

#### 14.2.6.4 Tiefe der vertikalen Integration eines Generikaunternehmens als Werttreiber

Wenn in der Generikaindustrie von vertikaler Integration gesprochen wird, wird dies auch als Vorwärts- und Rückwärtsintegration bezeichnet.

Rückwärtsintegration meint, die Integration vorgelagerter Wertschöpfungsstufen. Konkret bedeutet dies für Generikaunternehmen, den Zugang zu Entwicklern und Wirkstoffproduzenten durch Kapitalverflechtungen (Zugehörigkeit zum Konzern oder Joint Venture). Dies ist insofern von Vorteil, als Entwicklungsverträge in der Regel mit 5-jährigen Lieferbindungen verknüpft sind. D.h. das Generikaunternehmen ist verpflichtet, die ersten 5 Jahre nach Markteinführung das Produkt vom Entwickler produzieren zu lassen. Führt man sich den marktseitigen Preisdruck vor Augen, kann man sich leicht die unglückliche Abhängigkeit von Generikaunternehmen vom Entwickler und dessen Warenpreisgestaltung vorstellen. Im schlechtesten Fall verdient der Entwickler durch die Produktion des Produktes sehr gut und das Generikaunternehmen nichts mehr. Durch eine kapitalmäßige Verflechtung könnten Margen zwischen den an der Wertschöpfung beteiligten Parteien besser verteilt werden bzw. das Generikaunternehmen könnte im Kampf um Marktanteile mit den niedrigeren Verkaufspreisen des Wettbewerbs mitziehen. Gleiches gilt für eine kapitalmäßige Beteiligung an Wirkstoffproduzenten. Da rund 70% des Warenbezugspreises eines generischen Produkts Wirkstoffkosten sind, könnten auch an dieser Stelle durch Rückwärtsintegration bessere Wareneinsatzpreise erzielt werden, die mehr preisliche Flexibilität am Markt ermöglichen würden. Erfolgreiche Generikaunternehmen wie Teva und Sandoz sind bereits stark rückwärtsintegriert und sind in Besitz eigener Rohstoff- und Entwicklungsquellen sowie der entsprechenden eigenen Produktionsmöglichkeiten. Da Generikaunternehmen jedoch meist ein breit gestreutes Produktportfolio haben, kann nicht für jeden Wirkstoff eine Rückwärtsintegration stattfinden. Eine solche Strategie ist nur sinnvoll, wenn einige wenige Wirkstoffe die Haupttreiber des Geschäftes sind. Eine Rückwärtsintegration für solche Produkte ist im Rahmen einer Unternehmensbewertung sicherlich als vorteilhaft zu bewerten.

Vorwärtsintegration meint, die Integration nachgelagerter Wertschöpfungsstufen. Konkret bedeutet dies für Generikaunternehmen, den Zugang zu Großhändlern und über diese zu Apotheken, also Zugang zum Distributionskanal. Der Vorteil einer solchen Verflechtung wäre, dass Wettbewerber „kontrolliert“ werden können. Da Wettbewerb von den Gesundheitsbehörden in der Regel gewünscht ist, beschränken sich die Vorwärtsintegrationsmöglichkeiten vornehmlich auf Kooperationsvereinbarungen („preferred partnership agreements“). In manchen Ländern ist es sogar gesetzlich verboten, dass diese Wertschöpfungsstufen in einer Hand sind, um echten Wettbewerb aufrecht zu erhalten.

Für die Bewertung von Generikaunternehmen ist es entsprechend von Bedeutung, die Integrations-tiefe des zu bewertenden Unternehmens zu analysieren und in die Bewertung eingehen zu lassen. Im Grundsatz gilt: Je höher bzw. besser das Maß an vertikaler Integration, desto besser strategisch positioniert ist das Unternehmen. Dieser Grundsatz ist jedoch insofern zu relativieren, da speziell bei einer Rückwärtsintegration bei jedem einzelnen Wirkstoff die Wirtschaftlichkeit gegeben sein muss.

