

14.05.2009 Andreae-Noris Zahn AG ^{5*}

KAUFEN

Kursziel: 25,76 Euro

Kurs: 19,40 Euro
14. Mai 2009
Frankfurt, 09:09 Uhr

Letztes Rating
(Kursziel):

Kaufen (25,27 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. 14

Unternehmensprofil:

Branche: Pharmagroßhandel
Fokus: Pharmagroßhandel,
Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2.572 (28.02.2009)

Firmensitz: Frankfurt/Main

Gründung: 1841

Vorstandsvorsitzender:
Dr. Thomas Trümper

WKN: 504700

ISIN: DE0005047005

Börsenkürzel: ANZ.FSE

Anzahl Aktien: 10,68 Mio.

Marktkap.: 207,15 Mio. Euro

Streubesitz: 8,38 %

52 W Hoch: 35,29 Euro

52 W Tief: 15,31 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 13.791 €.*

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

504700 ANZ, Tageschart [Close] - 15.05.2008 - 14.05.2009 - 19.4



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	7,47%	7,47%	5,67%	5,67%	5,67%
Kennzahlen					
EV/Sales	0,15	0,14	0,14	0,13	0,13
EV/EBITDA	9,77	9,16	13,24	10,90	9,02
KGV	9,31	5,64	28,60	18,64	12,08
KBV (31.08.2008)	0,64				

Highlights:

- Akquisition der UAB Armila sorgt für anorganisches Wachstum
- Rohertragsmarge signifikant um 0,56 % auf 6,45 % gesteigert
- Deutliche Ergebnisverbesserung gegenüber Vorjahr
- Verbessertes Working Capital-Management erhöht Cash-Flow merklich und treibt den Abbau der Verschuldung voran
- Kursziel auf Grund des Roll-overs von 25,27 € auf 25,76 € angehoben
- Rating bleibt weiterhin KAUFEN

Unternehmen

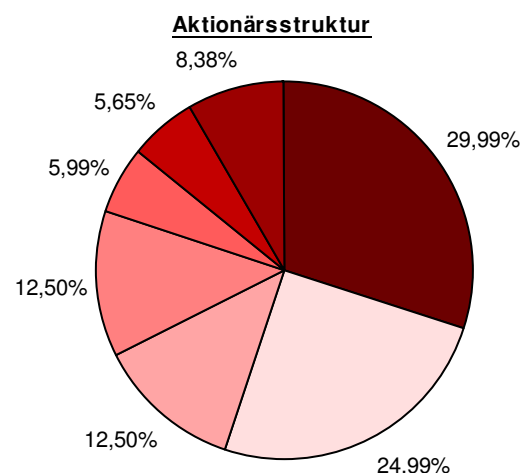
Profil

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 Cellesio 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 Cellesio und Phoenix halten jeweils 12,50 %. Der Streubesitz beläuft sich bei der ANZAG auf 8,38 %.

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Quartalsabschluss Q3 2008/09	15. Juli 2009

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 1. HJ 2009

in Mio. Euro	HJ 2008	Veränderung	HJ 2009
Umsatz Gesamt	1.924,3	+2,9 %	1.980,3
Umsatz - Deutschland	1.852,7	-0,3 %	1.847,9
Umsatz - Ausland	72,1	+83,6 %	132,4
EBITDA	17,9	+80,4 %	32,3
EBIT	12,5	+112,8 %	26,6
Konzernergebnis	2,5	+416,0 %	12,9
EPS in Euro	0,29	-	1,15

Quelle: GBC, Andraee-Noris Zahn AG

Umsatzbetrachtung

Die ANZAG konnte im ersten Halbjahr des zum 31.08.2009 endenden Geschäftsjahres 2009 die Umsatzerlöse um 2,9 % auf 1.980,3 Mio. € steigern. Dabei zeigt sich innerhalb der zwei Segmente In- und Ausland ein differenziertes Bild. Während bei den Inlandsumsätzen mit 1.847,9 Mio. € ein Niveau nahe dem Vergleichszeitraum im Vorjahr erzielt wurde, stiegen die Umsatzerlöse der ausländischen Tochtergesellschaften um 83,6 % auf 132,4 Mio. € an. Hierbei ist jedoch die Konsolidierung der litauischen UAB Armila zum Geschäftsjahresbeginn zu berücksichtigen. Diese trug einen Umsatz von 36,4 Mio. € bei. Diesen Konsolidierungseffekt herausgerechnet ergibt sich ein Wachstum im Ausland von 33,1 % und auf Konzernbasis von 1,0 %. Damit ist das Wachstum wesentlich durch die Auslandstöchter getragen.

