

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

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 28,23 €**

aktueller Kurs: 25,35

22.12.2009 / FWB

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005047005

WKN: 504700

Börsenkürzel: ANZ

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,678

Marketcap<sup>3</sup>: 270,69

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 546,01

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 8,4 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.8

### Analysten:

Felix Gode

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

Manuel Hölzle

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Logistik

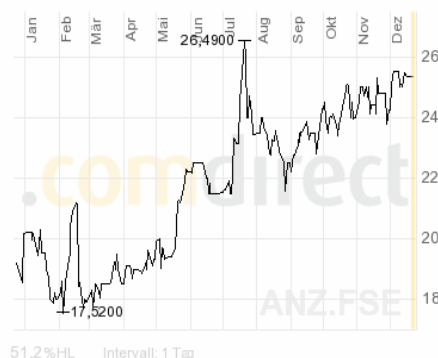
Fokus: Pharmagroßhandel, Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2635 Stand: 31.8.2009

Gründung: 1841

Firmensitz: Frankfurt/Main

Vorstand: Dr. Thomas Trümper (CEO), Dr.  
Stefan Gros (CFO)



51,2%HL Intervall: 1 Tag

Quelle: comdirect

Die Andrae-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 Mikrofeinverteilungs-System. 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.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.8.2008	31.8.2009	31.8.2010e	31.8.2011e
Umsatz	3.811,68	3.967,52	4.126,22	4.291,27
EBITDA	38,89	52,36	54,89	58,93
EBIT	28,11	35,01	43,39	47,43
Jahresüberschuss	7,24	12,39	16,88	19,00

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,68	1,16	1,58	1,78
Dividende je Aktie	1,10	1,10	1,10	1,10

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,15	0,14	0,13	0,13
EV/EBITDA	14,98	10,43	9,95	9,26
EV/EBIT	20,72	15,60	12,58	11,51
KGV	37,37	21,85	16,04	14,24
KBV		0,84		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

14.01.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht  
23.02.2010: Hauptversammlung  
14.04.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht  
15.07.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

6.11.2009: RG / 25,98 / KAUFEN  
9.9.2009: RG / KAUFEN  
12.6.2009: RS / 30,05 / KAUFEN  
9.2.2009: RS / 25,27 / KAUFEN  
18.7.2008: RS / 31,15 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Markt und Marktumfeld

Der deutsche Arzneimittel- und Pharmagroßhandelsmarkt war im abgelaufenen Jahr vor allem durch zwei wesentliche Ereignisse geprägt: Der Bestätigung des Fremdbesitzverbotes durch den Europäischen Gerichtshof (EuGH) sowie der Novellierung des Arzneimittelgesetzes (AMG):

### Fremdbesitzverbot

Mit Urteil vom 19. Mai 2009 hat der EuGH entschieden, dass das deutsche Fremdbesitzverbot nicht gegen Europarecht verstößt und es daher weiterhin verboten bleibt, in Deutschland Apothekenketten zu betreiben. Damit entsprach der Gerichtshof dem EuGH-Generalanwalt, der bereits im Dezember 2008 feststellte, dass das Fremdbesitzverbot keinen Verstoß gegen Europarecht darstelle, da die Versorgungssicherheit der Bevölkerung mit Medikamenten von einer übergeordneten Bedeutung ist.

Damit ist zu konstatieren, dass ANZAG hier die richtigen strategischen Entscheidungen getroffen hat und nicht auf Kettenbildungen gesetzt hat. Vielmehr kommt Apothekenkooperationen, wie der *vivesco* von ANZAG, nun eine noch höhere Bedeutung zu, um die unabhängigen Apotheken zu unterstützen.

### AMG-Novelle

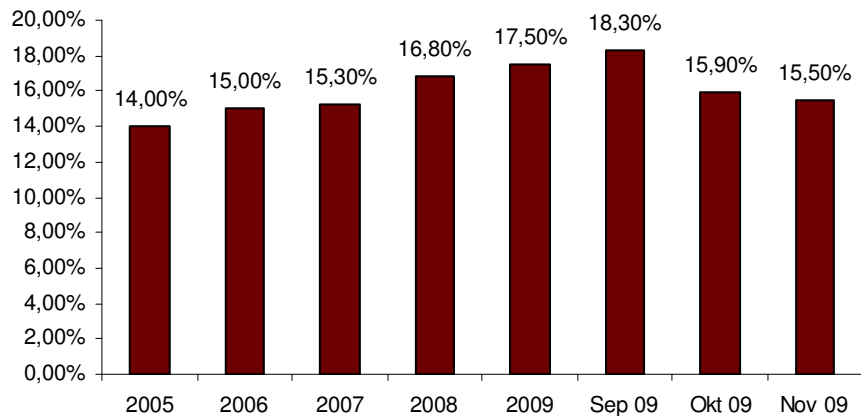
Seit dem 1. August 2009 ist die 15. AMG-Novelle in Kraft getreten. Die Novelle spricht dem Pharmagroßhandel einen Belieferungsanspruch durch die Pharmahersteller zu, um den öffentlichen Versorgungsauftrag adäquat erfüllen zu können. Dies stärkt die Position der Pharmagroßhändler und kommt auch vielen Apotheken zu Gute, da der Pharmagroßhandel in den meisten Fällen eine effektivere und kostengünstigere Versorgung leisten kann.

