial, nicht nur aufgrund der demographischen Entwicklung und damit einhergehend zunehmender Inzidenzen, sondern auch aufgrund des bisher noch eher ge-

ringen Anteils an minimal-invasiven Methoden generell.

Mehrheitlich Verbrauchsmaterial

Das Geschäftsmodell basiert überwiegend (derzeit über 60%) auf dem Absatz von Verbrauchsmaterial. Diese Einmalartikel, Lasersonden und Lichtwellenleiter stellen die Werttreiber des Unternehmens dar. Aufgrund der relativ hohen Anschaffungskosten für die Lasergeräte bietet die Gesellschaft den Abnehmern (Kliniken, niedergelassene Fachärzte) verschiedene Absatzfinanzierungsmodelle an, die kundenseitig gerne angenommen werden. Hierzu bietet biolitec, neben dem direkten Verkauf, sowohl Leasingmodelle als auch Amortisationsfinanzierungen für Geräte, die Abnahme von Zubehör und Verbrauchsmittel an. So amortisiert sich beispielsweise ein Gerät bereits nach ca. 200-300 Laserbehandlungen beim Kunden. Beide Modelle bewirken eine starke Kundenbindung. biolitec arbeitet generell auf allen drei Ebenen der Wertschöpfungskette: Entwicklung, Herstellung und Vertrieb. In Ausnahmefällen, d. h. bei wirtschaftlich sinnvoller Betrachtung, bedient sich die Gesellschaft Dritter in den Bereichen Lohnfertigung und Distribution. So wird etwa das System für die Behandlung der BPH in den USA sowohl im Direktvertrieb mit derzeit sieben Außendienstmitarbeitern als auch zusätzlich über Verleihfirmen vertrieben.

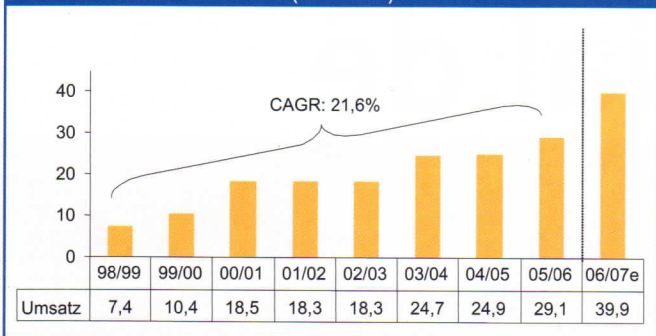


Dr. Roger Becker

Auf neuen Wegen

Während der Umsatz aus dem Venentherapie-System (ELVeS) mittlerweile als stabiles Basisgeschäft betrachtet werden kann und sich biolitec in diesem Segment als Marktführer etabliert

Abb. 1: UMSATZENTWICKLUNG (MIO. EUR)



hat, sind die Geschäftsbereiche „Cellulite“ und „BPH“ noch im Aufbau. Die bisher erzielten Behandlungsergebnisse in beiden Indikationen sind viel versprechend:

- ◆ das ästhetische Bild der Cellulite verbessert sich im Vergleich zu herkömmlichen Behandlungsmethoden (Lotionen, Massagen, Vitamininjektionen) deutlich;
- ◆ die Laserverdampfung überschüssigen Gewebes bei der Behandlung der BPH ist besonders schonend und minimiert das Auftreten von post-operativen Nebenwirkungen wie Impotenz und Inkontinenz.

Im Bereich der Urologielaser konnte das Unternehmen gleich zu Beginn des neuen Geschäftsjahres einen Großauftrag einer Verleihfirma in Höhe von 9,5 Mio. USD vermelden. Dies zeigt deutlich die positive Akzeptanz dieses Behandlungssystems im US-Markt, den wir als wegbereitend für die mittelfristige Bearbeitung der europäischen Schlüsselmärkte ansehen.

Akzeptanzprobleme

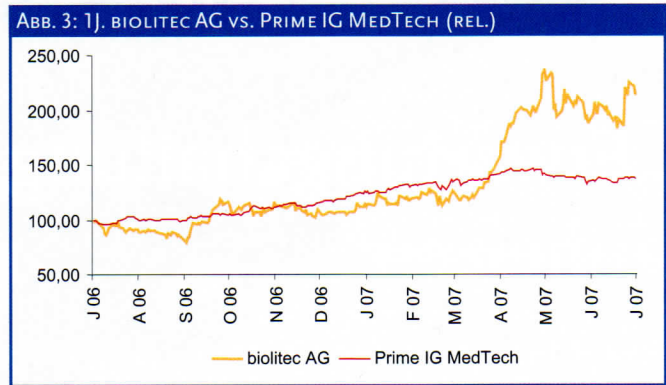
Eine spezielle Situation sehen wir im Pharmasegment mit der Foscan®-basierten PDT. Obwohl die von der EMEA geforderte Bestätigungsstudie für die Therapie von Hals- und Kopftumoren erfolgreich abgeschlossen wurde und damit auch zu einem beschleunigten Zulassungsverfahren in den USA führen dürfte, geht die Akzeptanz in der medizinischen Fachwelt langsamer als gewünscht voran. Der weitere Ausbau von klinischen Referenzzentren, die Erweiterung der Indikationen sowie die Übernahme in den Leistungskatalog der Krankenkassen dürfte den Weg für eine breitere Anwendung von Foscan ebnen. Zurzeit werden weitere Studien für folgende Tumorarten durchgeführt: Basaliom (Basalzell-Hautkrebs), Lipome (gutartige Tumoren des Fettgewebes), Gallengangs- und Prostatakarzinom. Foscan ist bis 2014 patentrechtlich geschützt.