### 14.3 Unternehmensplanung in der Pharmabranche am Beispiel von Generikaunternehmen

Wenn Unternehmen zum Kauf angeboten werden, werden in der Regel Ist- und Prognose-Zahlen (meist eine verkürzte GuV und eine ebenso verkürzte Bilanz) in den Verkaufsdossiers gezeigt. Meist sind die sogenannten „Hockey-stick“-Prognosen zu finden, d.h. die IST-Zahlen sind zwar relativ verhalten, es wird jedoch ein ambitionierter Wachstumsschub erwartet, so dass die zukünftig zu erwartenden Geschäftsergebnisse tadellos aussehen. Allein diese Erfahrung zeigt, dass den Prognoseplanungen in Verkaufsdossiers nicht blind zu trauen ist, da es sich meist um „eine geschmückte Braut“ handelt. Da die Bewertung des Unternehmens grundsätzlich aus Käufersicht zu erfolgen hat, gemäß der Maßgabe, welchen Wert das zum Verkauf stehende Unternehmen für den potenziellen Käufer hat, muss auf jeden Fall – unabhängig davon, ob vom Verkäufer Prognoseplanungen vorliegen oder

nicht – eine eigene Prognose erstellt werden. Bevor diese Prognose in Zahlen gefasst wird, ist es jedoch wichtig, sich über die strategische Intention des potenziellen Kaufs im Klaren zu sein.

Im Folgenden wird nun beschrieben, welche Punkte bei der Erstellung einer Prognoseplanung zur Bewertung eines Unternehmens in der Pharmaindustrie zwingend berücksichtigt werden sollten. Die Erläuterungen beschränken sich dabei auf Prognoseplanungen für Generikaunternehmen.

### 14.3.1 Das Produktportfolio als Determinante der Umsatz- und Margen-Entwicklung in der Pharmaindustrie

Da Produkte – bestehende wie zukünftige – das A und O in der Generikaindustrie sind, erfolgt eine Prognoseplanung hinsichtlich Umsatz und Gross Margin grundsätzlich auf Produktebene. Zunächst ist das Produktportfolio des zu bewertenden Unternehmens auf eventuelle Überlappungen mit einem beim Käufer bereits vorhandenen Produktportfolio zu überprüfen. Nur nicht-überlappende Produkte dürfen in die Bewertung einfließen. Außerdem ist zu prüfen, ob die bei der Segmentierung gewonnenen Erkenntnisse (vgl. Kapitel 2.4) zur strategischen Intention passen oder ob bestimmte, existierende Geschäftsfelder in Falle eines Kaufs zukünftig nicht mehr fortgeführt werden können oder sollen. Auch Produkte dieser Geschäftsfelder sind aus der Prognoseplanung zu eliminieren.

Steht dann inhaltlich das bestehende und zukünftige Produktportfolio des zu bewertenden Unternehmens, so sind anhand von IMS-Marktzahlen diese Produkte hinsichtlich Absatzmengen und Verkaufspreisen zu quantifizieren.

#### 14.3.1.1 Absatzmengen- und Verkaufspreisplanung von bestehenden Produkten

Bei **bestehenden Produkten** wird in der Regel auf den von IMS ausgewiesenen IST-Zahlen aufgesetzt. Um Prognosen bezüglich einer zukünftigen **Mengenentwicklung** treffen zu können, werden üblicherweise die Mengenwachstumsraten der letzten 3 Jahre von IMS herangezogen und Wachstumstrends, auch negativer Art, daraus abgeleitet. Zudem müssen alle produktspezifischen Sonderinformationen dabei verwertet werden, wie beispielsweise das Wissen um eine zukünftige Produkteinführung eines starken Wettbewerbers.

Um einen zukünftigen **Preisverfall** planen zu können, werden in der Regel die aktuellen Generikapreise im Verhältnis zum Preisniveau des Originators vor Patentablauf betrachtet, um daraus Rückschlüsse zu ziehen, basierend aus Erfahrungen von Preisverfallskurven bereits seit längerer Zeit generischer Produkte, ob die Talsohle des Preisverfalls bereits erreicht ist, oder nicht.

In Ländern, in denen Ausschreibungen üblich sind, gestaltet sich sowohl die Preis- als auch die Mengenprognose häufig extrem schwierig.

#### 14.3.1.2 Absatzmengen- und Verkaufspreisplanung von zukünftigen Produkten

Zur Prognose von Umsätzen **zukünftiger Produkte** wird von der Systematik her gleich vorgegangen wie bei bestehenden Produkten, indem Absatzmengen- und Preisentwicklungen abgeschätzt werden. Da für zukünftige Produkte des zu bewertenden Unternehmens noch keine IST-IMS-Zahlen vorliegen, auf denen Prognosen aufsetzen könnten, werden für zukünftige Produkte zunächst das jeweilige **Absatzmengen**volumen des Gesamtmarktes dieses Produkts und der durchschnittliche Verkaufspreis des Gesamtmarktes aus IMS gezogen. Unter der Annahme, dass das Produkt noch unter Patentschutz steht, stellen die IMS-Gesamtmarkt-Zahlen die Mengen und Preise des Originators dar. Um zukünftige Absatzmengen eines Produktes des zu bewertenden Unternehmens zu prognostizieren, wird über eine typisierte Generisierungsratenkurve die Generikamarktentwicklung (in Mengen) abgeleitet. Auf Basis dieser Entwicklung wird eine für das zu bewertende Unternehmen typische Generikamarktanteilsentwicklungskurve angelegt, mit Hilfe derer die Absatzmengen des zu bewertenden Unternehmens dann berechnet werden können. Zu berücksichtigen ist dabei auch der bereits beschriebene