Nicht entsprochen wurde seitens des Gesetzgebers jedoch den Forderungen des Bundesverbandes des pharmazeutischen Großhandels (PHAGRO) in Sachen der Vergütungsneuordnung. PHAGRO strebte eine Änderung der Vergütung der Pharmagroßhändler an, weg von den prozentualen Handelspreisen, hin zu einem Fixzuschlag pro ausgelieferter Packung, zuzüglich einem prozentualen Zuschlag auf den Herstellerpreis. Mit der Nichtumsetzung dieses Vorschlages bleibt es weiterhin dabei, dass niedrigpreisige Medikamente weiterhin einen unzureichenden Beitrag zu den Distributionskosten leisten.

Bei den zu erzielenden Margenniveaus der Pharmagroßhändler wird sich daher nicht viel ändern, denn die Entlohnung der Pharmagroßhändler auf prozentualer Basis vom Herstellerabgabepreis wird auch zukünftig beibehalten werden. Daher ist es den Pharmaherstellern weiterhin möglich gegenüber den Apotheken die komplette Großhandelsspanne zu rabattieren, womit insbesondere hochpreisige Arzneimittel wohl weiterhin vornehmlich über den Direktvertrieb bezogen werden.

Immerhin wird sich die AMG-Novelle umsatzseitig bemerkbar machen. Durch den zugesprochenen Versorgungsauftrag der Pharmagroßhändler wird die Zahl der Direktbelieferungen rückläufig sein. Inzwischen sind bereits circa 900 Produkte wieder in den Lieferumfang von ANZAG zurückgekommen. Bereits im November 2009 war ein spürbarer Rückgang der Direktbelieferungen auf 15,5 %, nach 18,3 % im September zu beobachten. Mittelfristig wird erwartet, dass sich die Zahl der Direktbelieferungen auf einem Niveau von 10 % einpendelt (siehe Grafik Seite 3). Eine entsprechende Wirkung auf die Umsatzerlöse ist bereits schon jetzt spürbar.

**Entwicklung der Direktbelieferungen**

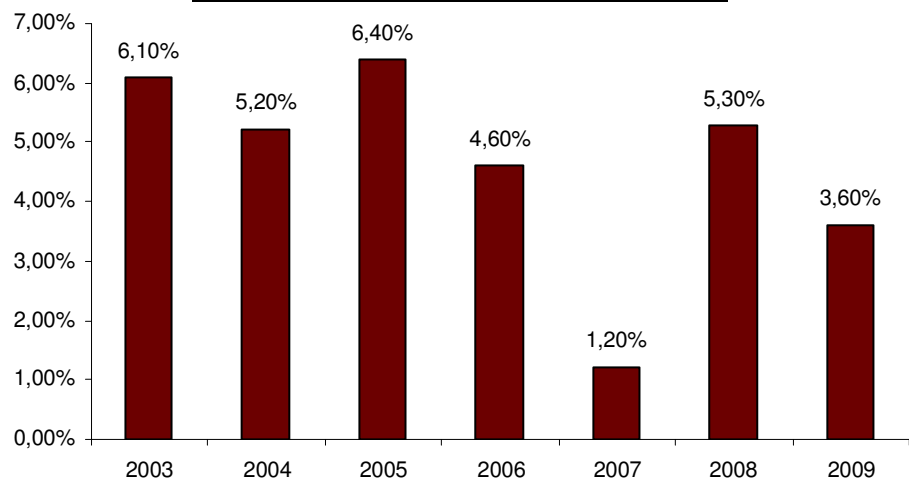


Quelle: ANZAG, GBC

**Arzneimittelmarkt**

Das Wachstum des deutschen Arzneimittelmarktes lag im abgelaufenen Geschäftsjahr der ANZAG mit 3,6 % noch deutlich im positiven Bereich, auch wenn gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine leichte Abschwächung hingenommen werden musste. Ausschlaggebender Faktor für das Wachstum waren dabei vor allem eine Steigerung der abgegebenen Packungen sowie Zuwächse bei besonders teuren Arzneimitteln. Dennoch macht diese Entwicklung die konjunkturelle Unabhängigkeit des Arzneimittelmarktes deutlich. Konjunkturell bedingte Umsatzeinbußen sind lediglich auf dem Selbstmedikationsmarkt festzustellen, der jedoch im Leistungsumfang der ANZAG mit einem Volumen von nicht einmal 20 % nur eine untergeordnete Rolle spielt.