Der Hintergrund des gebremsten organischen Wachstums der Umsatzerlöse ist auch in der allgemeinen wirtschaftlichen Verlangsamung zu sehen. Auch am Arzneimittelmarkt geht die konjunkturelle Delle nicht spurlos vorbei. Dabei ist nicht das verschreibungspflichtige Segment betroffen, sondern vielmehr die nicht verschreibungspflichtigen Medikamente. Die sinkenden Einkommen und unsicheren Zukunftserwartungen der Menschen wirken sich direkt auf die Selbstmedikation aus. Auch hier wird eingespart. In diesem Bereich wurde im ersten Halbjahr 2009 ein Rückgang der Umsätze um 1,5 % verzeichnet. Bei ANZAG tragen verschreibungsfreie Medikamente jedoch nur einen geringen Anteil von 20 % zu den Gesamtumsatzerlösen bei.

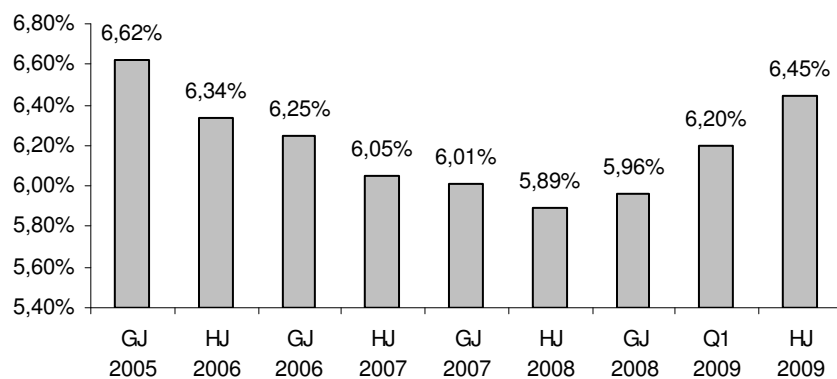
Die Auswirkungen der Konjunkturkrise bei den verschreibungsfreien Medikamenten wirkten sich in der Folge auch auf den gesamten Arzneimittelmarkt aus, der im ersten Halbjahr 2009 wieder deutlich verlangsamt wuchs. Nachdem noch im Geschäftsjahr 2008 ein Anstieg des Arzneimittelmarktes von 5,3 % verzeichnet wurde, fiel das Wachstum nun auf 2,0 % zurück, lag damit aber noch immer über der Wachstumsrate in 2007 von 1,2 %.

Hinzu kommen weiterhin steigende Direktbelieferungen der Pharmahersteller sowie die anhaltende Wirkung des AVWG und GKV-WSG (siehe Researchstudie (Anno) vom 09.02.2009). Hier hat sich der Trend bislang noch nicht gedreht, so dass weiterhin Preisrückgänge spürbar sind. In der Folge wirkten sich diese derart aus, dass es beim Pharmagroßhandel zwar zu einer mengenmäßigen Steigerung der ausgelieferten Packungen verschreibungspflichtiger Medikamente um 2,8 % kam, die Umsatzerlöse der Branche jedoch lediglich um 1,5 % zulegten.

Ergebnisbetrachtung

Der positive Trend bei der Rohmargenentwicklung konnte auch im zweiten Quartal 2009 fortgesetzt werden. Nach einer Rohmarge von 5,96 % im Geschäftsjahr 2008 wurde diese nun im ersten Halbjahr nochmals kräftig auf 6,45 % erhöht. Der Hintergrund dieser guten Entwicklung ist in der erfolgreichen Optimierung der Konditionen gegenüber Kunden zu sehen. Auch der gesteigerte Anteil der ausländischen Tochtergesellschaften, unter anderem durch die Übernahme der UAB Armila, trug zur Steigerung bei. Die Rohertragsmargen der osteuropäischen Töchter liegen signifikant höher als bei der deutschen Muttergesellschaft.