Abb. 2: 9M-ERGEBNIS IM VERGLEICH (IN CMIO.) UND PROGNOSE GJ 06/07

Geschäftsjahr 30/06 - IFRS	berichtet			Prognose FY06/07e
	9M-06/07	veränd.	9M-05/06	
Umsatzerlöse	26,43	36%	19,45	39,89
Herstellkosten	8,19	28%	6,38	12,10
v. Umsatz	31%		33%	30%
Rohertrag	18,25		13,07	27,79
v. Umsatz	69%		67%	70%
EBIT	3,81	245%	1,11	5,79
v. Umsatz	14%		6%	15%
Ergeb. v. Steuern u. Minderheiten	3,74	n.a.	0,87	5,89
Ertragssteuern	0,69	n.a.	0,33	1,20
Ergebnis nach Steuern	3,05	n.a.	0,54	4,69
- Minderheitenanteile	0,12	n.a.	-0,34	0,15
Netto-Ergebnis	3,17	n.a.	0,88	4,84
Anzahl d. Aktien	10,02		10,02	10,02
Adjustiertes Ergebnis/Aktie (EpA)	0,32	n.a.	0,09	0,48

Differenziertes Marktumfeld

Das weltweite Marktvolumen für medizinische Lasersysteme (Lasengeräte und Lichtübertragungssysteme) betrug im Jahr 2002 laut einer Metastudie des BMBF (BMBF-Medizintechnikstudie 2005) zwischen 1,5 und 2,3 Mrd. EUR. International sind derzeit die USA mit ca. 62% der größte Markt für medizinische Laser, gefolgt von Europa mit ca. 23% und Asien mit 15%. Der weltweite Umsatz mit Diodenlasern für medizinische Anwendungen, wie sie von biolitec entwickelt werden, betrug 2006 nach Angaben von Laser Focus World 60,4 Mio. USD (Prognose 2007: 64,6 Mio. USD) und weist damit ein 5J-CAGR von ca.



27% auf. Die Behandlung der Cellulite steht erst am Anfang ihres Vermarktungszyklus. Strategisches Ziel des Managements ist der Ausbau des Vertriebs, unter anderem durch die Etablierung von Referenzzentren sowie die Durchführung weiterer klinischer Studien. Aufgrund der hohen Zahl betroffener Frauen und der bislang wenig zufrieden stellenden alternativen Behandlungsmethoden sieht sich die biolitec einem potenziellen Markt von 6 Mrd. USD gegenüber. Das Spektrum potenzieller Anwendungen von Foscan in der Tumortherapie ist, wie oben dargestellt, breit. Die PDT wird die konventionellen Ansätze sicherlich nicht verdrängen, gleichwohl als zusätzliche Therapieoption die Heilungschancen sehr wahrscheinlich erhöhen.

Bewertung

Der derzeitige Werttreiber im Unternehmen ist das Medizintechnik-Segment mit den minimal-invasiven Behandlungssystemen für die Ästhetik (Venentherapie und Cellulite) sowie für die Therapie der BPH. Die Foscan-basierte Lasertherapie bestimmter Tumoren spielt gegenwärtig – gemessen am Umsatz – noch eine untergeordnete Rolle.

Biolitec hat seit ihrer Gründung eine Wachstumsrate der Umsätze (CAGR) von 21,6%, unter Berücksichtigung unserer Prognose für das GJ 06/07 sogar von 23,4%, vorzuweisen (Abb. 1 u. 2). Derzeit hat die Aktie – bezogen auf das aktuelle GJ 07/08 – ein KGV von 29,2 und liegt damit über der nationalen und internationalen Peergroup (Median: 23,0 bzw. 24,0). Die Kapitalmarktbeurteilung ergibt auf dieser Basis einen Wert der Aktie in Höhe von 11,98 EUR. Die Wertanalyse auf Basis der von uns prognostizierten freien Cashflows ergibt einen Wert von 22,38 EUR. Beide Verfahren gewichten wir zu gleichen Teilen, so dass sich ein rechnerischer Wert von 17,18 EUR je Anteilsschein ergibt. Wir sehen die Aktie fair bewertet in einem Korridor von 17 bis 17,50 EUR. Auf Grundlage unserer Analyse ist die biolitec-Aktie damit bei einem derzeitigen Kurs von 14,90 EUR (Stand 10.7.2007) unterbewertet. Die im Vergleich zur Benchmark „Prime IG MedTech“ überdurchschnittliche Performance seit Anfang April 2007 spiegelt die Wachstumsdynamik des Unternehmens wider (Abb. 3).

HINWEIS: In der Rubrik „Gastanalyse“ kommen Mitarbeiter verschiedener Researchhäuser zu Wort. Die vorgestellten Analysen stimmen nicht zwingend mit der Einschätzung der Smart Investor-Redaktion überein!