

09.02.2009 **Andreae-Noris Zahn AG** ^{5*}

KAUFEN

Kursziel: 25,27 Euro

Kurs: 18,26 Euro
09. Februar 2009
Frankfurt, 09:10 Uhr

**Letztes Rating
(Kursziel):**

Halten (31,15 Euro)

Marktsegment:
General Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
hoelzle@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Andreae-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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 21

Unternehmensprofil:

Branche: Pharmagroßhandel
Fokus: Pharmagroßhandel,
Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2.584 (30.11.2008)

Firmensitz: Frankfurt/Main

Gründung: 1841

Vorstandsvorsitzender:
Dr. Thomas Trümper

WKN: 504700

ISIN: DE0005047005

Börsenkürzel: ANZ.FSE

Anzahl Aktien: 10,68 Mio.

Marktkap.: 194,98 Mio. Euro

Streubesitz: 8,38 %

52 W Hoch: 39,00 Euro

52 W Tief: 15,31 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 16.679 €.*

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

504700 ANZ, Tageschart [Close] - 11.02.2008 - 09.02.2009 - 18.26

EUR



In Mio. €	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatz	3.418,43	3.683,10	3.811,68	4.002,27	4.202,38
EBITDA	54,20	57,58	39,72	48,24	58,29
EBIT	43,85	46,49	28,94	36,74	46,29
Konzernergebnis	22,25	36,70	7,24	11,11	17,16
In Euro					
Gewinn je Aktie	2,08	3,44	0,68	1,04	1,61
Dividende je Aktie	1,45	1,45	1,10	1,10	1,10
In %					
EBITDA-Marge	1,59%	1,56%	1,04%	1,21%	1,39%
EBIT-Marge	1,28%	1,26%	0,76%	0,92%	1,10%
Dividendenrendite	7,94%	7,94%	6,02%	6,02%	6,02%
Kennzahlen					
EV/Sales	0,15	0,14	0,13	0,13	0,12
EV/EBITDA	9,55	8,95	12,93	10,65	8,81
KGV	8,76	5,31	26,92	17,54	11,37
KBV (31.08.2008)			0,60		

Highlights:

- Gesundheits- und Arzneimittelmarkt weiter mit stark steigender Tendenz, Entwicklung in verschiedenen Bereichen jedoch differenziert
- Neue politische Rahmenbedingungen geben Sicherheit für das Geschäftsmodell der ANZAG
- Ausländische Tochtergesellschaften weiter mit starken Ergebnissen
- Ergebnis 2008 durch Sondereffekte geprägt
- Anpassung der Prognosen für 2009 und 2010 sowie der Kursziels
- Jüngster Kursrückgang bedingt starke Unterbewertung der Aktie, Rating von HALTEN auf KAUFEN angehoben

Unternehmen

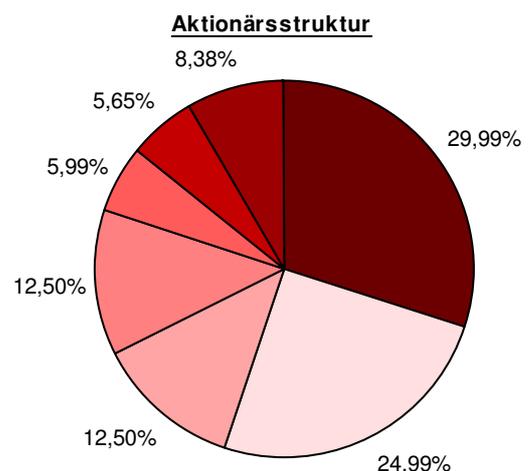
Profil

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 mehr als 8.000 Kunden. Grundlage für diese Leistung ist ein flächendeckendes Mikrofeinverteilungssystem. Mit 24 Niederlassungen verfügt die ANZAG über das dichteste Auslieferungsnetz aller in Deutschland agierenden Pharmagroßhändler. Im Geschäftsjahr 2005 hat die ANZAG eine Internationalisierungsstrategie eingeleitet und inzwischen drei Beteiligungen in Kroatien, Rumänien und Litauen 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 vivesco an, das 2008 erstmalig profitabel war.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Alliance Boots plc.	29,99 %
Sanacorp Pharmahandel AG	24,99 %
Celesio AG	12,50 %
Phoenix Pharmahandel AG & Co. KG	12,50 %
Noweda eG	5,99 %
OPG Groep N.V.	5,65 %
Streubesitz	8,38 %
Summe	100,00 %



Die Aktionärsstruktur der ANZAG ist geprägt durch verschiedene Großaktionäre, wie der Alliance Boots Plc., der Sanacorp Pharmahandel AG, der Celesio AG und Phoenix Parmahandel AG & Co. KG, die alle ebenfalls im Pharmagroßhandel tätig sind. Dabei hält die Alliance Boots plc. mit 29,99 % den größten Anteil. Sanacorp ist mit einem Anteil von 24,99 % die größte deutsche Aktionärin. Die beiden weiteren Aktionäre Celesio und Phoenix halten jeweils 12,50 %. Der Streubesitz beläuft sich bei der ANZAG auf 8,38 %.

Die nächsten Unternehmenstermine

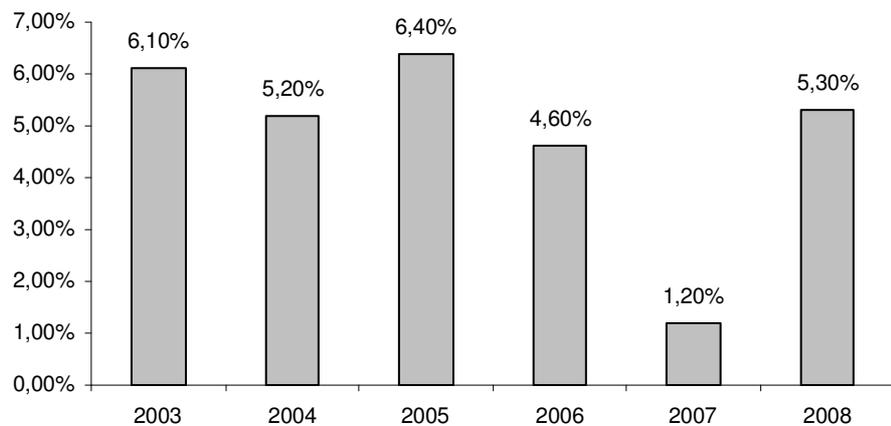
Ereignis	Datum
Hauptversammlung	17. Februar 2009
Halbjahresabschluss 2008/09	14. April 2009
Quartalsabschluss Q3 2008/09	15. Juli 2009

Markt und Marktumfeld

Arzneimittelmarkt

Nachdem das Wachstum des Arzneimittelmarktes im Geschäftsjahr 2007 nur bei 1,2 % lag und damit einen für die vergangenen Jahre ungewöhnlich niedrigen Stand markierte, kehrte das Wachstum im Geschäftsjahr 2008 wieder auf das Niveau der Vorjahre zurück und lag bei 5,3 %. Damit lag das Wachstum über den durchschnittlichen Steigerungsraten der Vorjahre von 4,8 %. Jedoch war auch diese Entwicklung geprägt von starken Schwankungen. Während in der ersten Jahreshälfte ein Wachstum von 8,9 % erreicht wurde, flachte dieses in der zweiten Jahreshälfte wieder ab und lag nur noch bei 1,9 %.