Historische Entwicklung der Rohmarge



Quelle: ANZAG, GBC

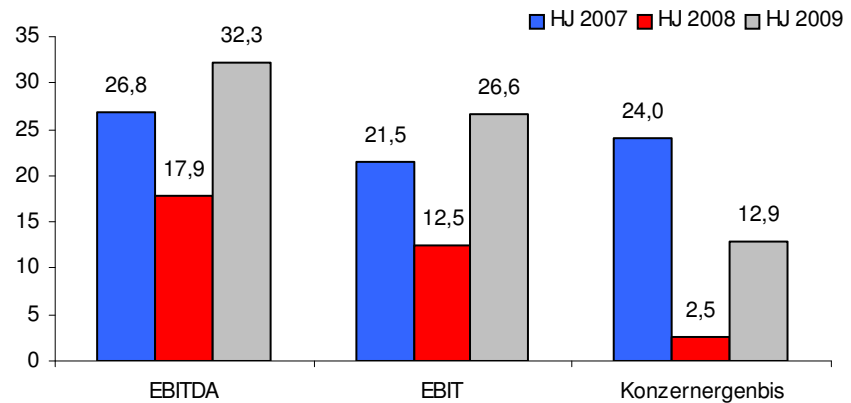
Die sonstigen betrieblichen Erträge kletterten gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 39,1 % auf 16,3 Mio. €, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 7,5 % auf 59,3 Mio. €. In beiden Fällen waren Währungseffekte maßgeblich verantwortlich. Per Saldo machten die Währungseinflüsse -2,9 Mio. € aus. Die sonstigen betrieblichen Erträge enthalten zudem einen Anteil an Werbekostenzuschüssen der rumänischen Farmexpert. Diese sind mit dem Geschäftsmodell der Farmexpert begründet, da dort, anders als in Deutschland, auch Ärzte und Krankenhäuser beliefert werden und hierfür ein gewisser Marketingaufwand erforderlich ist. Des Weiteren fielen im Vorjahr in Folge der Insolvenz eines Großkunden Forderungsverluste in Höhe von 5,6 Mio. € an. Dieser Sondereffekt belastete das Ergebnis im laufenden Geschäftsjahr nicht mehr.

Die Personalkosten waren durch einen positiven Effekt geprägt. Durch die Erhöhung des Abzinsungsfaktors der Pensionsrückstellungen von 5,52 % auf 6,02 % ergab sich ein versicherungsmathematischer Gewinn in Höhe von 3,1 Mio. €, der sich gewinnerhöhend in den Personalaufwendungen niederschlug. Der Hintergrund der Erhöhung des Abzinsungsfaktors ist in der Erhöhung des Risikospreads risikofreier Anleihen zu sehen. Damit blieben die Personalaufwendungen trotz der Ausweitung des Mitarbeiterbestandes im Rahmen der Übernahme der UAB Armila mit 52,8 Mio. € nahezu auf dem Vorjahresniveau.

Entsprechend der positiven Entwicklung verbesserte sich das EBITDA kräftig von 17,9 Mio. € um 80,9 % auf 32,3 Mio. €. Da auch die Abschreibungen mit 5,7 Mio. € nur geringfügig über dem Vorjahresniveau von 5,3 Mio. € lagen, kletterte das EBIT ebenfalls kräftig von 12,5 Mio. € um 112,2 % auf 26,6 Mio. €. Der Anteil der ausländischen Tochtergesellschaften am EBIT verbesserte sich dabei signifikant von -0,3 Mio. €

im Vorjahr auf nunmehr 6,0 Mio. €. Damit wurden sowohl beim EBITDA als auch beim EBIT die guten Niveaus des Halbjahres 2007 übertroffen, während 2008 durch einige Sondereffekte wie Forderungsausfälle und starken Währungsverlusten gekennzeichnet war.