**Wachstum des deutschen Arzneimittelmarktes**



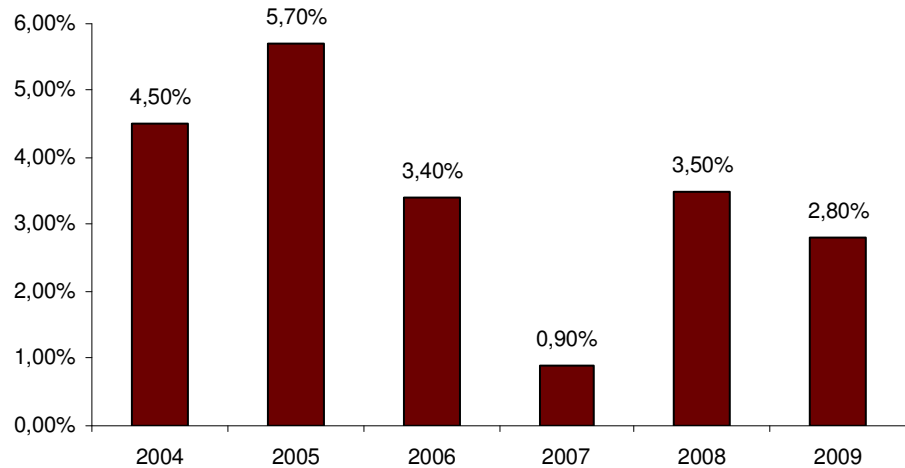
Quelle: ANZAG, GBC

Dem Pharmagroßhandel zu Gute kam im abgelaufenen Anzag Geschäftsjahr die Stabilisierung der Arzneimittelpreise. Damit konnte der Abwärtstrend der vergangenen Jahre erstmalig wieder gestoppt werden. Vor allem im Bereich der rezeptpflichtigen Medikamente wurde laut *GKV-Arzneimittelindex im WIdO 2009* zwischen den Monaten September 2008 und August 2008 ein Anstieg von 0,8 % verzeichnet. Im Festbetragsmarkt war das Preisniveau im gleichen Zeitraum jedoch mit -1,6 % weiterhin rückläufig.

## Großhandelsmarkt Deutschland

Der deutsche Großhandelsmarkt entwickelte sich auch im Geschäftsjahr 2009 mit einem Plus von 2,8 % stabil. Jedoch lag die Zuwachsrate, wie auch schon in den Vorjahren, unter der des Arzneimittelmarktes.

**Umsatzentwicklung des deutschen Pharmagroßhandels**



Quelle: ANZAG, GBC

Der Hintergrund dieser Entwicklung ist die steigende Zahl an Direktbelieferungen in den vergangenen Jahren, die auf Grund des Arzneimittelversorgungs-Wirtschaftlichkeitsgesetzes (AVWG) aus dem Jahr 2006 begünstigt wurden. Das Gesetz beschränkt Rabattmöglichkeiten für Arzneimittel auf die Großhandelsspanne womit Pharmahersteller über einen größeren Spielraum verfügen als die Großhändler, was Großhändler entsprechend benachteiligt.

Die Zahl der Direktbelieferungen hat in den vergangenen Jahren stark zugenommen und im September den Hochpunkt bei 18,3 % gefunden (siehe Grafik Seite 3 oben). Mit der 15. AMG-Novelle wurde die Zahl der Direktbelieferungen nun eingedämmt (siehe Seite 2). Das Großhandelswachstum sollte damit in Zukunft wieder näher am Wachstum des Arzneimittelmarktes liegen.

## Großhandelsmarkt Ausland

Die Konjunkturkrise hat die osteuropäischen Länder besonders hart getroffen, allen voran die Märkte Litauen und Kroatien mit besonders scharfen Rückgängen beim Bruttoinlandsprodukt (BIP). Vergleichsweise stabil zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zeigten dagegen die Arzneimittelmärkte in den betreffenden Ländern. Während Litauen zwar allein im 1. HJ 2009 ein Rückgang von circa 5 % hinnehmen musste, wuchsen die Märkte in Rumänien und Kroatien im gleichen Zeitraum noch mit 18,0 % bzw. 2,5 %.

Die Entwicklung der Großhandelsmärkte auf den Auslandsmärkten in denen ANZAG tätig ist, gestaltet sich weitgehend unabhängig von der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung. In Kroatien etwa legte der Großhandelsmarkt im Jahr 2008 um 8,0 % und in Rumänien um 6,6 % zu. Für beide Märkte wird auch im Jahr 2009 davon ausgegangen, dass ein moderates Wachstum erzielt werden kann. In Litauen dagegen wird prognostiziert, dass sich der Großhandelsmarkt nicht von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung entkoppeln kann und in 2009 um 6 % rückläufig sein wird, nachdem noch in 2008 ein Wachstum von 8,0 % verzeichnet wurde. Jedoch ist der Rückgang im Verhältnis zum BIP sehr moderat, welches allein im Q2 2009 um 22,6 % einbrach.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>3683,10</b>	<b>3811,68</b>	<b>3967,52</b>	<b>4126,22</b>	<b>4291,27</b>
Sonstige betriebliche Erträge	33,47	26,92	32,88	25,00	25,00
<b>Bruttoerlöse</b>	<b>3716,57</b>	<b>3838,60</b>	<b>4000,40</b>	<b>4151,22</b>	<b>4316,27</b>
Materialaufwand	-3461,85	-3584,56	-3713,96	-3860,08	-4012,34
<b>Rohhertrag</b>	<b>221,25</b>	<b>227,12</b>	<b>253,56</b>	<b>266,14</b>	<b>278,93</b>
Personalaufwand	-98,91	-103,90	-115,93	-118,25	-121,00
Abschreibungen	-11,10	-10,78	-17,36	-11,50	-11,50
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-99,07	-111,25	-118,15	-118,00	-124,00
Finanzergebnis	-14,75	-17,22	-12,68	-15,00	-16,00
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>30,89</b>	<b>10,88</b>	<b>22,33</b>	<b>28,39</b>	<b>31,43</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	9,05	-3,63	-8,42	-8,52	-9,43
<b>Konzernergebnis</b>	<b>39,94</b>	<b>7,25</b>	<b>13,91</b>	<b>19,88</b>	<b>22,00</b>
Gewinnanteile Fremder	-3,24	-0,01	-1,52	-3,00	-3,00
<b>Gesellschaftern der ANZAG</b>	<b>36,70</b>	<b>7,24</b>	<b>12,39</b>	<b>16,88</b>	<b>19,00</b>
EBITDA	57,58	38,89	52,36	54,89	58,93
in %	1,56 %	1,02 %	1,32 %	1,33 %	1,37 %
EBIT	46,49	28,11	35,01	43,39	47,43
in %	1,26 %	0,74 %	0,88 %	1,05 %	1,11 %
Ergebnis je Aktie in €	3,44	0,68	1,16	1,58	1,78
Dividende je Aktie in €	1,45	1,10	1,10	1,10	1,10