Wachstum des deutschen Arzneimittelmarktes



Quelle: GBC, ANZAG (nach IMS Health), bezogen auf das ANZAG Geschäftsjahr

Die relative Stärke des ersten Halbjahres ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass das Vorjahreshalbjahr verhältnismäßig schwach ausgefallen war. So entfaltete das Arzneimittelversorgungs-Wirtschaftlichkeitsgesetz (AVWG) im Vorjahreszeitraum seine volle Wirkung, was die Preisniveaus der Medikamente deutlich sinken ließ und damit das Marktvolumen preislich getrieben niedriger ausfiel. Zudem führte das Gesetz zur Stärkung des Wettbewerbs in der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV-WSG) zu einer Erstattungsfähigkeit von Impfstoffen, was sich im ersten Halbjahr 2008 ebenfalls positiv auf das Marktvolumen auswirkte. Darüber hinaus kam es im ersten Halbjahr 2008 zu Bevorratungskäufen im Rahmen von Neuvereinbarungen von Rabattverträgen. Im zweiten Halbjahr wirkte das GKV-WSG dann gegenteilig. Zum einen führten die Bevorratungskäufe des ersten Halbjahres zu einer vorübergehenden Sättigung des Marktes im Bereich der Generika und zum anderen konnte nicht an den starken Vorjahreszeitraum angeknüpft werden, da das GKV-WSG bzw. die Rabattverträge ihre Wirkung entfalteten. Schließlich wirkte auch der schnell zunehmende Direktvertrieb belastend auf das Marktwachstum.

Auch auf den osteuropäischen Auslandsmärkten Rumänien und Kroatien, auf denen die ANZAG mit zwei Beteiligungen aktiv ist, konnten erneut positive Entwicklungen festgestellt werden. Wie schon in den Vorjahren war das Wachstum der Arzneimittelmärkte erneut deutlich stärker als in Deutschland. In Kroatien legte der Markt um 7,5 % zu, in Rumänien sogar um 15,0 % (siehe auch Seite 5).

Weiterhin nicht zufriedenstellend war jedoch die Preisentwicklung der Arzneimittel in Deutschland, die weiterhin rückläufig war. Während sich die Preise für verschreibungspflichtige Medikamente von September 2007 bis August 2008 um 1,3 % verringerten, fielen die Preise im Festbetragsmarkt im gleichen Zeitraum sogar um 5,3 %. Die Preisentwicklung des Gesamtmarktes war im Jahr 2008 um 2,4 % rückläufig.

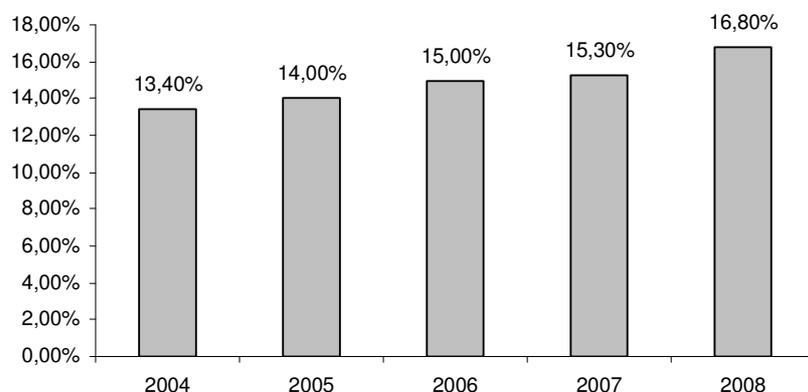
Die Gründe für die schon seit mehreren Jahren rückläufigen Preise sind zum einen im AVWG und zum anderen im GKV-WSG zu sehen. Das AVWG hat es den Krankenkassen ermöglicht, Arzneimittel von der Zuzahlung der Patienten zu befreien, wenn der Preis um mindestens 30 % unter dem Festbetragspreis liegt. Dies führte dazu, dass die Hersteller die Preise senkten, um einen Wettbewerbsvorteil durch die Zuzahlungsfreiheit zu erzielen. Seit Juni ist zudem eine Abflachung der von den Pharmaherstellern zu leistenden Zwangsrabatte festzustellen, da im März eine im AVWG festgelegte Preisbindung ausgelaufen war und seither durch Preiserhöhungen erzielte Erlöszuwächse nicht mehr in voller Höhe an die gesetzlichen Krankenkassen abgeführt werden müssen. Das GKV-WSG erlaubt den Krankenkassen darüber hinaus Rabattverträge mit Arzneimittelherstellern abzuschließen, was inzwischen von fast allen Krankenkassen umgesetzt wurde. Beide Gesetze beschleunigten den Preisverfall bei Medikamenten in den vergangenen Jahren erheblich.

Großhandelsmarkt Deutschland

Der pharmazeutische Großhandel in Deutschland wuchs mit 3,5 % unterproportional zum Arzneimittelmarkt. Hierbei machte sich der weiterhin steigende Anteil der Direktbelieferungen der Hersteller bemerkbar. Während der Anteil in 2004 noch bei 13,4 % lag, kletterte dieser bis zum Geschäftsjahr 2008 auf 16,8 %.

Die Direktbelieferungen führen zu dem Problem, dass die Mischkalkulation der Pharmagroßhändler nicht mehr in dem Maße aufgeht wie früher. Direktbelieferungen werden vornehmlich mit hochpreisigen Arzneimitteln durchgeführt. Entsprechend verbleiben dem Großhandel zunehmend die niedrigpreisigen Produkte, was sich unmittelbar negativ auf die Rohertragsmarge auswirkt.

Entwicklung der Direktbelieferungen



Quelle: GBC, ANZAG

Jedoch scheint sich für dieses Problem eine Lösung anzubahnen. Ende Dezember 2008 veröffentlichte das Bundesgesundheitsministerium einen Referenten-Entwurf zur Novellierung des Arzneimittelgesetzes (AMG). Damit kam

man den Vorschlägen des Bundesverbandes des pharmazeutischen Großhandels (PHAGRO) nach und strebt eine Änderung der Vergütung der Pharmagroßhändler an. An Stelle der bisher prozentualen Handelsspannen soll, gemäß dem Entwurf, in Zukunft ein Fixzuschlag pro ausgelieferte Packung vergütet werden, zuzüglich einem prozentualen Zuschlag auf den Herstellerpreis. Des Weiteren sieht der Entwurf der AMG-Novelle eine Stärkung der Stellung der Pharmagroßhändler in der Weise vor, dass der Pharmagroßhandel einen öffentlichen Versorgungsauftrag für Arzneimittel wahrnehmen soll, was bislang nur für Apotheken galt. Den Großhändlern soll daher ein grundsätzlicher Anspruch auf Belieferung gegenüber den Pharmaherstellern eingeräumt werden, auch für Medikamente die Pharmaunternehmen bislang direkt liefern.

Eine Umsetzung dieses Gesetzentwurfes würde dazu führen, dass die Attraktivität der Direktbelieferungen zurückgehen würde, ein adäquates Wirtschaften der Pharmagroßhändler und damit die vollumfängliche Versorgung der Apotheken mit Medikamenten sichergestellt würde.

Hier ist eine Entscheidung jedoch noch nicht in Sicht. Der Bundesverband der Arzneimittelhersteller (BAH) kündigte bereits Widerstand gegen die AMG-Novelle an. Der Verband sieht in den vorgeschlagenen Änderungen einen Eingriff in die Freiheit der Vertriebspolitik, was nicht durch EU-Recht gedeckt sei.