Ergebnisentwicklung Halbjahre 2007-2009 (in Mio. €)



Quelle: ANZAG, GBC

Beim Finanzergebnis war im ersten Halbjahr 2009 eine deutliche Verbesserung festzustellen, was auf 0,8 Mio. € höhere Finanzerträge zurückzuführen war. Hierbei schlug sich neben dem optimierten Working Capital-Management die Absenkung des Bewertungszinssatzes auf das verbleibende aktivierte Körperschaftssteuerguthaben gegenüber dem 31.08.2008 nieder, was im Zusammenhang mit dem gesunkenen Bundesbankzins zu sehen ist. Dieser Effekt von rund 1,5 Mio. € konnte die auf Grund einer höheren Kapitalbindung um 0,4 Mio. € gestiegenen Zinsaufwendungen überkompensieren, so dass sich das Finanzergebnis insgesamt von -8,9 Mio. € auf -8,4 Mio. € verbesserte. Insgesamt verminderte sich auch die durchschnittliche Verzinsung der Kredite, da die Senkung der Leitzinsen durch die Europäische Zentralbank die Erhöhung der Risikospreads überkompensierte. Die durchschnittliche Verzinsung der Darlehen dürfte daher nach unseren Prognosen auf unter 4,5 % gefallen sein.

Der effektive Steuersatz lag zum Halbjahr bei 29 %, woraus eine Steuerbelastung von 5,3 Mio. € resultierte. Der Konzernjahresüberschuss belief sich damit auf 12,9 Mio. €, 419,9 % mehr als im Vorjahreszeitraum. Zum Halbjahr 2007 lag der Konzernjahresüberschuss über dem Niveau von 2009, da dort ein einmaliger positiver Steuereffekt aus der Aktivierung abgezinster Körperschaftssteuerguthaben anfiel. Bereinigt um diesen Effekt betrug der Konzernjahresüberschuss zum Halbjahr 2007 11,0 Mio. €.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die Bilanz der ANZAG war gegenüber dem 31.08.2008 vor allem durch die Übernahme der litauischen UAB Armila geprägt. Dies führte insbesondere zu einem Anstieg der immateriellen Vermögensgegenstände. Im Rahmen des Gesamtkaufpreises für die 92 % der Anteile an der UAB Armila in Höhe von 21,5 Mio. € wurden 16,1 Mio. € für Goodwill und sonstige immaterielle Vermögensgegenstände bezahlt.

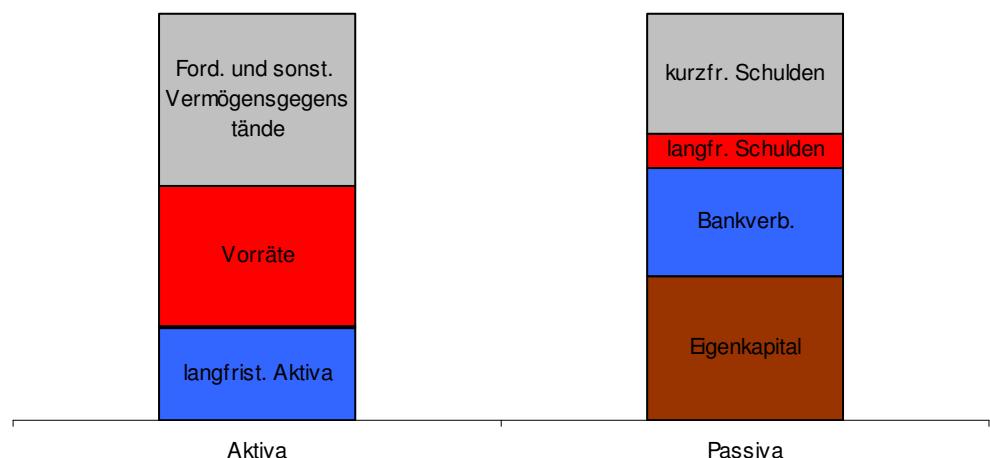
Die Übernahme bedingte auch eine Zunahme der Vorräte, wohingegen die Forderungen deutlich rückläufig waren. Hierbei ist das im ersten Halbjahr 2009 eingeführte Factoring ausschlaggebend gewesen. Im Rahmen der Forderungsveräußerung wurde die Kapitalbindung im Bereich des Working Capitals deutlich optimiert. Die dadurch frei gewordenen liquiden Mittel konnte das Unternehmen dafür einsetzen, Bankverbindlichkeiten zurückzuführen. Die Bankverschuldung konnte somit im ersten Halbjahr um 14,5 Mio. € auf 246,0 Mio. € zurückgeführt werden.

Auch die Pensionsrückstellungen waren durch den bereits beschriebenen Effekt der Erhöhung des Abzinsungsfaktors von 5,52 % auf 6,02 % um insgesamt 2,7 Mio. € rückläufig. Umgekehrt ergab sich ein ergebniswirksamer versicherungsmathematischer Gewinn. Im Zuge dessen sind zudem rund 0,9 Mio. € aktive latente Steuern aufgelöst worden.