„Time to market“-Aspekt. Wird die Produkteinführung zum Zeitpunkt des Patentablaufs erwartet, sind höhere Marktanteile erzielbar, als wenn die Einführung zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt.

Hinsichtlich der Prognose des **Preises** von zukünftigen Produkten wird mit einem %-Satz vom Originatorpreis zum Patentablauf gearbeitet (meist 20–30% Abschlag). In Abhängigkeit der Anzahl erwarteter Wettbewerber kann dieser Prozentsatz auch niedriger sein bzw. muss mit zusätzlichen Preisabschlagssätzen in den Folgejahren gerechnet werden. Dies kann unter Umständen zu Preisprognosen 3 Jahre nach Patentablauf in Höhe von nur noch 10% des Originatorpreises führen. Auch bei der Prognose der Verkaufspreise muss wieder der „Time to market“-Aspekt berücksichtigt werden. Je später die Einführung nach Patentablauf, desto geringer der Preis.

Sind pro Produkt die Absatzmengen und Verkaufspreise prognostiziert, ergibt sich aus der Multiplikation der beiden Faktoren der zu planende Umsatz. Wichtig ist allerdings noch, dass zusätzlich eventuell notwendige Erlösschmälerungen (z.B. Naturalrabatte) Umsatz reduzierend in der Prognose berücksichtigt werden müssen. Zum einen bildet IMS diese Erlösschmälerungen in manchen Ländern nicht korrekt ab. Zum anderen muss der Bewerter die seitens des potenziellen Käufers richtige Rabattstrategie in die Prognose einbeziehen, unabhängig von der bisherigen Strategie des zu bewertenden Unternehmens.

### 14.3.1.3 Planung der Gross Marge

Neben der Umsatz-Prognose kommt der Bestimmung des jeweiligen Wareneinsatzes größte Bedeutung zu, der abhängig von den jeweiligen Ländergegebenheiten normalerweise zwischen und 10 und 75% des Umsatzes liegen kann.

Für bestehende Produkte ist es wichtig im Rahmen der Erstellung der Prognoseplanungen eine Segmentierung der Produkte nach Eigenproduktion und Fremdbezug vorzunehmen. Die Höhe der Herstellkosten der selbst produzierten Waren kann über die Prüfung der Produktionseffizienz und -auslastung beurteilt und wenn nötig angepasst werden. Für Produkte, die von Dritten produziert werden (Fremdbezug) und somit eingekauft und dann vertrieben werden, sollten die Lieferverträge überprüft werden, um Anhaltspunkte über die Höhe der richtigen Bezugspreise zu erhalten. Häufig beinhalten solche Verträge mittlerweile (aufgrund der signifikanten Verkaufspreiserosion) Vereinbarungen über flexible Warenbezugspreise. D.h. der Warenbezugspreis ist als Prozentsatz des Verkaufspreises definiert, der jedoch meistens nach unten mit meinem Minimumbezugspreis (auch „floor price“ genannt) gedeckelt ist. Auch für die Prognose des Wareneinsatzes von fremdbezogenen Produkten gilt, dass für den Fall, dass die Bezugspreise vom Bewerter als zu schlecht behandelt angesehen werden und zukünftig bessere Bezugspreise durch Nachverhandlungen realistisch sind, diese besseren Wareneinsatzbeträge für die Bewertung angesetzt werden können.

Mangels besserer Informationen wird zur Prognose des Wareneinsatzes zukünftiger Produkte meist der durchschnittliche Wareneinsatz (in Prozent vom Umsatz) von vergleichbaren Produktpaletten bestehender Produkte des zu bewertenden Unternehmens angesetzt.

Ist der Wareneinsatz prognostiziert, ergibt sich durch Subtraktion desselben vom Umsatz (nach Erlösschmälerungen) die Prognose der Gross Marge.