Großhandelsmarkt Ausland

Auf den ausländischen Märkten in denen die ANZAG über Tochterunternehmen aktiv ist, gestaltet sich das Wachstum deutlich dynamischer als in Deutschland und das bereits seit vielen Jahren. So konnte beispielsweise in Kroatien im Jahresverlauf 2008 bis zum dritten Quartal auf Preisbasis ein Marktwachstum von 9,1 % erreicht werden. In Rumänien lag das durchschnittliche jährliche Wachstum sogar bei 14 %, bei einem Anstieg von über 13 % in 2008. Dieses Wachstum soll sich auch in den nächsten Jahren auf einem hohen Niveau halten. Für die kommenden Jahre wird in Rumänien ein anhaltend hohes Marktwachstum von jährlich 12,5 % erwartet. Dies ist im Zusammenhang mit einem, verglichen mit Zentraleuropa, erwartet höheren Wirtschaftswachstum in den kommenden Jahren zu sehen, sowie einer weiteren Forcierung der Verbesserung des Gesundheitssystems, mit einer entsprechenden Erhöhung der Budgets für das Gesundheitswesen.

Auch in Litauen weist der Pharmamarkt ähnliche Wachstumspotenziale auf. Allein in den letzten fünf Jahren hat sich das Umsatzvolumen des litauischen Pharmamarktes nahezu verdoppelt. Wachstumsraten von durchschnittlich 10 % pro Jahr werden auch in den nächsten Jahren erwartet, auch wenn die Zeiten zweistelliger Zuwächse vorbei sein sollten. Zum Marktwachstum kommt jedoch in Litauen eine starke Steigerung der Medikamentenpreise hinzu. Diese haben sich seit dem Jahr 2001 nahezu verdoppelt, wobei der starke Anstieg vor allem in den vergangenen Jahren stattfand. Es wird erwartet, dass sich dieser Trend im Zuge des steigenden Wohlstands in Litauen weiter fortsetzen wird. Noch liegen die Medikamentenpreise rund ein Viertel unter dem EU-Durchschnitt, so dass noch einiges Aufholpotenzial gegeben ist. Auch in Litauen sind die Rohmargen daher deutlich interessanter als in Deutschland, wozu auch der niedrige Anteil der Direktbelieferungen von unter 5 % beiträgt.

Fremdbesitzverbot

Eine weitere entscheidende neue Wendung ergab sich Mitte Dezember 2008 mit einer vorläufigen Entscheidung über das deutsche Fremdbesitzverbot. Das Gesetz besagt, dass Apotheken inhabergeführt, also vom Apotheker selbst geführt sein müssen und keine Ketten von mehr als vier Apotheken existieren dürfen. Hier wittern einige Marktakteure einen Verstoß gegen die EU-weite Niederlassungsfreiheit. Immerhin rechneten 71 % der Apotheker damit, dass der Europäische Gerichtshof (EuGH) diese Regelung kippt. Dann wäre der Weg für Apothekenketten frei gewesen. Diesem wurde jedoch zunächst eine Absage erteilt. Der EuGH-Generalanwalt ist zu dem Schluss gekommen, dass im Fall des deutschen Apothekengesetzes kein Verstoß gegen die Niederlassungsfreiheit besteht, da die Versorgungssicherheit der Bevölkerung mit Medikamenten von übergeordneter Bedeutung sei. Zwar ist die Aussage des Generalanwalts nicht für den EuGH bindend, gilt aber in der Regel als Vorentscheidung, der in den meisten Fällen entsprechend gefolgt wird. Bis Herbst 2009 ist hier mit einer endgültigen Entscheidung des EuGH zu rechnen.

Damit hat ANZAG im Vorfeld der Entscheidung die richtigen Entscheidungen getroffen und nicht auf eine Kettenbildung gesetzt. Dies könnte im Gegensatz dazu nun Wettbewerber wie etwa Celesio in Schwierigkeiten bringen, die sich an der Online-Apotheke DocMorris beteiligte und auf einen Wegfall des Fremdbesitzverbotes spekulierte. Durch die fehlende Liberalisierung des Apothekenmarktes könnte sich die Übernahme von DocMorris nun als Fehlinvestment erweisen, zumindest was den deutschen Markt anbelangt.

Marktkonsolidierung

Von einer konjunkturellen Abschwächung ist die ANZAG dagegen weitestgehend unbeeinflusst. Sollten die Einkommen der Menschen sinken, wirkt sich dies vor allem auf den Selbstmedikationsmarkt aus, also auf rezeptfreie Medikamente. Vom Umsatzvolumen her wesentlich bedeutender ist jedoch der Markt für verschreibungspflichtige Medikamente und dieser zeichnet sich eher durch Konjunkturreistenz aus.

Jedoch bleibt auch der Pharmagroßhandel nicht ganz von einer konjunkturellen Eintrübung verschont. Dies gilt vor allem für kleinere Wettbewerber, die Absatzrückgänge härter und schneller zu spüren bekommen. Dies führt auch auf dem hart umkämpften deutschen Markt zu einer weiteren Konsolidierung. Schon im Frühjahr 2008 übernahm die Großhandelsgenossenschaft Noweda die W. Kapferer KG. Auch Wettbewerber Sanacorp hat das anorganische Wachstum im Inland vorangetrieben und mit der *von der Linde-Arzneimittel GmbH* fusioniert.

ANZAG hat sich dagegen bereits in den vergangenen Jahren auf das Wachstum in Auslandsmärkten konzentriert. Neben den schon bestehenden Tochtergesellschaften in Kroatien und Rumänien, erwarb ANZAG zum 01.09.08 nun eine weitere Beteiligung im Ausland. Für 92 % der Anteile an der litauischen JSC Armila, die knapp 62 Mio. € Umsatz pro Jahr erwirtschaftet, zahlte ANZAG 21,5 Mio. €. Wir bewerten diesen Schritt der konsequenten Fokussierung auf den Auslandsmarkt als richtig, da sich ANZAG damit zum einen dem deutschen Bieterwettbewerb in Deutschland um wenige Prozentpunkte Marktanteil entzieht und zum anderen ihre Position auf den wesentlich margenstärkeren osteuropäischen Märkten festigt.

SWOT - ANALYSE Andreae-Noris Zahn AG

Stärken

- Deutschlandweite Präsenz mit dichtestem Auslieferungsnetz der deutschen Pharmagroßhändler
- Starke Marktstellung als einer der größten Pharmagroßhändler in Deutschland
- Kooperationskonzept vivesco in 2008 erstmals profitabel
- Geplante Optimierung der Passivseite wird bilanzielle Situation verbessern
- Margenstarke Expansion ins Ausland durch Übernahme der JSC Armila erfolgreich vorangetrieben
- Stabile Aktionärsstruktur sichert weiteres strategisches Voranschreiten
- Managementteam jüngst weiter ausgebaut und gestärkt

Schwächen

- Sehr niedriges Margenniveau
- Bedingt durch einen geringen Free-Float ist die Aktie relativ illiquide
- Marktstellung in Deutschland ist schwer ausbaubar

