

# Andrae-Noris Zahn AG <sup>(5)\*</sup>

## KAUFEN

Kursziel: 38,70 Euro

Kurs: 34,80 Euro  
25. Januar 2008  
Frankfurt, 09:45 Uhr

Letztes Rating  
(Kursziel):

Halten (38,70 Euro)

Marktsegment:  
General Standard

Rechnungslegung:  
IFRS

Analysten:

Felix Gode  
gode@gbc-ag.de

Jörg Grunwald  
grunwald@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Andrae-Noris Zahn AG  
Thomas Graf  
Solmsstrasse 25  
D-60486 Frankfurt/Main

Tel.: 069 / 79203-0  
Fax: 069 / 79203-369

thomas.graf@anzag.de

www.anzag.de

### Unternehmensprofil:

**Branche:** Pharmagroßhandel

**Fokus:** Pharmagroßhandel,  
Healthcare-Logistik

**Mitarbeiter:** 2.452(30.11.2007)

**Firmensitz:** Frankfurt/Main

**Gründung:** 1841

**Vorstandsvorsitzender:**  
Dr. Thomas Trümper

WKN: 504700

ISIN: DE0005047005

Börsenkürzel: ANZ.FSE

Anzahl Aktien: 10,678 Mio.

Marktkap.: 371,59 Mio. Euro

Streubesitz: 7,69 %

52 W Hoch: 40,50 Euro

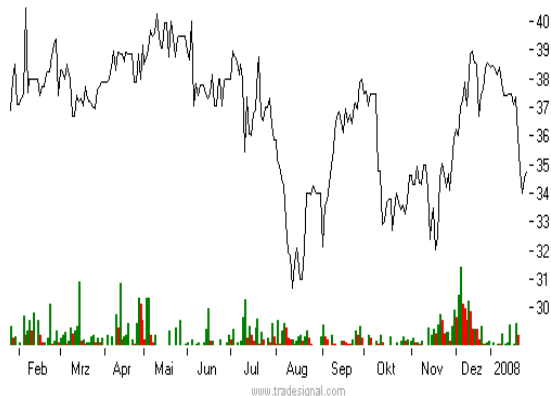
52 W Tief: 30,66 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 44.262 €.\*

\* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate),  
Andrae-Noris Zahn AG

504700 ANZ, Tageschart [Close] - 26.01.2007 - 25.01.2008 - 34,8

EUR



In Mio. Euro	GJ 2005/06	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e
Umsatz	3.418,4	3.683,1	3.867,3	4.060,6
EBITDA	54,6	58,6	62,2	67,7
EBIT	44,2	48,8	50,9	55,7
Konzernergebnis	22,3	37,6	24,8	28,5
In Euro				
Gewinn je Aktie	2,08 €	3,52 €	2,32 €	2,67 €
Dividende je Aktie	1,45 €	1,45 €	1,45 €	1,45 €
In %				
EBITDA-Marge	1,60 %	1,63 %	1,61 %	1,67 %
EBIT-Marge	1,29 %	1,32 %	1,32 %	1,37 %
Dividendenrendite	4,17 %	4,17 %	4,17 %	4,17 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,20	0,19	0,18	0,17
EV/EBITDA	12,52	11,67	10,99	10,10
KGV	16,66	9,88	14,98	13,04
KBV (31.08.2007)		1,09		

### Highlights:

- Pharmagroßhandel wächst im ersten Quartal 2007/08 um +6,5 %
- Überproportionale Umsatzsteigerung um +7,7 %
- Prognosen und Kursziel für Gesamtjahr 2007/08 bestätigt
- Rating von HALTEN auf KAUFEN angehoben