Das Eigenkapital war trotz des guten Periodenergebnisses leicht um 2,3 Mio. € auf 327,2 Mio. € rückläufig. Zu berücksichtigen ist dabei jedoch, dass im Berichtszeitraum eine Dividende von 1,10 € pro Aktie bzw. insgesamt 11,7 Mio. € ausgeschüttet wurden. Die Eigenkapitalquote verringerte sich mit diesem Hintergrund trotz des Abbaus der Bankdarlehen und der rückläufigen Pensionsrückstellungen leicht von 36,1 % auf 35,6 %.

Der Forderungsverkauf wirkte sich auf der anderen Seite deutlich positiv auf den operativen Cash-Flow aus. Dieser lag mit 60,5 Mio. € klar über dem Vorjahreswert von -58,3 Mio. €. Damit konnte die Übernahme der UAB Armila aus dem Cashflow finanziert und zusätzlich Finanzverbindlichkeiten abgebaut werden. Der Cashbestand belief sich zum 28.02.2009 auf 7,6 Mio. € und lag ebenfalls deutlich über dem Vorjahreswert von 2,1 Mio. €.

Bilanzstruktur



Quelle: ANZAG, GBC

Prognose und Modellannahmen

Die im Vorjahr schwer belastenden Faktoren der Wertberichtigung von Forderungen sowie die massiven Währungsverluste durch die Abwertungen der Währungen in Kroatien und Rumänien blieben im abgelaufenen Halbjahr 2009 aus. Zudem konnte mit der Übernahme der UAB Armila ein anorganisches Wachstum erzielt werden. Damit wurden nun nicht nur die Vorjahresergebnisse, sondern sogar das gute Ergebnisniveau des Halbjahres 2007 übertroffen.

Damit ist das Unternehmen auf einem guten Weg, die von uns prognostizierten Zahlen für das Gesamtjahr 2009 zu erreichen. Weiterhin gehen wir demnach davon aus, dass die Umsatzerlöse zum 31.08.09 knapp über der 4 Mrd. €-Grenze bzw. rund 5 % über dem 2008er Niveau liegen werden. Eventuelle Umsatzsondereffekte in Verbindung mit der grassierenden Schweinegrippe haben wir nicht in unseren Prognosen berücksichtigt. Zwar haben sich die Umsätze mit dem Influenzamedikament Tamiflu® seit Bekanntwerden der Grippewelle rund verfünffacht, jedoch ist der Gesamtanteil an den Umsatzerlösen des ANZAG-Konzerns insgesamt nicht wesentlich. Auch für das kommende Geschäftsjahr 2010 behalten wir unsere Umsatzprognose von 4,20 Mrd. € bei.

Bei der Rohertragsmarge gehen wir konservativ davon aus, dass der hohe Wert im Halbjahr 2009 von 6,45 % nicht gehalten werden kann. Wir erwarten zum Gesamtjahr eine Rohertragsmarge von 5,95 % und tragen damit dem Risiko sich weiter intensivierender Wettbewerbsbedingungen Rechnung. Ein Übertreffen unserer prognostizierten Rohertragsmarge halten wir dennoch für nicht ausgeschlossen.

Die Fremdwährungseinflüsse sind im ersten Halbjahr deutlich geringer ausgefallen als im Geschäftsjahr 2008. Zum einen hat sich vor allem die Entwicklung des rumänischen Leu gegenüber dem Euro seit Jahresanfang deutlich stabilisiert und zum anderen wird seit Jahresbeginn 2009 ein Währungshedging zur Absicherung betrieben, was die Wechselkurseinflüsse glättete. Erträge bzw. Aufwendungen aus Wechselkurseffekten haben wir daher auch in den Prognosen weiterhin unberücksichtigt gelassen.

Bei den Ergebnissen bestätigen wir ebenfalls unsere bisherigen Prognosen und erwarten ein EBITDA von 48,24 Mio. €. Einen sich möglicherweise umkehrenden Effekt des erhöhten Abzinsungsfaktors bei den Pensionsrückstellungen haben wir in diesem Szenario nicht berücksichtigt, da wir nicht davon ausgehen, dass dies bis Jahresende eintreten wird. Allerdings könnte sich dies mittelfristig wieder umdrehen, so dass es dann zu einem ergebnisbelastenden Effekt kommen könnte. Auch beim EBIT halten wir an unseren bisherigen Prognosen fest und erwarten weiterhin 36,74 Mio. €.