Chancen

- Deutscher Markt weist oligopolistische Struktur auf, Marktstellung somit relativ stabil
- Wachstum der ausländischen Tochterunternehmen sowie deren Margen sind deutlich stärker als in Deutschland
- Weitere Beteiligungen in Auslandsmärkten könnten Ertragspotenzial erhöhen
- Abhängigkeit des Arzneimittelmarktes von der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung ist sehr gering
- Richtige strategische Entscheidung gegen Kettenbildung; Ablehnung der Kettenbildung in Deutschland durch den EuGH-Generalanwalt stärkt daher die Marktpositionierung von ANZAG
- Mögliche AMG-Novellierung könnte öffentlichen Versorgungsauftrag für Pharmagroßhandel festlegen, was Direktbelieferungen der Pharmahersteller eindämmen würde

Risiken

- Marktanteile in Deutschland relativ stabil verteilt, kaum externes Wachstumspotenzial im Inland durch Übernahmen möglich
- Arzneimittelmarkt unterliegt sehr starker Regulierung und Eingriffen in der Preisgestaltung bei Medikamenten
- Direktbelieferung der Apotheken durch die Industrie belastet noch die Margensituation der Pharmagroßhändler

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatzerlöse	3418,43	3683,10	3811,68	4002,27	4202,38
Sonstige betriebliche Erträge	19,50	33,47	26,92	20,00	25,00
Bruttoerlöse	3437,93	3716,57	3838,60	4022,27	4227,38
Materialaufwand	-3204,71	-3461,85	-3584,56	-3764,13	-3950,24
Rohertrag	213,73	221,25	227,12	238,14	252,14
Personalaufwand	-87,87	-98,91	-103,90	-104,00	-110,00
Abschreibungen	-10,35	-11,10	-10,78	-11,50	-12,00
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-91,01	-99,07	-111,25	-107,00	-110,00
Erträge aus Beteiligungen und Kommanditkapital	0,09	0,02	0,00	0,00	0,00
Finanzergebnis	-10,48	-15,61	-18,05	-18,00	-17,50
Aufwendungen aus Kommanditkapital	-0,37	-0,39	-0,41	-0,40	-0,35
Gewinnanteile aus at equity bilanzierten assoziierten Unternehmen	0,23	1,22	1,24	1,50	1,50
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	33,46	30,89	10,88	18,74	28,79
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-11,18	9,05	-3,63	-5,62	-8,64
Jahresüberschuss	22,28	39,94	7,25	13,11	20,16
Gewinnanteile Fremder	-0,02	-3,24	-0,01	-2,00	-3,00
Gesellschaftern der ANZAG zuzurechnendes Ergebnis	22,25	36,70	7,24	11,11	17,16
EBITDA	54,20	57,58	39,72	48,24	58,29
in %	1,59 %	1,56 %	1,04 %	1,21 %	1,39 %
EBIT	43,85	46,49	28,94	36,74	46,29
in %	1,28 %	1,26 %	0,76 %	0,92 %	1,10 %
Ergebnis je Aktie in €	2,08	3,52	0,68	1,04	1,61
Dividende je Aktie in €	1,45	1,45	1,10	1,10	1,10

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.08.2006	Bilanzstichtag: 31.08.2007	Bilanzstichtag: 31.08.2008
Operatives Anlagevermögen	151,890	153,860	151,756
Working Capital	479,073	504,753	491,017
Nettoverschuldung	319,301	314,132	313,221
Zinsbare Verbindlichkeiten	350,328	343,223	340,048
Finanzvermögen	31,027	29,091	26,827
Eigenkapitalquote in %	36,9 %	37,0 %	36,1 %
Gezeichnetes Kapital	32,035	32,035	32,035
Bilanzsumme	844,815	929,886	912,132

* gemäß Berechnungen GBC

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2007/08

in Mio. Euro	GJ 2007	Veränderung	GJ 2008
Umsatz Gesamt	3.683,10	+3,49 %	3.811,68
Umsatz - Deutschland	3.554,67	+2,79 %	3.653,73
Umsatz - Ausland	128,43	+22,99 %	157,95
EBITDA	57,58	-31,02 %	39,72
EBIT	46,49	-37,75 %	28,94
Konzernergebnis	36,70	-80,27 %	7,24
EPS in Euro	3,44	-80,27 %	0,68

Quelle: GBC, Andraee-Noris Zahn AG

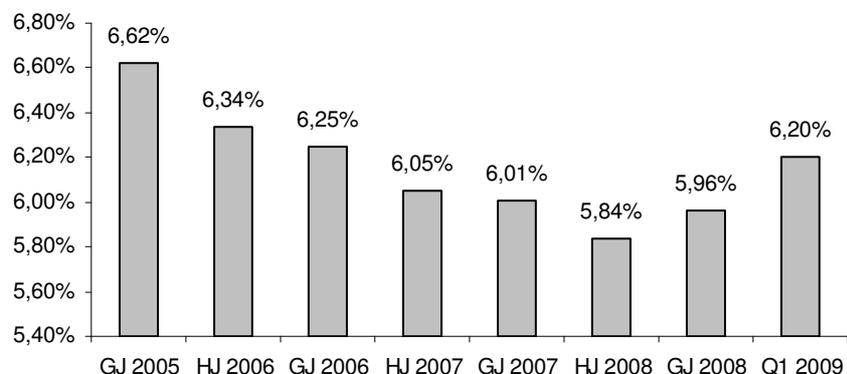
Umsatzbetrachtung

Trotz des anhaltend schwierigen Marktumfeldes ist es der ANZAG im abgelaufenen Geschäftsjahr gelungen, ihre Marktposition zu festigen. Die Umsatzerlöse konnten um 3,5 % auf 3,81 Mrd. € gesteigert werden. Die Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 128,58 Mio. € wurde zu 78,5 % vom deutschen Markt getragen. 21,5 % entfielen auf die ausländischen Tochtergesellschaften, die insgesamt einen noch kleinen Umsatzbeitrag von 4,1 % beisteuern. Mit der Übernahme der litauischen JSC Armila sollte sich der Auslandsbeitrag im laufenden Geschäftsjahr 2009 weiter auf über 5 % erhöhen. Im deutschen Großhandelsgeschäft wurde eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 2,6 % erreicht. Damit lag das Wachstum leicht unter dem Marktwachstum des pharmazeutischen Großhandels von 3,5 %, was auf den anhaltend starken Wettbewerb, besonders im ersten Halbjahr, zurückzuführen ist.

Ergebnisbetrachtung

Die Margenentwicklung der ANZAG und des gesamten pharmazeutischen Großhandelsmarktes ist seit Jahren rückläufig. Dafür sind neben der steigenden Anzahl der Direktbelieferungen auch die sinkenden Medikamentenpreise und die hohe Wettbewerbsintensität verantwortlich.