## Unternehmen

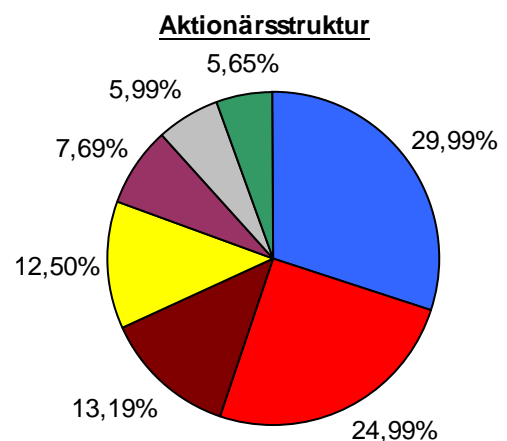
### Profil

Die Andreae-Noris Zahn AG (ANZAG) mit Sitz in Frankfurt am Main agiert als Großhändler im Pharmabereich mit Konzentration auf den deutschen Markt. Im Kundenfokus liegen hierbei die selbstständigen Apotheken, welche flächendeckend täglich - auch mehrfach am Tag in den kleinsten Losgrößen - durch die ANZAG mit Arzneimitteln und weiteren Produkten versorgt werden. Zum Kundenkreis zählen hierbei fast 8.000 Kunden. Grundlage für diese Leistung ist ein flächendeckendes Mikrofeinverteilungs-System. Mit 24 Niederlassungen und einem Servicecenter verfügt die ANZAG über das dichteste Auslieferungsnetz aller in Deutschland agierenden Pharmagroßhändler. Im Geschäftsjahr 2005 hat die ANZAG eine Internationalisierungsstrategie eingeleitet und inzwischen zwei Beteiligungen in Kroatien und Rumänien erworben.

Zudem wurde 2003 das Apotheken-Kooperationssystem *vivesco* aufgebaut, um die selbstständigen Apotheken bei der Vermarktung von Healthcare-Produkten zu unterstützen. Inzwischen gehören rund 1.100 Apotheken dem Netzwerk an.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Alliance Boots plc.	29,99 %
Sanacorp Pharmahandel AG	24,99 %
Celesio	13,19 %
Phoenix Pharmahandel AG & Co. KG	12,50 %
Noweda eG	5,99 %
OPG Groep N.V.	5,65 %
Streubesitz	7,69 %



Die Aktionärsstruktur der ANZAG ist geprägt durch die Beteiligungen verschiedener Wettbewerber, wie der Alliance Boots Plc., der Sanacorp Pharmahandel AG, Celesio und Phoenix Pharmahandel AG & Co. KG. Dabei hält die Alliance Boots plc. mit 29,99 % den größten Anteil. Sanacorp ist mit einem Anteil von 24,99 % die größte Aktionärin unter den deutschen Wettbewerbern. Die beiden weiteren deutschen Wettbewerber Celesio und Phoenix halten 13,19 % bzw. 12,50 %. Der Streubesitz beläuft sich bei der ANZAG auf 7,69 %.

### Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Ordentliche Hauptversammlung	12. Februar 2008
Veröffentlichung Zwischenbericht	14. April 2008
Veröffentlichung Q3-Bericht	15. Juli 2008
Veröffentlichung Jahresabschluss	November 2008

## **Marktentwicklung**

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2006/07 war für die ANZAG geprägt von neuen staatlichen Regulierungen. So traten im Jahr 2007 das „Arzneimittelversorgungs-Wirtschaftlichkeitsgesetz“ (AVWG) und das „Gesetz zur Stärkung des Wettbewerbs in der Gesetzlichen Krankenversicherung“ (GKV-WSG) in Kraft. Beide Gesetze führten dazu, dass die Preise für rezeptpflichtige Arzneimittel um 2,8 % sanken. Auch das Wachstum des deutschen Arzneimittelmarktes war im abgelaufenen Geschäftsjahr der ANZAG mit nur 1,2 % deutlich schwächer als im Vorjahr. Im ersten Quartal des neuen Geschäftsjahres 2007/08 machte sich dagegen eine Markterholung bemerkbar. Von September bis November wuchs der deutsche Arzneimittelmarkt um 9,0 %, was eine deutliche Belebung bedeutet.