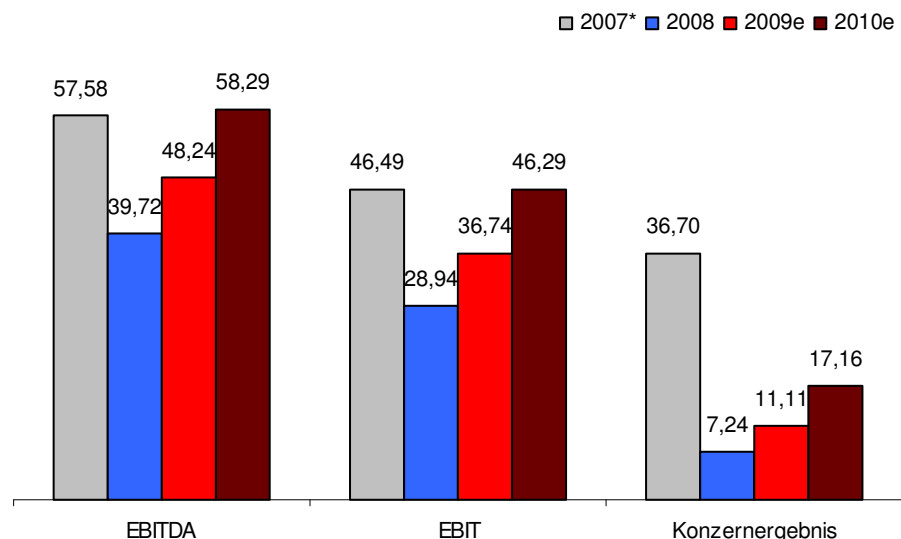
Das Zinsergebnis sehen wir auch weiterhin gegenüber dem Vorjahr leicht verbessert. Hierbei spielen verschiedene Beweggründe eine Rolle. Zum Einen erwarten wir auch zum Geschäftsjahresende den positiven Effekt aus den Erträgen aus den aktivierten Körperschaftsteuerguthaben in Folge der Absenkung des Bundesbankzinses. Bis zum Ende des Geschäftsjahres gehen wir nicht davon aus, dass sich dieser Effekt umkehrt. Zum Anderen werden sich die Schuldenreduktion, das verbesserte Working Capital-Management sowie die verminderten Zinssätze positiv auf das Zinsergebnis auswirken.

Entsprechend gehen wir auch beim den Aktionären der ANZAG zuzurechnenden Jahresüberschuss weiterhin von 11,11 Mio. € aus. Insgesamt halten wir die Prognosen nach dem starken ersten Halbjahr für konservativ und schließen ein Übertreffen bei gleich bleibenden Marktbedingungen nicht aus.

Zu wesentlichen rechtlichen Verschiebungen sollte es im weiteren Geschäftsjahresverlauf nicht kommen. Zwar steht am 19. Mai 2009 das endgültige Urteil des Europäischen Gerichtshofes zum Fremdbesitzverbot aus, jedoch hatte der Generalanwalt bereits im Dezember darauf hingedeutet, dass es zum deutschen Apothekengesetz keine Beanstandungen gäbe und dass das Gesetz nicht gegen die EU-Niederlassungsfreiheit verstoße. Dem Votum des Generalanwalts folgt der Gerichtshof in aller Regel. Abgesehen davon ist die Entscheidung über das Fremdbesitzverbot für ANZAG nicht so entscheidend, da das Unternehmen ohnehin nicht den strategischen Schritt unternommen hat, auf eine Kettenbildung zu setzen. Vielmehr werden dadurch Wettbewerber wie Celesio unter Druck gesetzt.

Viel entscheidender für die ANZAG sollte der Beschluss der 15. Arzneimittelgesetz (AMG)-Novelle werden, da hierdurch maßgebliche Veränderungen im Pharmahandel eingeleitet werden könnten. Im Zuge der Novelle sollen Pharmagroßhändler einen öffentlichen Versorgungsauftrag wahrnehmen, was die Direktbelieferungen massiv einschränken würde. Jedoch steht eine Entscheidung bezüglich der AMG-Novelle erst im Spätsommer bis Herbst an, so dass sich in diesem Geschäftsjahr keine Auswirkungen mehr auf das Geschäft der ANZAG ergeben werden.