Historische Entwicklung der Rohmarge



Quelle: GBC, ANZAG

ANZAG hat es im abgelaufenen Geschäftsjahr geschafft, den Margenverfall stark zu bremsen. Nachdem die Rohmarge im Vorjahr bei 6,01 % lag, wurde nun ein Wert von 5,96 % erreicht, was einer Abschwächung gegenüber dem Vorjahr von lediglich 0,05 % entspricht. Hierbei machte sich eine Entspannung der Wettbewerbssituation bemerkbar, die in ei-

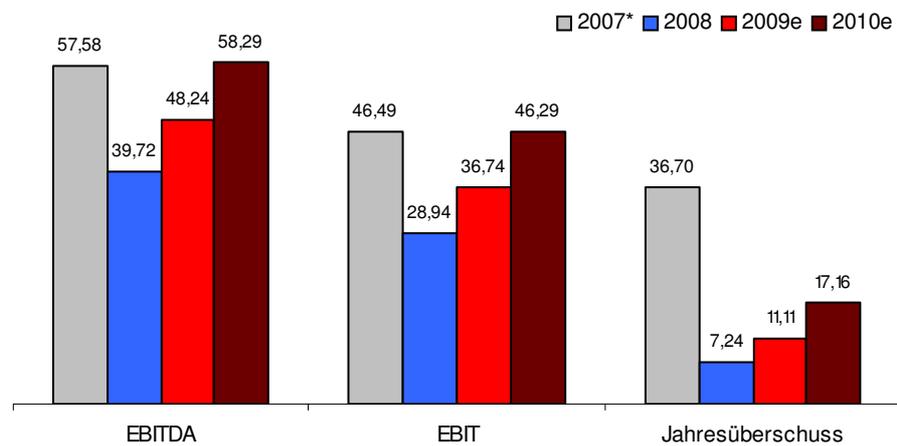
ner erfolgreichen Reduzierung der Rabatte zu Grunde liegt. Absolut stieg der Rohertrag um 2,7 % von 221,25 Mio. € auf 227,12 Mio. €. In den ausländischen Tochtergesellschaften liegt die Rohertragsmarge deutlich höher als in Deutschland. Beispielsweise lag diese in der vollkonsolidierten Farmexpert in 2008 bei 14,1 %.

Die zufriedenstellende Entwicklung beim Rohertrag konnte jedoch nicht auf die weiteren Ergebnisstufen übertragen werden, wofür verschiedene Gründe verantwortlich waren. Beispielsweise fielen die sonstigen betrieblichen Erträge im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich niedriger aus. Der Rückgang von 33,47 Mio. € auf 26,92 Mio. € ist im Wesentlichen mit niedrigeren Währungsgewinnen zu begründen. Nachdem im Vorjahr in Rumänien und Kroatien Währungsgewinne in Höhe von 8,00 Mio. € erzielt werden konnten, waren es in 2008 nur noch 1,24 Mio. €.

Auch bei den Personalaufwendungen mussten Steigerungen verzeichnet werden. Zwar war die Mitarbeiterzahl in Deutschland leicht rückläufig, jedoch wurde der Personalbestand in Rumänien dagegen wachstumsbedingt ausgebaut. Insgesamt erhöhte sich der Personalbestand um 5 auf 3.517 Mitarbeiter. Außerdem wirkten sich Tarifierhöhungen in Deutschland für den Groß- und Außenhandel aus. Im Sommer erhöhen sich die tariflichen Löhne im Schnitt um über 2,0 %.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren vor allem durch Sondereffekte geprägt. Die Insolvenz eines Großkunden hatte zur Folge, dass Forderungen in Höhe von 5,6 Mio. € wertberichtigt werden mussten. Insgesamt lagen die Wertberichtigungen im Jahresverlauf damit bei 7,7 Mio. €. Zudem wurden Wechselkursverluste bei der rumänischen Tochtergesellschaft in Höhe von 1,6 Mio. € verbucht, wogegen im Vorjahr noch ein deutlicher Ertrag von 8,0 Mio. € stand.

Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC, ANZAG, *Jahresüberschuss in 2007 inkl. Einmaligen Steuerertrag i.H.v. 13,0 Mio. €

Entsprechend fielen die Ergebniskennzahlen deutlich schwächer aus als im Vorjahr. Das EBITDA sank von 57,58 Mio. € auf 39,72 Mio. €, was einem Rückgang von 31,0 % entspricht. Die Abschreibungen verharrten mit 10,78 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau. Das EBIT lag entsprechend mit 28,94 Mio. € ebenfalls deutlich unter dem Vorjahr. Wesentlich zum Rückgang beigetragen haben dabei die schwächeren Ergebnisbeiträge der ausländischen Tochtergesellschaften. Der Beitrag der Töchter reduzierte sich jedoch ausschließlich wechselkursbedingt von 13,0 Mio. € auf 3,9 Mio. € und spiegelt damit nicht die sehr gute operative Entwicklung dieser Gesellschaften wider, denn diese arbeite-

ten auf Basis der jeweiligen Landeswährung auch im Geschäftsjahr 2008 erneut sehr profitabel. In der rumänischen Tochter Farmexpert notiert die EBIT-Marge bei 1,2 % und damit rund 0,5 % über der EBIT-Marge des deutschen Mutterkonzerns im Geschäftsjahr 2008.

Die Zinsbelastung lag mit –18,46 Mio. € zudem höher als im Vorjahr, als –15,78 Mio. € anfielen. Der Anstieg der Zinsaufwendungen rührt aus den verteuerten Finanzierungskonditionen im Rahmen der Finanzkrise sowie einer höheren durchschnittlichen Kapitalbindung.

Da der positive Steuereffekt des Vorjahres nicht mehr anfiel, wurde ein effektiver Steuersatz von 33,4 % fällig. Im Vorjahr führte ein positiver Steuereffekt aus der Aktivierung abgezinster Korperschaftssteuerguthaben zu einem einmaligen Steuerertrag in Höhe von 13,0 Mio. €, woraus netto eine Ertragssteuererstattung resultierte.

Ergebnisanteile Dritter, welche die rumänische Tochtergesellschaft betreffen, fielen im abgelaufenen Geschäftsjahr nur in sehr unwesentlicher Höhe an, was auf die Wechselkursentwicklung der rumänischen Leu gegenüber dem Euro zurückzuführen ist. Der Jahresüberschuss nach Minderheiten lag mit 7,24 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 36,70 Mio. €.

Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 2009

Im ersten Quartal 2009, das von September bis Ende November 2008 andauerte, bewies sich der deutsche Arzneimittelmarkt abermals als Wachstumsmarkt. So konnte der Arzneimittelmarkt um 2,0 % zulegen und stieg damit kräftiger als im Vorjahreszeitraum, in dem ein Wachstum von 1,2 % festgestellt wurde.

Die ANZAG konnte von dem Marktwachstum profitieren. Die Umsatzerlose kletterten mit 2,2 % auf 989,3 Mio. € und legten damit überproportional zum Marktwachstum zu. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass im ersten Quartal erstmalig die neue Tochtergesellschaft JSC Armila konsolidiert wurde und einen Umsatzbeitrag von 18,5 Mio. € leistete. Bereinigt um diesen betrug das organische Wachstum im ersten Quartal rund 0,3 %.

Weiterhin erfreulich entwickelte sich auch der Rohertrag. Die Steigerung um 10,4 % auf 61,1 Mio. € bedeutet eine Rohertragsmarge von 6,2 %, die damit auf einem Niveau wie zuletzt im Jahr 2006 liegt. Die Verbesserung ist im Zusammenhang mit einer weiteren Optimierung der Konditionen gegenüber den Kunden zu sehen.

Auch unterm Strich machte sich die Steigerung des Rohertrags bemerkbar. Das Nachsteuerergebnis konnte von 1,9 Mio. € im Vorjahreszeitraum auf 5,5 Mio. € im ersten Quartal 2009 gesteigert werden. Auch hier spielt die Übernahme der profitablen JSC Armila eine Rolle.

Der operative Cash-Flow fiel im ersten Quartal negativ aus, was auf eine saisonal bedingt höhere Bindung des Working Capitals zurückzuführen ist. Vor den Wintermonaten wird regelmäßig ein erhöhter Lagerbestand an entsprechenden Arzneimitteln aufgebaut (z.B. Grippemedikamente), der sich jedoch im Frühjahr und Sommer wieder normalisiert. Dennoch konnte gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine um 25,7 Mio. € optimierte Kapitalbindung im Working Capital realisiert werden.