### 14.3.2 Planung der Funktionskosten

Bedeutend sind in diesem Zusammenhang die Prognosen der folgenden Positionen:

- Personalkosten und Personalnebenkosten (wie z.B. Reisekosten), am besten nach Funktionsbereich, basierend auf einer Planung der jeweiligen Anzahl Mitarbeiter
- Marketingkosten (z.B. für Anzeigen in Zeitschriften, Fernsehwerbung, Werbematerial für Arztbesuche, Kongressteilnahmen etc.)
- Distributionskosten: diese werden meist als Prozentsatz vom Umsatz prognostiziert (3–5% in Abhängigkeit der Länderspezifika) sind hierfür realistisch

- Lizenzgebühren: Lizenzgebühren können für fremd entwickelte Produkte vertraglich fixiert worden sein, in der Regel als Prozentsatz vom Umsatz (in der Regel 3–5%). Sind solche Verträge vorhanden, müssen die entsprechenden Aufwendungen berücksichtigt werden.
- Miete und andere allgemeine Aufwandspositionen sind ebenfalls für die Prognose anzusetzen, es handelt sich dabei jedoch nicht mehr um als pharماسpezifisch zu erwähnende Positionen.

Als Ergebnis der Gross Margin- und Funktionskostenprognose erhält man dann die für die Bewertung notwendige Ebit-Prognose. Auf die Diskussion der Prognoseschwierigkeiten des für eine Cash-Flow-Betrachtung notwendigen Finanzergebnisses und der Berücksichtigung von Steuern soll an dieser Stelle verzichtet werden, da sich die dort auftretende Problematik für die Pharmaindustrie nicht von den anderen Branchen unterscheidet.

### 14.3.3 Planung der Cash-Flow relevanten Bilanzpositionen

Auch hinsichtlich der Cash-Flow relevanten Bilanzpositionen soll an dieser Stelle keine umfassende Darstellung gegeben werden, sondern nur auf die Vorgehensweise zur Prognose generikaspezifischer Bilanzpositionen eingegangen werden. Alle drei folgenden Bilanzpositionen werden über die Verwendung von Kennzahlen indirekt geplant:

- Warenbeständen: Die Prognose erfolgt über die Kennzahl „Lagerumschlagshäufigkeit pro Jahr“, die als Verhältnis des Wareneinsatzes zur Warenbestandshöhe berechnet wird. Ein Lagerumschlag von ca. 3 bis 4 mal im Jahr ist für die Generikaindustrie normal. Ist der Wareneinsatz geplant, kann über die Lagerumschlagshäufigkeit von 3 bis 4 die Prognose für die Warenbestände berechnet werden.
- Forderungen aus Lieferungen und Leistungen: Die Prognose erfolgt über die Kennzahl „Außenstände von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Tagen“, die als Verhältnis der entsprechenden Forderungen zum Umsatz multipliziert mit 365 Tagen berechnet wird. Die Außenstandsdauern unterscheiden sich in verschiedenen Ländern stark. In Italien kann man beispielsweise mit der Zahlung von Forderungen in ca. 120–150 Tagen rechnen, in Deutschland hingegen ist ein automatischer Zahlungseinzug innerhalb von 2 Tagen üblich. Ist der Umsatz geplant, kann über die länderspezifische Außenstandsdauer die Prognose für die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen berechnet werden.
- Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung: Wie bei den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen erfolgt die Prognose über die Kennzahl „Verweildauer von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in Tagen“, die als Verhältnis der entsprechenden Verbindlichkeiten zum Wareneinsatz multipliziert mit 365 Tagen berechnet wird. Üblicherweise wird hier mit 30 Tagen gerechnet, um über die Prognose des Wareneinsatzes auch die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen ableiten zu können. Zudem sind Liquiditätswirksame Veränderungen des Anlagevermögens (Investitionen) zu planen. Es handelt sich dabei vorwiegend um Produktlizenzen (Intangibles) sowie im Falle von produzierenden Unternehmen um Maschinen- und Gebäudeinvestitionen.

## 14.4 Bewertungsverfahren

### 14.4.1 Umsatz- und Ebit-Multiples in der Pharmaindustrie

Wie in anderen Industrien auch werden Umsatz- und Ebit-Multiples (also Vielfache von Umsatz und Ebit) verwendet, um Anhaltspunkte über bezahlte Unternehmenspreise zu erhalten. Die folgende Abbildung zeigt ausgewählte Fusionen bzw. Akquisitionen der letzten Jahre und deren bezahlte Umsatz-Multiples.

Eine große Welle von Fusionen und Akquisitionen hat um die Jahrtausendwende stattgefunden. Hierbei hat es sich immer um Originatoren gehandelt. Eine neue Fusions- und Akquisitionswelle, diesmal der Generikaindustrie, hat im Jahr 2005 begonnen und wird sich sicherlich noch fortsetzen.