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstich- tag: 31.08.2007	Bilanzstich- tag: 31.08.2008	Bilanzstich- tag: 31.08.2009
Operatives Anlagevermögen	125,973	127,974	132,171
Working Capital	504,753	484,224	440,101
Nettoverschuldung	314,132	306,428	268,209
Zinsbare Verbindlichkeiten	343,223	339,593	306,320
Finanzvermögen	29,091	33,165	38,111
Eigenkapitalquote in %	37,0 %	36,1 %	36,5 %
Gezeichnetes Kapital	32,035	32,035	32,035
Bilanzsumme	929,887	912,132	898,228

\* gemäß Berechnungen GBC

## Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2008/09

in Mio. Euro	GJ 2008	Veränderung	GJ 2009
Umsatz Gesamt	3.811,68	+4,1 %	3.967,52
Umsatz - Deutschland	3.660,00	+0,9 %	3.693,20
Umsatz - Ausland	151,70	+80,8 %	274,30
EBITDA	38,89	+34,6 %	52,36
EBIT	28,11	+24,5 %	35,01
Konzernergebnis	7,24	+91,8 %	13,91
EPS in Euro	0,68	+71,1 %	1,16

Quelle: GBC, Andraee-Noris Zahn AG

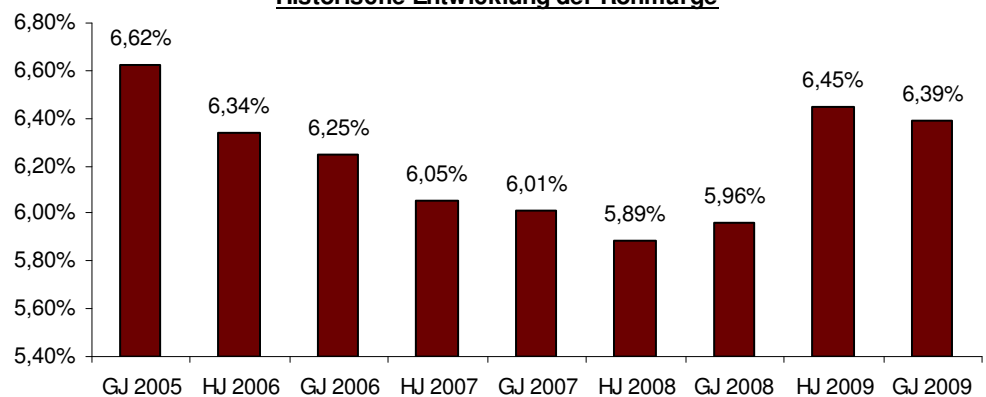
### **Umsatzbetrachtung**

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 erreichte die ANZAG ein Umsatzwachstum von 4,1 % auf 3.967,52 Mio. €. Ohne die zum Jahresbeginn konsolidierte Tochtergesellschaft Armila UAB, auf die ein Umsatzanteil von 68,70 Mio. € entfiel, wurde eine Steigerung der Umsatzerlöse um 2,3 % erwirtschaftet. Insgesamt trugen die ausländischen Tochtergesellschaften Umsatzerlöse von 274,30 Mio. € bei und waren damit einmal mehr maßgeblicher Wachstumstreiber. Noch im Vorjahr lag der Umsatzanteil der ausländischen Tochtergesellschaften bei 151,70 Mio. €. Weiterhin war das Geschäftsfeld Großhandel Deutschland mit einem Umsatzanteil von 93,1 % das größte Segment. Hier konnte jedoch gegenüber dem Vorjahr nur eine Steigerung von 0,9 % erreicht werden, was damit unter der Wachstumsrate des deutschen pharmazeutischen Großhandelsmarktes von 2,8 % lag. Neben dem anhalten starken Wettbewerb auf dem inländischen Markt, war vor allem die bewusste Konzentration auf die Ertragsstärke ein Grund für das unterproportional zum Markt ausgefallene Wachstum.

