

KLAUS SOER  
TEL.: +49 (0) 69 - 71589152  
KSOER@SOLVENTIS.DE

KLAUS SCHLOTE  
TEL.: +49 (0) 69 - 71589151  
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH  
TEL.: +49 (0) 69 - 71589154  
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

## Biotest AG

### Verkauf von Medizinische Diagnostik reduziert Kapitalbindung und führt zu höherem Ergebnis

#### Kaufen (Kaufen)

Kursziele\* **65,5 € St. / 53,50 € Vz.**  
Kurs (26.10.2009) 43,90 € St./ 42,90 € Vz.  
ISIN (Vz.) DE0005227235  
ISIN (St.) DE0005227201

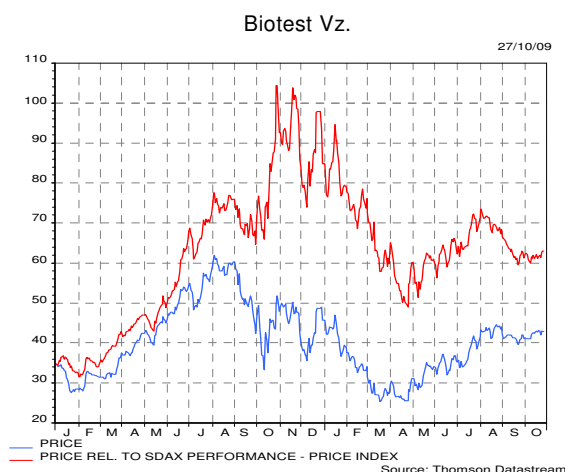
Marktkapitalisierung (Mio. €) 209,7  
Anzahl Aktien (Mio./voll verwässert) 11,73

Homepage: [www.biotest.de](http://www.biotest.de)

\*Kursziele berücksichtigen Prämie für Stammaktien und Abschlag für Vorzugsaktien aufgrund fehlenden Stimmrechts

	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz (Mio. €)	422,96	465,00	455,00	491,00
EBIT (Mio. €)	55,64	57,66	64,84	74,88
EBIT-Marge	13,2%	12,4%	14,3%	15,3%
EBITDA (Mio. €)	81,87	87,66	95,84	106,88
EBITDA-Marge	19,4%	18,9%	21,1%	21,8%
Ergebnis je Aktie (€)	2,19	2,30	2,85	3,93
Dividende je Aktie (€)*	0,36	0,40	0,50	0,80
Buchwert je Aktie (€)	21,60	23,50	25,85	28,98
KGV	19,80	18,89	15,24	11,07
Kurs/Buchwert	2,01	1,85	1,68	1,50
EV/EBIT	13,30	12,60	9,94	8,21
EV/EBITDA	9,04	8,29	6,72	5,75
EV/Umsatz	1,75	1,56	1,42	1,25
Dividendenrendite	0,83%	0,92%	1,15%	1,84%

\*Dividende bezieht sich auf Vorzugsaktien



**Mit dem angekündigten Verkauf des Unternehmensbereiches Medizinische Diagnostik reduziert Biotest seine hohe Kapitalbindung und Verschuldung. Gleichzeitig verbessern sich die Ergebnisse durch den Wegfall der operativen Verluste des Unternehmensbereiches.**

- Biotest verkauft den seit vielen Jahren verlustträchtigen Bereich Medizinische Diagnostik zu einem Preis von 45 Mio. € (= ca. 1,0 x Umsatz) an Bio-Rad in den USA. Da es sich um eine komplexe Transaktion mit der Übertragung sowohl von Gesellschaftsanteilen als auch separierten Assets handelt, ist ein Abschluss der Transaktion erst im ersten Quartal 2010 zu erwarten.
- Die Ergebnisstruktur und Bilanzstruktur von Biotest wird sich nachhaltig verbessern:
  1. Ab 2010 entfällt der operative Verlust des Unternehmensbereiches in Höhe von ca. 2 Mio. €.
  2. Durch die um 45 Mio. € reduzierte Kapitalbindung gehen wir von einem verbesserten Finanzergebnis von mindestens 2 Mio. € p.a. aus.
  3. Das Gearing (Nettoverschuldung/EK) wird sich 2010 von ca. 80% auf 45% reduzieren.
- Wir heben daher unsere Gewinnschätzung für 2010 an. Das operative Ergebnis dürfte sich um 3,7% auf 65 Mio. € (bisher 62,5 Mio. €) verbessern. Die EBIT-Marge im Biotest-Konzern wird durch die Desinvestition um etwa 1,75% Punkte auf 14,2 % steigen. Nach Finanzierungskosten erwarten wir ein Ergebnis je Aktie von 2,85 € (bisher 2,63 €).
- Unberücksichtigt bleiben in unseren Schätzungen noch die neuen positiven Studienergebnisse aus der klinischen Phase II für BT 61. Auch wenn sich der Zeitpunkt der Auslizenzierung des Wirkstoffes auf Mitte 2010 verschoben wird (bisher Anfang 2010) gewinnt das Projekt stetig an Wert für die Biotest Aktionäre.
- Den fairen Wert für die Biotest-Aktie schätzen wir unverändert für die Vorzugsaktie auf 53,50 € und für die Stammaktie auf 65,50 €.
- Wir werden unsere Modelle nach der Präsentation der Q3/09 Resultate und einer Präsentation der Studienergebnisse (5. November 2009) anpassen.
- Unsere Empfehlung lautet unverändert Kaufen.

BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 5.

**Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellung und Aufsichtsbehörde**

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

**1. Haftungserklärung**

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. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. 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.

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

**2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG**

a) Erstmalige Veröffentlichung: **27. Oktober 2009**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Eine Aktualisierung bereits veröffentlichter Analysen erfolgt nicht.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten nicht zugänglich gemacht worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. halten Aktien des analysierten Emittenten im Bestand.

**4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

**Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH**

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

**Klaus Soer, Analyst**

## 5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen Kursgewinn und einen Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplazierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

## 6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien bzw. Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

## 7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländischen Medien wie Informationsdienste (z.B. Infobolsa, Thomson Financial u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten sowie das Internet.

## 8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzelemittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinnten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmten Entwicklung (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichten Geschäfts-, Ertrags-, Kosten und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

## 9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG.

**Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**