Allerdings profitierte der Pharmagroßhandel von dieser Belebung nur unterproportional. Wie auch in der vergangenen Monaten zeichnete sich weiterhin der Trend ab, dass die Direktbelieferungen der Pharmahersteller an die Apotheken zunehmen. Das Wachstum der Direktbelieferungen belief sich dabei auf 22,9 %, während im Pharmagroßhandel eine Zunahme um 6,5 % zu verzeichnen war. Damit steigerte sich auch der Anteil der Direktbelieferungen weiter. Noch im Vorjahresquartal machten Direktbelieferungen 15,1 % der Gesamtsumme aus. Zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres 2006/07 waren es dann bereits 15,3 % und inzwischen wurde ein neuer Höchststand von 17 % erreicht.

## **Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Q1 2007/08**

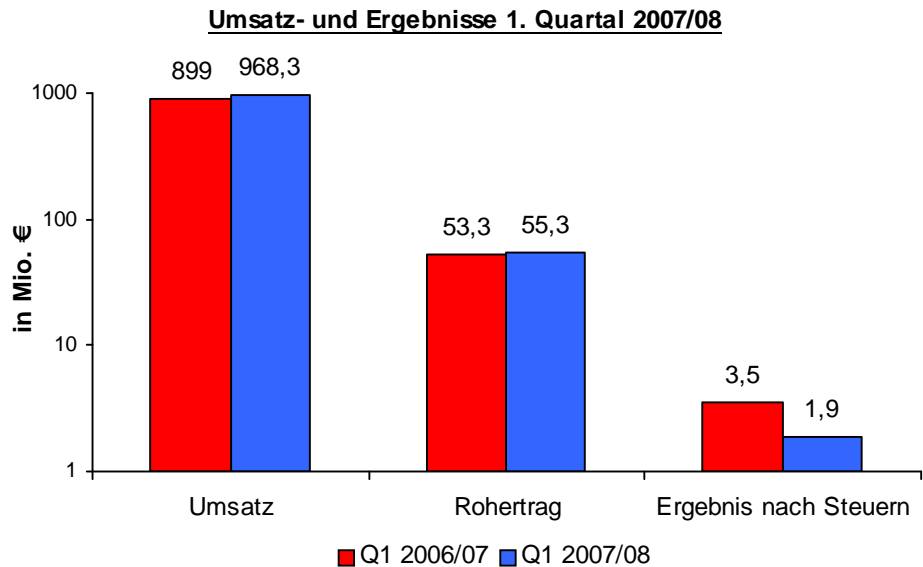
Wie auch schon im Geschäftsjahr 2006/07 konnte die ANZAG auch im ersten Quartal des neuen Geschäftsjahres die Umsatzerlöse stärker steigern als das Marktwachstum. So gelang es dem Frankfurter Unternehmen, die Umsätze um 7,7 % auf 968,3 Mio. € zu erhöhen. Im Vorjahr wurde nur ein Betrag von knapp unter 900,0 Mio. € erwirtschaftet.

Nicht auf dem selben Niveau konnte der Rohertrag gesteigert werden. Dieser legte unterproportional von 53,3 Mio. € um 3,8 % auf 55,3 Mio. € zu. Gründe hierfür sind zum einen die gesunkenen Preise bei zahlreichen Produkten auf Grund des hohen Wettbewerbsdrucks zwischen den Pharmagroßhändlern und zum anderen die Auswirkungen der Direktbelieferungen. Immer häufiger werden hochmarginige Arzneimittel auch von den Pharmaherstellern direkt an Apotheken geliefert. Die Mischkalkulation der Großhändler zwischen niedrig- und hochpreisigen Medikamenten geht damit zunehmend nicht mehr auf, was die Rohmarge belastet. Vor allem die Logistikkosten steigen durch diese Entwicklung an. Nach leicht unter 6 % im Vorjahr lag die Rohmarge im ersten Quartal 2007/08 bei 5,7 %.