### **Ergebnisbetrachtung**

Die Konzentration auf die Ertragsstärke hat sich vor allem in der Rohertragsmarge bemerkbar gemacht. Gegenüber dem Vorjahr wurde eine signifikante Verbesserung von 6,0 % auf 6,4 % erreicht. Neben der erfolgreichen Optimierung der Konditionen gegenüber Kunden und einer erfolgreichen Reduzierung von Rabatten haben erneut die ausländischen Tochtergesellschaften zu dieser Steigerung beigetragen. Bei diesen liegen die Rohertragsmargen signifikant über den Niveaus in Deutschland und leisten entsprechend einen erhöhenden Beitrag.

**Historische Entwicklung der Rohmarge**



Quelle: ANZAG, GBC

Bei den weiteren operativen Kostenpositionen wurden jeweils Steigerungen gegenüber dem Vorjahreszeitraum verbucht. Während die Personalaufwendungen, vor allem auf Grund der Erstkonsolidierung der litauischen Armila UAB und der gesunkenen Zinssätze bei der Berechnung der Pensionsrückstellungen, um 11,6 % auf 115,93 Mio. € anstiegen, lag der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 111,25 Mio. € auf 118,15 Mio. € im Wesentlichen in Wechselkursverlusten bei der rumänischen Tochtergesellschaft Farmexpert begründet. Die Fremdwährungsverluste beliefen sich auf 9,29 Mio. €.

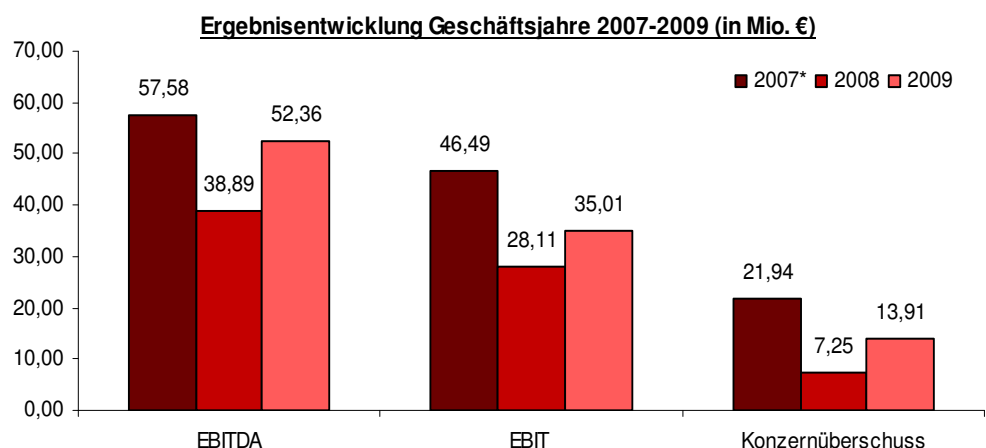
Zu beachten ist dabei, dass im Vorjahr Forderungsberichtigungen durch die Insolvenz eines Großkunden in Höhe von 5,6 Mio. € angefallen waren, die sich in diesem Jahr nicht wiederholten. Steigerungen der Personalkosten und Wechselkursverluste überkompensierten diesen Effekt jedoch. Dennoch wurde auf Grund der starken Steigerung des Rohertrages eine merkliche Verbesserung des EBITDA von 38,89 Mio. € um 34,6 % auf 52,36 Mio. € erreicht. Die EBITDA-Marge verbesserte sich von 1,0 % auf 1,3 %.

Die Abschreibungen waren im abgelaufenen Geschäftsjahr geprägt durch eine Sonderabschreibung auf den Goodwill der zum Geschäftsjahresbeginn konsolidierten Armila UAB in Höhe von 5,72 Mio. €. Dieser Anpassungsbedarf ergab sich insbesondere auf Grund der durch die Wirtschaftskrise stark betroffenen litauische Volkswirtschaft. Die regelmäßigen Abschreibungen lagen indes nur leicht über dem Vorjahresniveau.

Das EBIT legte daher leicht unterproportional zum EBITDA zu und stieg um 24,5 % von 28,11 Mio. € auf 35,01 Mio. €. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 0,7 % auf 0,9 %.

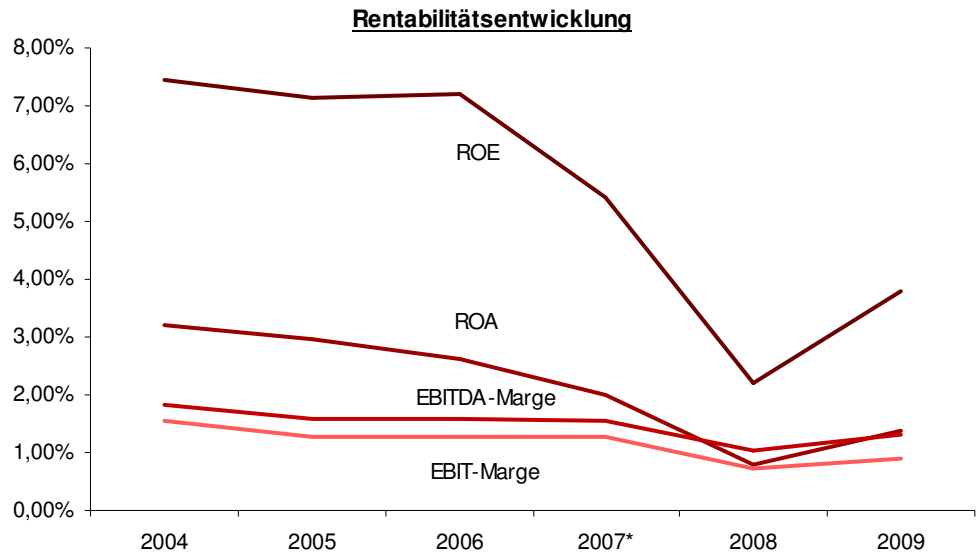
Das Finanzergebnis konnte dahingegen deutlich verbessert werden. Nach einem Finanzergebnis von -17,22 Mio. € im Vorjahr fielen im GJ 2009 lediglich -12,68 Mio. € an. Neben einem erhöhten Zinsertrag im Rahmen des optimierten Working Capital-Managements wirkten sich auch hohen Tilgungen der Bankverbindlichkeiten sowie das niedrigere Zinsniveau begünstigend aus (siehe auch Seite 9-10).