Ergebnisentwicklung



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

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 %.

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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,28 % (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 %.

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 Seite 7), 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 2010 entspricht als **Kursziel 25,76 € (bisher: 25,27 €)**.

Dabei ist zu beachten, dass das Kursziel ausschließlich auf Grund des Roll-over-Effekts (Prognosehorizont nun 2010 statt vorher 2009) erhöht wurde und keine Änderung der Bewertungsparameter stattgefunden hat.

Andrae-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 Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
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%	26,59	22,27	18,54	15,28	12,43
5,2%	30,88	26,19	22,15	18,62	15,52
5,5%	35,17	30,12	25,76	21,96	18,62
5,7%	39,47	34,05	29,37	25,30	21,71
6,0%	43,76	37,98	32,98	28,63	24,81

Fazit

Das erste Halbjahr 2009 verlief für die ANZAG sehr positiv. So konnten sowohl die Umsatzerlöse, aber besonders die Ergebniskennzahlen deutlich gesteigert werden. Während bei den Umsatzerlösen maßgeblich die Übernahme der litauischen UAB Armila beitrug, konnte ergebnisseitig vor allem die Rohertragsmarge deutlich gesteigert werden. Diese verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr stark um 0,56 % auf 6,45 %. Hierzu trug vor allem die erfolgreiche Optimierung der Konditionen gegenüber Kunden bei. Aber auch der gesteigerte Anteil der ausländischen Tochtergesellschaften, unter anderem durch die Übernahme der UAB Armila, spielte eine Rolle.

In Folge dessen konnte das EBITDA von 17,9 Mio. € um 80,9 % auf 32,3 Mio. € gesteigert werden. Auch das EBIT erfuhr eine wesentliche Steigerung um 112,2 % auf 26,6 Mio. €. In diesen Zahlen sind zwei positive Sondereffekte von insgesamt 4,6 Mio. € enthalten. Zum Einen entstand ein einmaliger Ertrag aus der Erhöhung des Abzinsungssatzes der Pensionsrückstellungen, die ergebniswirksam in Höhe von 3,1 Mio. € aufgelöst wurden. Zum Anderen wurde ein positiver Zinsertrag auf Grund der Stichtagsbewertung der aktivierten Körperschaftsteuerguthaben in Höhe von rund 1,5 Mio. € erzielt. Hier wirkte sich der seit dem letzten Bilanzstichtag gesunkene Bundesbankzinssatz positiv aus.

Das Konzernergebnis belief sich unterm Strich auf 12,9 Mio. € und lag damit um 416,0 % über dem Vorjahreswert. Auch um die positiven Sondereffekte bereinigt, liegt noch immer eine beachtliche Steigerung vor.

In Folge des guten ersten Halbjahres belassen wir unsere Schätzungen für das Gesamtjahr 2009 unverändert. Wir gehen demnach weiterhin von Umsatzerlösen in Höhe von 4,0 Mrd. € und einem EBIT von 36,7 Mio. € aus. Mit dem Hintergrund der bisherigen guten Entwicklung sind die Prognosen als konservativ zu beurteilen. Der anhaltend starke Wettbewerb, vor allem auf dem deutschen Markt, und die sich verlangsamende Dynamik auf den osteuropäischen Märkten im Zuge der Konjunkturkrise, haben uns zu diesem Vorgehen veranlasst. Nichtsdestotrotz halten wir es für möglich, dass unsere Prognosen zum Geschäftsjahresende übererfüllt werden können.

Das Kursziel haben wir von zuvor 25,27 € auf nunmehr 25,76 € erhöht. Zu beachten ist dabei, dass die Erhöhung ausschließlich auf Grund des Roll-over-Effekts, also der Veränderung des Prognosehorizonts von 2009 auf nun 2010, resultiert. Es wurden keine Änderungen der Bewertungsparameter vorgenommen. Entsprechend dem aktuellen Kursniveau von 19,40 € ergibt sich damit ein Kurspotenzial von über 30 %. Das Rating KAUFEN bekräftigen wir somit und sehen die Aktie als interessantes Investment im Health-Care-Sektor.

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