Daneben gab es auch bei anderen Kostengrößen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr. So stiegen die Personalkosten von 24,8 Mio. € auf 25,8 Mio. € an, was sich, wie schon zum Gesamtjahr 2006/07, mit der erstmaligen Berücksichtigung der rumänischen Tochtergesellschaft begründen lässt. Die Kostenquote zum Umsatz war mit 2,7 % jedoch sogar leicht rückläufig.

Ebenfalls gesteigert haben sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, von 22,3 Mio. € im Vorjahresquartal um 14,8 % auf 25,6 Mio. €. Dieser Anstieg ist zum einen mit dem erhöhten Umsatzvolumen zu begründen und zum anderen mit Wechselkursverlusten in Höhe von 1,4

Mio. €. Die übrigen Kostenpositionen, wie das Zinsergebnis oder die Abschreibungen, haben sich gegenüber dem Vorjahr kaum verändert. Auch die sonstigen betrieblichen Erträge lagen in Höhe des Vorjahresniveaus. Hauptsächlich auf Grund der niedrigeren Rohmarge wurde das Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr belastet. Anstelle der 3,5 Mio. €, die nach Steuern im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2006/07 erwirtschaftet wurden, standen nun 1,9 Mio. € zu Buche.



Quelle: ANZAG, GBC

### **Ausblick**

Das Umfeld im Pharmagroßhandel wird zunehmend rauer. Dennoch kann sich ANZAG bislang gut behaupten. Trotz wachsendem Wettbewerbsdruck und nachlassender Wachstumsdynamik schafft es ANZAG, ein überproportionales Wachstum zu erreichen.

ANZAG hat zudem die Zeichen der Zeit rechtzeitig erkannt und nach Alternativen gesucht, um sich auch für die Zukunft gut zu positionieren. Ein Schritt dafür war die Expansion ins Ausland, die schon 2005 nach Kroatien begonnen hatte und in Rumänien Fortsetzung fand. Weitere Übernahmen in den kommenden Quartalen halten wir für nicht ausgeschlossen. Diese würden die bisherige Strategie der ANZAG unterstreichen. Im Ausland, vor allem Osteuropa, sind noch deutlich höhere Rohmargen erzielbar als in Deutschland und dem restlichen Westeuropa.

Eine weitere Absicherung ist die Apothekenkooperation *vivesco*. Durch die inzwischen 1.100 Apotheken umfassende Kooperation werden Kunden gebunden und Vorteile, etwa durch einheitliches Marketing, erzielt. Mit *vivesco* hat ANZAG ein Netzwerk geschaffen, das im Falle eines Wegfalls des Mehrheits- und Fremdbesitzverbots für Apotheken und der damit verbundenen Marktöffnung, Rückhalt geben würde.

Wir sind überzeugt, dass sich ANZAG auch im laufenden Geschäftsjahr gut behaupten kann und belassen unsere Schätzungen (*siehe Researchstudie (Anno) vom 17.12.2007*) daher unverändert. Das Kursziel belassen wir entsprechend ebenfalls unverändert bei 38,70 €. Durch den inzwischen auf 34,80 € gesunkenen Kurs beträgt das aktuelle Kurspotenzial knapp 11 %. Wir heben unser Rating daher von HALTEN auf KAUFEN an.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2	
Umsatzwachstum	3 %
EBITDA-Marge	1,9 %
Steuerquote	30 %
Working Capital in % vom Umsatz	12,6 %
Umsatz zu OAV	26,198
Abschreibungen vom OAV	7,7 %

## Discounted Cashflow-Modell

Die ANZAG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2007/08 bis 2008/09 in Phase Eins (siehe auch Researchstudie (Anno) vom 17.12.2007), erfolgt in den Jahren 2009/10 bis 2013/14 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2007/08 entspricht als **Kursziel 38,70 €**.

### DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario ANZAG

in Mio. EUR	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	GJ	Endwert
	2007/08e	2008/09e	2009/10e	2010/11e	2011/12e	2012/13e	2013/14e	
Umsatz	3867,253	4060,616	4182,434	4307,907	4437,144	4570,259	4707,366	
Umsatzveränderung	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA-Marge	1,6%	1,7%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
Abschreibungen (auf IK)	-11,250	-12,000	-11,935	-12,293	-12,662	-13,041	-13,433	
Abschreibungen vom OAV	7,3%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
EBITA	50,905	55,712	67,531	69,557	71,644	73,793	76,007	
EBITA-Marge	1,3%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBI (NOPLAT)	35,633	38,999	47,272	48,690	50,151	51,655	53,205	54,870
Working Capital	501,269	510,000	526,987	542,796	559,080	575,853	593,128	
Working Capital zu Umsatz	13,0%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	
Operatives Anlagevermögen	153,860	155,000	159,647	164,436	169,370	174,451	179,684	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	25,135	26,198	26,198	26,198	26,198	26,198	26,198	
Investiertes Kapital (IK)	655,129	665,000	686,634	707,233	728,450	750,303	772,812	
<b>Kapitalrendite</b>	<b>5,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	62,155	67,712	79,466	81,850	84,306	86,835	89,440	
Steuern auf EBITA	-15,271	-16,714	-20,259	-20,867	-21,493	-22,138	-22,802	
Investitionen in OAV	-11,250	-13,140	-16,582	-17,082	-17,595	-18,123	-18,666	
Veränderung des Working Capital	-	-873,1%	-1698,7%	-1581,0%	-1628,4%	-1677,2%	-1727,6%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>35,63</b>	<b>29,13</b>	<b>25,64</b>	<b>28,09</b>	<b>28,93</b>	<b>29,80</b>	<b>30,70</b>	<b>855,88</b>

### VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e
Barwert expliziter FCFs	162,903	138,030	118,019	100,176
Barwert des Continuing Value	546,980	583,108	621,622	662,681
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	709,883	721,138	739,641	762,856
Nettoschulden (Net debt)	313,087	307,937	308,792	312,637
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	396,796	413,201	430,849	450,219
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	396,796	413,201	430,849	450,219
Ausstehende Aktien in Mio.	10,678	10,678	10,678	10,678
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>37,16</b>	<b>38,70</b>	<b>40,35</b>	<b>42,16</b>

### FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11e
Dividendenzahlung	-15,483	-15,483	-15,483	-15,483
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-15,000	-14,500	-14,000	-14,000

### Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%
Kapitalrendite	6,9%	39,56	38,02	36,55	35,15	33,81
	7,0%	40,69	39,12	37,63	36,19	34,82
	7,1%	41,82	40,22	<b>38,70</b>	37,24	35,84
	7,2%	42,95	41,32	39,77	38,28	36,85
	7,3%	44,09	42,43	40,84	39,32	37,87

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 38,70 €

# ANHANG

## § 01 Disclaimer / Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

## § 2 Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 34 b WpHG

Zur Einsichtnahme möglicher Interessenskonflikte in Bezug auf diese Analyse im Zeitpunkt der Veröffentlichung besuchen Sie bitte unsere Homepage, mittels den unten aufgeführten Link.

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

## § 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.; E-Mail: office@gbc-ag.de





GBC AG

**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)

**Analysten für diese Studie:**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**Jörg Grunwald, Finanzanalyst**

**Verantwortliches Unternehmen:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die **GBC AG** mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist. Die GBC AG wird derzeit vertreten durch ihre Vorstände Manuel Hölzle, Jörg Grunwald und Christoph Schnabel. Herr Hölzle ist zugleich Chefanalyst der GBC AG und somit, neben dem primären Analyst, maßgeblich für die Qualität und den Inhalt der Analyse(n) verantwortlich.