Die effektive Steuerquote fiel mit 37,7 % ungewöhnlich hoch aus. Hierbei machte sich insbesondere die Nichtabzugsfähigkeit der Goodwillabschreibungen bei der Armila UAB bemerkbar. Das Konzernergebnis lag mit 13,91 Mio. € um 91,8 % über dem Vorjahresniveau.\*\*



Quelle: ANZAG, GBC; \*Konzernüberschuss bereinigt um steuerlichen Sonderertrag in Höhe von 18 Mio. €; \*\* durch Forderungsausfall und Währungseffekte geprägt

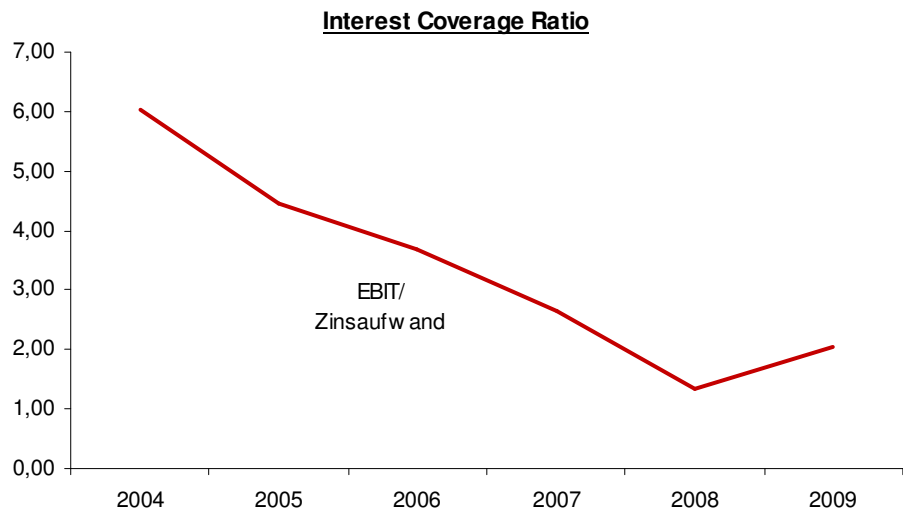




Quelle: ANZAG, GBC

Insgesamt hat sich die Rentabilitätssituation der ANZAG im abgelaufenen GJ 2009 verbessert. Vor allem die deutliche Steigerung des Rohertrages hat zu einer Verbesserung der Ergebnismargen, sowohl auf EBITDA-Basis, als auch auf EBIT-Basis, geführt. Auch wenn die Niveaus der GJe 2004 bis 2007 noch nicht wieder erreicht sind, ist jedoch erstmalig ein Stopp des Abwärtstrends erkennbar. Eine Beendigung der Abwärtsentwicklung bei der Rentabilität indizieren auch die Kapitalrenditekennzahlen Eigenkapitalrendite (ROE) sowie Gesamtkapitalrendite (ROA). Bei beiden Kennzahlen konnte mit einer Steigerung von 2,2 % auf 3,8 %, respektive von 0,8 % auf 1,4 %, nahezu eine Verdopplung erreicht werden.

Auch das Interest Coverage Ratio (= Zinsdeckungsgrad = EBIT/ Zinsaufwendungen) zeigt eine Trendumkehr an. Die Kennzahl, die die Fähigkeit des Unternehmens angibt Zinszahlungen aus dem operativen Geschäft zu bedienen, erfuhr in 2009 eine deutliche Steigerung auf 2,1. Im Vorjahr lag diese mit 1,4 bereits nahe der Schwelle von 1. Werte unter 1 bedeuten, dass die Zinszahlungen nicht aus dem operativen Geschäft geleistet werden können. Die klare Verbesserung des EBIT bei gleichzeitiger Senkung der Zinslast, haben diese Verbesserung ermöglicht.