Bilanzielle und finanzielle Situation

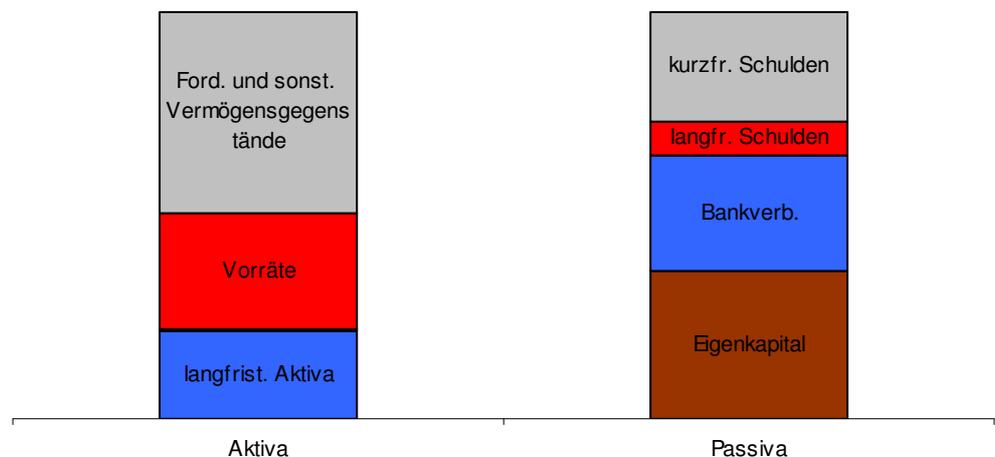
Die bilanzielle Situation der ANZAG stellt sich weiterhin als sehr solide dar. Die Eigenkapitalquote beträgt (ohne Minderheiten) 35,5 %, was sogar leicht über dem Branchenschnitt liegt. Auf Grund des schwächeren Überschusses war das Eigenkapital von 344,48 Mio. € auf 329,55 Mio. € rückläufig.

Bei den Verbindlichkeiten gegenüber Banken gab es zum Vorjahresstichtag kaum Veränderungen. Der Kreditbestand stieg leicht um 1,65 Mio. € auf 260,50 Mio. € an. Damit liegt die Summe der Bankdarlehen deutlich unter dem Wert des Eigenkapitals. Der kurzfristige Teil der Darlehen macht dabei 60,6 % der Gesamtkredite aus. Dass die Finanzierungssituation solide ist, zeigt sich auch an den Verschuldungskennzahlen. So konnte der statische Verschuldungsgrad (FK/EK) gegenüber dem Vorjahr mit 1,8 nahezu konstant gehalten werden. Der dynamische Verschuldungsgrad (Netto-Finanzschulden/operativer Cash-Flow) wurde gegenüber dem Vorjahr sogar von 8,8 auf 8,2 verbessert. Die durchschnittliche Verzinsung der Kredite beläuft sich weiterhin auf rund 5,0 % und ist damit als sehr günstig zu beurteilen, auch wenn die Zinssätze im Rahmen der Finanzkrise eine leicht steigende Tendenz aufweisen.

Der Kreditbestand konnte stabil gehalten werden, obwohl sich das Investitionsvolumen gegenüber dem Vorjahr um 85,2 % auf 15 Mio. € erhöht hat. Insbesondere wurde eine neue Niederlassung im Allgäu gebaut und die Niederlassung Bremen modernisiert. Auch in die rumänische Tochtergesellschaft wurde investiert. Die Finanzierung erfolgt weitestgehend aus dem Cash-Flow.

Die Passivseite soll jedoch in den kommenden Quartalen einer weiteren Optimierung unterzogen werden. Während aktuell noch keine konkreten Maßnahmen bekannt sind, wären z.B. eine Kapitalerhöhung, Factoring, Schuldscheindarlehen oder Sondertilgungen von Darlehen zur Optimierung der Kapitalstruktur denkbar.

Bilanzstruktur



Quelle: GBC, ANZAG

Auf der Aktivseite dominieren die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Vorräte. Während die Forderungen bedingt durch die geringeren Arbeitstage im August 2008 um 3,7 % auf 435,5 Mio. € rückläufig waren, stiegen die Vorräte um 1,3 % auf 260,8 Mio. € an.

Bei den Vorräten ist zu berücksichtigen, dass diese, der bilanzierten Höhe nach, die Bankverbindlichkeiten vollständig abdecken, was im Umkehrschluss bedeutet, dass die bestehenden Kredite im Falle eines vollständigen Abverkaufs des Vorratsbestandes vollumfänglich zurückgeführt werden könnten.

Im Bereich der Forderungen könnte es bei der ANZAG in Kürze zu einer maßgeblichen Veränderung kommen. Es ist geplant, einen großen Teil der Forderungen (bis zu 30 %) im Rahmen eines Factorings zu verkaufen. Dies würde eine massive Verbesserung der Kapitalbindung im Bereich des Working Capitals mit sich bringen, da die Liquidität sofort zur Verfügung stehen würde und beispielsweise zur Tilgung von Verbindlichkeiten genutzt werden könnte. Dies wiederum würde eine Optimierung der Passivseite im Zuge einer weiteren Verbesserung der Eigenkapitalquote nach sich ziehen. Darüber hinaus ist dies nicht nur im Zuge eines einmaligen Forderungsverkaufs zu sehen, sondern es sollen dauerhaft entstehende Forderungen verkauft werden, um einen nachhaltigen Effekt auf das Working Capital zu erzielen.

Die Sachanlagen erhöhten sich von 124,23 Mio. € auf 126,52 Mio. €, was im Zuge des Neubaus im Allgäu und der Modernisierung der Niederlassung in Bremen zu sehen ist.

Bilanzielle Entwicklung im ersten Quartal 2009

Die bilanzielle Entwicklung im ersten Quartal 2009 ist zum einen auf den saisonalen Anstieg der Vorräte und Forderungen zurückzuführen. Vor den Wintermonaten wird regelmäßig ein erhöhter Lagerbestand an entsprechenden Arzneimitteln aufgebaut, der sich über das erste und zweite Quartal in einem erhöhten Vorratsbestand äußert, sich jedoch im Frühjahr und Sommer wieder normalisiert.

Zum anderen trug die Übernahme von 92 % der Anteile an der litauischen JSC Armila, die im ersten Quartal erstmalig konsolidiert wurde, zum Anstieg der Bilanzsumme bei. Unter anderem wurde im Rahmen der Erstkonsolidierung ein Goodwill in Höhe von 11,4 Mio. € bilanziert.

Prognose und Modellannahmen

Die eigenen als auch unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2008 erreichte die ANZAG leider nicht. Zwar lag die Umsatzprognose bei rund 3,9 Mrd. € und wurde damit nur leicht untertroffen, jedoch sollte ein Ergebnis auf Vorjahresniveau erzielt werden. Mit einem Vorsteuergewinn von 10,88 Mio. € wurde dieses Ziel jedoch deutlich verfehlt. Auch unsere Prognosen wurden, sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig, verfehlt (siehe Tabelle nächste Seite).