Quelle: ANZAG, GBC



## Bilanzielle und finanzielle Situation

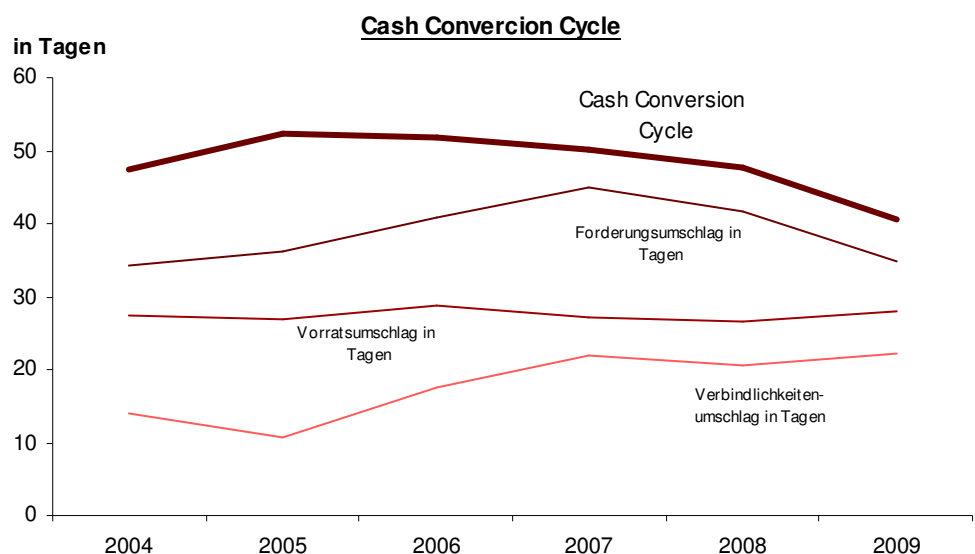
Im Zentrum der Bemühungen der ANZAG stand in diesem Jahr nicht nur die Steigerung der Profitabilität, sondern auch die Verbesserung der Bilanzstruktur. Diese Maßnahme umfasst vor allem eine Optimierung des Working Capital-Bestandes. Um dies zu erreichen, wurden eine Reihe von Maßnahmen angestoßen.

Im Rahmen eines Factorings wurden Forderungen im Gesamtwert von 88,90 Mio. € verkauft. Dies führte zu einer wesentlichen Absenkung des Forderungsbestandes gegenüber dem Vorjahresstichtag um 13,2 % auf 378,09 Mio. € zum Ende des GJ 2009. Dem Unternehmen flossen hieraus Zahlungsmittel in Höhe von 80 Mio. € zu. Dies führte zu einer merklichen Verbesserung des Forderungsumschlages von durchschnittlich 42 auf 35 Tage.

Bei den Vorräten ist im abgelaufenen GJ 2009 ein moderater Zuwachs von 260,79 Mio. € auf 283,45 Mio. € angefallen. Dies ist zum Einen im Rahmen der gesteigerten Umsatzerlöse zu sehen und zum Anderen der saisonalen Entwicklung geschuldet. Vor Beginn der Wintermonate ist eine erhöhte Lagerbestandshaltung notwendig. Der Vorratumschlag hält sich trotz der gesteigerten absoluten Größenordnung seit Jahren stabil.

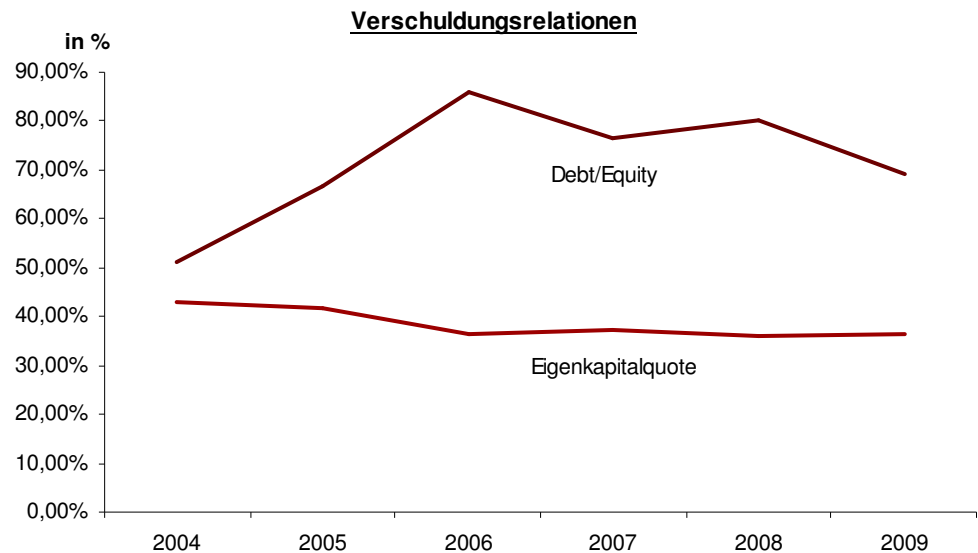
Auch auf Seiten der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wurden Optimierungen vorgenommen und die Zahlungsziele gegenüber Lieferanten weiter verbessert. Dies drückt sich in einem um 12,3 % auf 227,12 Mio. € gestiegenen Verbindlichkeitenbestand sowie einem von 21 auf 22 Tage verlangsamten durchschnittlichen Verbindlichkeitsumschlag aus.