Entsprechend dieser Entwicklung passen wir unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2009 nach unten an. Die Umsatzprognosen nehmen wir von zuvor 4,1 Mrd. € auf 4,0 Mrd. € zurück, gehen aber trotzdem davon aus, dass eine Steigerung von 5 % gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr möglich ist. Damit entsprechen wir den Erwartungen des Unternehmens, das im laufenden Geschäftsjahr ebenfalls von einem Wachstum in dieser Größenordnung ausgeht. In dieser Erwartung ist bereits die Konsolidierung der JSC Armila berücksichtigt. Entsprechend erwarten wir ein organisches Wachstum von 3,0 bis 3,5 %.

Bei der Rohmarge gehen wir konservativ davon aus, dass sich diese auf dem Niveau des abgelaufenen Geschäftsjahres von etwas unter 6,0 % bewegen wird, auch wenn im ersten Quartal inzwischen bereits eine Rohmarge von 6,2 % erreicht wurde. Bis entsprechende Auswirkungen aus einer Gesetzesumsetzung des Referenzenentwurfes zur AMG-Novellierung greift, kann durchaus noch einige Zeit verstreichen, so dass diese Möglichkeit noch keine Berücksichtigung findet. Jedoch ist festzuhalten, dass eine diesbezügliche Änderung des AMG zu einer deutlichen Verbesserung der Rohmargensituation bei der ANZAG führen und damit auch erhebliche Ergebnissteigerungen nach sich ziehen könnte.

Auch bei den erwarteten Ergebniskennzahlen nehmen wir Anpassungen nach unten vor. So stufen wir unsere EBIT-Prognose von 44,6 Mio. € auf 36,74 Mio. € zurück. Dennoch sehen wir auch beim EBIT ein deutliches Steigerungspotenzial gegenüber 2008 von über 25 %. Hierfür verantwortlich sind vor allem die Entwicklung der Personalkosten sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. In 2009 erwarten wir einen leichten Rückgang des Mitarbeiterbestandes. Diese Tendenz hat sich bereits im ersten Quartal gezeigt, wurde jedoch durch die Übernahme der JSC ausgeglichen. Daher erwarten wir für 2009 stagnierende Personalaufwendungen und eine auf 2,6 % sinkende Personalkostenquote.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren in 2008 durch Sonderbelastungen, insbesondere durch Forderungsausfälle, geprägt. Unter der Annahme, dass dies im laufenden Geschäftsjahr in diesem Umfang nicht noch einmal eintritt, gehen wir von sinkenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen aus. Nach 111,3 Mio. € in 2008 erwarten wir für 2009 nur noch 107,0 Mio. €, bzw. 2,67 % der Umsatzerlöse und damit ein wieder normalisiertes Niveau. Einflüsse aus Währungsschwankungen haben keinen Eingang in unsere Prognosen gefunden, weder in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, noch den sonstigen betrieblichen Erträgen. Diese könnten jedoch einen erheblichen Einfluss auf die Ergebnissituation haben. Durch ein verstärktes Hedging, was zuletzt beschlossen wurde, könnten die Wechselkurseinflüsse zudem geglättet werden.

Während wir bei den Abschreibungen von einer leichten Erhöhung auf 11,5 Mio. € ausgehen, was im Zusammenhang mit den Investitionen in die Nie-

derlassungen sowie den Erwerb der JSC Armila zu sehen ist, sollte das Zinsergebnis stabil zum Jahr 2008 bleiben. Zwar erhöht sich der Zinsaufwand durch die Akquisition zunächst nochmals leicht, wir erwarten jedoch, dass sich dies und die inzwischen erhöhten Finanzierungskosten mit der geplanten Optimierung der Fremdkapitalseite die Waage halten werden.

Das Vorsteuerergebnis sollte unserer Einschätzung nach dann bei 18,24 Mio. € liegen. Davon sollte die neu akquirierte JSC Armila bereits einen Beitrag im unteren einstelligen Millionenbereich beisteuern können. Beim Steueraufwand erwarten wir einen unveränderten effektiven Steuersatz von 30 %. Unter Vorbehalt ähnlicher Währungsentwicklung wie in 2008 sollten in 2009 auch wieder ein „anderen Gesellschaftern zustehendes Ergebnis“ anfallen, zumal die Hedgingaktivitäten zum Ausgleich zukünftiger Währungsschwankungen ausgeglichen werden sollen. Wir rechnen in 2009 mit einem den Minderheiten zustehenden Ergebnis in Höhe von 2 Mio. €. Den Jahresüberschuss nach Minderheiten sehen wir bei 11,11 Mio. €. Damit liegt die erwartete Steigerung gegenüber 2008 bei über 50 %.

In Mio. €	2008e Prognose GBC	2008 tatsächlich	2009e (alt)	2009e (neu)	2010 (alt)	2010 (neu)
Umsatz	3.867,25	3.811,68	4.120,62	4.002,27	4.244,23	4.202,38
EBITDA	45,95	39,72	56,60	48,24	63,66	58,29
EBIT	34,70	28,94	44,60	36,74	51,65	46,29
Konzernjahresüberschuss n. Minderh.	12,74	7,24	19,32	11,11	-	17,16

Quelle: GBC

Auch im Geschäftsjahr 2010 zeigt sich ein ähnliches erwartetes Bild. Zwar revidieren wir unsere bisherigen Schätzungen nach unten, trauen dem Unternehmen jedoch erneut eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse um 5,0 % und überproportionale Ergebnissteigerungen zu, ausgehend vom Geschäftsjahr 2009. Das EBIT erwarten wir entsprechend in 2010 bei 46,29 Mio. €. Neben der Umsatzausweitung gehen wir für 2010 davon aus, dass die Rohertragsmarge auf 6 % gesteigert werden kann. Hintergrund dafür sollte die anhaltende erwartete dynamische Entwicklung der ausländischen Tochterunternehmen sein, die einen deutlich besseren Margenbeitrag liefern, als in Deutschland. Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gehen wir in 2010 davon aus, dass eine leichte Verbesserung in Relation zum Umsatz in Höhe von 0,05 % auf 2,62 % erreicht werden kann. Absolut gesehen rechnen wir mit sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2010 von 110,0 Mio. €. Auch beim Zinsergebnis gehen wir von weiteren Verbesserungen in 2010 aus, die sich auf Grund der Optimierung der Fremdkapitalpositionen einstellen sollte. Die Erwartungen für den Jahresüberschuss haben wir für 2010 mit 17,16 Mio. € erstmalig konkret geschätzt.

Die Prognosen sind als sehr konservativ zu betrachten und zeichnen unserer Ansicht nach ein sehr vorsichtiges Szenario. Allerdings ist das abgelaufene Geschäftsjahr massiv durch einmalige Sondereffekte beeinflusst gewesen. Bereinigt um diese unterstellen wir demnach kein Ergebniswachstum im laufenden Geschäftsjahr. Dass dies eine sehr vorsichtige Planung ist, beweisen die Zahlen der ersten drei Monate des neuen Geschäftsjahres. Es konnte sowohl ein leichtes Umsatz-, als auch starkes Ergebniswachstum ausgewiesen werden. Bei einem weiteren derartigen Verlauf des weiteren Geschäftsjahres, werden wir unsere Prognosen entsprechend nach oben anpassen.

Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der ANZAG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,00 % (zuvor: 4,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,96 (zuvor: 1,14).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,28 % (zuvor: 10,27 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich durchschnittlich auf 5,00 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 45 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,72 % (zuvor: 6,60 %).

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	8,28 %
Gewicht in %	45,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	55,00 %
Taxshield in %	27,88 %
WACC	5,72 %

DCF Bewertung

Die ANZAG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2009 bis 2010 in Phase Eins (siehe auch Seiten 14-15), erfolgt in den Jahren 2011 bis 2016 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 5,72 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 25,27 € (bisher: 31,15 €)**.

Andreae-Noris Zahn AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	1,5%	ewige EBITA - Marge	1,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	11,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	Endwert
Umsatz (US)	4002,27	4202,38	4328,45	4458,30	4592,05	4729,81	4871,71	5017,86	
US Veränderung	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	23,54	24,58	24,58	24,58	24,58	24,58	24,58	24,58	
EBITDA	48,23	58,29	64,93	66,87	68,88	70,95	73,08	75,27	
EBITDA-Marge	1,2%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
EBITA	36,73	46,29	52,92	54,51	56,15	57,83	59,56	61,35	
EBITA-Marge	0,9%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Steuern auf EBITA	-11,02	-13,89	-15,88	-16,35	-16,84	-17,35	-17,87	-18,41	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	25,71	32,40	37,05	38,16	39,30	40,48	41,70	42,95	
Kapitalrendite	4,0%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Working Capital (WC)	484,00	500,00	515,09	530,54	546,45	562,85	579,73	597,13	
WC zu Umsatz	12,1%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
Investitionen in WC	7,02	-16,00	-15,09	-15,45	-15,92	-16,39	-16,89	-17,39	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	170,00	171,00	176,13	181,41	186,86	192,46	198,24	204,18	
AFA auf OAV	-11,50	-12,00	-12,00	-12,36	-12,74	-13,12	-13,51	-13,92	
AFA zu OAV	6,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-29,74	-13,00	-17,13	-17,65	-18,18	-18,72	-19,28	-19,86	
Investiertes Kapital	654,00	671,00	691,22	711,95	733,31	755,31	777,97	801,31	
EBITDA	48,23	58,29	64,93	66,87	68,88	70,95	73,08	75,27	
Steuern auf EBITA	-11,02	-13,89	-15,88	-16,35	-16,84	-17,35	-17,87	-18,41	
Investitionen gesamt	-22,73	-29,00	-32,22	-33,10	-34,09	-35,12	-36,17	-37,26	
Investitionen in OAV	-29,74	-13,00	-17,13	-17,65	-18,18	-18,72	-19,28	-19,86	
Investitionen in WC	7,02	-16,00	-15,09	-15,45	-15,92	-16,39	-16,89	-17,39	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	14,49	15,40	16,83	17,42	17,94	18,48	19,04	19,61	744,17
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	603,81	622,94							
Barwert expliziter FCFs	99,65	89,94							
Barwert des Continuing Value	504,16	533,00							
Nettoschulden (Net debt)	328,48	342,32							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	275,33	280,62							
Fremde Gewinnanteile	-5,46	-5,56							
Wert des Aktienkapitals	269,87	275,06							
Ausstehende Aktien in Mio.	10,678	10,678							
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,27	25,76							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,96
Eigenkapitalkosten	8,3%
Zielgewichtung	45,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	55,0%
Taxshield	27,9%
WACC	5,7%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,2%
5,0%	26,28	22,07	18,44	15,28	12,50
5,2%	30,37	25,80	21,86	18,43	15,41
5,5%	34,45	29,52	25,27	21,57	18,33
5,7%	38,53	33,25	28,69	24,72	21,24
6,0%	42,61	36,97	32,11	27,87	24,16

Fazit

Das Marktumfeld, in dem sich die ANZAG bewegt, ist weiterhin schwierig. Neben dem anhaltend starken Wettbewerb ist auch das regulatorische Umfeld sehr markant. Durch verschiedene Gesetze wurde in den vergangenen Jahren begünstigt, dass bei Arzneimitteln ein anhaltender Preisverfall zu spüren ist. Zudem ist ebenfalls seit Jahren ein steigender Trend bei Direktbelieferungen zu beobachten. Die Mischkalkulation des Großhandels aus hoch- und niedrigpreisigen Artikeln geht damit zunehmend nicht mehr so auf wie früher. Dies belastet den pharmazeutischen Großhandel merklich und verursacht rückläufige Rohmargen.

Der Arzneimittelmarkt weist dennoch ein konstant starkes Wachstum auf. In den letzten Jahren wurde ein durchschnittliches Wachstum von 4,8 % gemessen. In diesem Umfeld schaffte es ANZAG auch erneut, ihre Marktposition zu festigen und ein Umsatzwachstum von 3,5 % zu erzielen. Ergebnisseitig belasteten zum einen die oben beschriebenen Marktgegebenheiten sowie Sondereffekte. Vor allem die Insolvenz eines großen Kunden verursachte eine außerordentliche Ergebnisbelastung von 5,6 Mio. €. Aber auch Währungsverluste spielten dabei eine wesentliche Rolle.

Insgesamt konnte die ANZAG die Prognosen jedoch nicht erfüllen. Zunächst war vorgesehen, ein Ergebnis auf dem Niveau des Vorjahres zu erreichen. Tatsächlich führten das schwierige Marktumfeld und die Sonderbelastungen dazu, dass das EBIT mit 29,34 Mio. € deutlich unter dem Vorjahr lag, als 46,87 Mio. € erzielt wurden. Auch unterm Strich musste ein deutlicher Rückgang verzeichnet werden. Das Konzernergebnis nach Minderheiten lag mit 7,24 Mio. € unter dem Vorjahreswert von 36,70 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Ergebnis im Vorjahr durch einen positiven Steuereffekt in Höhe von 13 Mio. € begünstigt wurde.

Unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 haben wir auf Grund des schwächeren Geschäftsjahres 2008 zurückgenommen. Wir gehen zwar weiterhin von Wachstumsraten in Höhe von rund 5 % für die kommenden beiden Jahre aus, haben aber die Ergebnisschätzungen reduziert. Nach einem EBIT von zuvor 44,60 Mio. € für 2009 gehen wir nun davon aus, dass ein Wert von 36,74 Mio. € erreicht wird. Dabei ist zu beachten, dass wir bei den Schätzungen von einem sehr vorsichtigem Szenario ausgegangen sind. Die ersten Monate des neuen Geschäftsjahres sind schon einmal sehr zufriedenstellend verlaufen. Es wurden sowohl Umsatz- als auch Ergebnissteigerungen erreicht.

Die jüngsten Turbulenzen an den Börsen haben auch die Aktie der ANZAG nicht verschont. Der Kurs verlor seit Anfang Oktober über 50 % an Wert. Damit ergeben sich unserer Ansicht nach jetzt gute Einstiegschancen. Das Geschäftsmodell, das stetige Marktwachstum und die konservativen Schätzungen berücksichtigt, ist ein 2009er KGV von 18 als nicht teuer einzuschätzen. Zudem zahlt ANZAG eine Dividende von 1,10 €, was einer Dividendenrendite von 6 % entspricht. Das Kursziel für die Aktie sehen wir bei 25,27 €, womit sich eine Unterbewertung von über 30 % ergibt. Zwar revidieren wir damit unser bisheriges Kursziel von 31,15 € nach unten, stufen die Aktie aber auf Grund des starken Kursrückgangs und des damit verbundenden Kurspotenzials von HALTEN auf KAUFEN.

Anhang

§1 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 verwendet, 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 Angebotschreiben 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.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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 (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm., Chef-Analyst

§ 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.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@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