Insgesamt werden die Erfolge des optimierten Working Capital-Managements am Cash Conversion Cycle (= CCC = Geldumschlagsdauer) deutlich. Die Dauer der durchschnittlichen Bindung liquider Mittel im Umlaufvermögen verringerte sich im abgelaufenen GJ von zuvor 48 Tage auf nunmehr 40 Tage. Dies ist als eine maßgebliche Verbesserung zu werten. Die nachfolgende Grafik illustriert darüber hinaus, dass der diesjährige Erfolg diesbezüglich eine Fortsetzung der Vorjahre bedeutete. Noch im GJ 2006 lag der CCC mit 52 Tagen deutlich höher.



Quelle: ANZAG, GBC

Die Optimierung des Working Capitals, inklusive dem Verkauf der Forderungen, sowie das deutlich verbesserte Ergebnis, führten bei der ANZAG zu einem operativen Cashflow in Höhe von 84,98 Mio. €, nach 27,24 Mio. € im Vorjahr. Dieser starke Zufluss an liquiden Mitteln ermöglichte es dem Unternehmen nicht nur die Übernahme der litauischen Armila UAB in Höhe von 20,43 Mio. € aus Eigenmitteln zu finanzieren, sondern machte zugleich eine starke Rückführung der Bankverbindlichkeiten in Höhe von netto rund 40 Mio. € möglich. Die Bankverbindlichkeiten der ANZAG reduzierten sich im Zuge dessen von 260,50 Mio. € auf 221,81 Mio. € deutlich.



Quelle: ANZAG, GBC

In der Folge der starken Schuldenreduktion verbesserten sich auch die Verschuldungskenngrößen der ANZAG. So stieg die Eigenkapitalquote von 36,1 % zum Vorjahresstichtag auf nunmehr 36,5 % an. Die Eigenkapitalquote unterlag in den vergangenen Jahren einer leichten Erosion, die mit dem Zuwachs im abgelaufenen GJ gestoppt werden konnte.

Noch deutlicher wird die Auswirkung der Reduktion der Bankverbindlichkeiten bei der Betrachtung der Relation von Finanzschulden zum Eigenkapital (= Debt/Equity). Diese senkte sich stark von 80,3 % auf 69,1 % ab. Damit wird auch deutlich, dass die Effizienzsteigerungen nicht durch Leverage, sondern aus operativen Anstrengungen heraus erreicht wurden. Bei der Verbesserung der Debt/Equity-Relation wurde ein langjähriger Trend fortgesetzt und sogar beschleunigt. Es konnte auf ein Niveau vergleichbar mit dem Jahr 2005 wiedererreicht werden.

Im kommenden Jahr sollten darüber hinaus weitere Veränderungen in der Finanzierung des Konzerns unternommen werden. In 2010 soll eine Umschuldung von kurzfristigen Krediten in Höhe von rund 110 Mio. € stattfinden und mit einem Bankenkonsortium ein neues mittel- bis langfristiges Kreditarrangement abgeschlossen werden.

Insgesamt beurteilen wir die erreichten Ziele im abgelaufenen GJ als sehr erfolgreich. Die gesenkten Kreditverbindlichkeiten haben nicht nur zu einer Senkung der Zinsbelastung beigetragen, sondern auch die Kreditwürdigkeit der ANZAG verbessert. Damit sollte auch eventuellem weiteren zukünftigen Finanzierungsbedarf, etwa für weitere Übernahmen im osteuropäischen Ausland, nichts im Wege stehen.

## **SWOT - ANALYSE Andreae-Noris Zahn AG**

### **Stärken**

- Deutschlandweite Präsenz mit dichtestem Auslieferungsnetz der deutschen Pharmagroßhändler und starke Marktstellung als einer der größten Pharmagroßhändler in Deutschland
- Gutes Netzwerk durch Apothekenkooperation vivesco
- Deutliche Schuldenreduktion durch verbessertes Working Capital-Management, Umschuldung als weitere Maßnahme zur Finanzierungssicherung in 2010 geplant
- Stabile Aktionärsstruktur sichert weiteres strategisches Voranschreiten
- Wareneinkauf der rumänischen Tochtergesellschaft erfolgt seit Juli 2009 nur noch in Landeswährung, womit aus dem operativen Geschäft Wechselkursrisiken entfallen

### **Schwächen**

- Alte Profitabilitätsniveaus noch nicht wieder erreicht
- Illiquide Aktie durch geringen Free-Float
- Marktstellung in Deutschland ist schwer ausbaubar
- Margeneffekte durch AMG-Novellierung nur geringfügig erwartet

### **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 somit Ertragspotenzial erhöhen
- Abhängigkeit des Arzneimittelmarktes von der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung ist sehr gering
- Strategisch richtige Entscheidung gegen Kettenbildung; Ablehnung der Kettenbildung in Deutschland durch den EuGH
- Abnahme der Direktbelieferungen durch die Novellierung des AMG-Gesetzes wird zu Umsatzsteigerungen führen

### **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
- Starker wirtschaftlicher Einbruch der osteuropäischen Volkswirtschaften könnte bei den dort ansässigen Tochtergesellschaften zu verlangsamten Wachstum führen

## Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2009e Prognose GBC	2009 tatsächlich	2010e (alt)	2010e (neu)	2011 (alt)	2011 (neu)
Umsatz	4.002,27	3.967,52	4.202,38	4.126,22	4.328,45	4.291,27
EBITDA	48,24	52,36	58,29	54,89	64,93	58,93
EBITDA-Marge	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,3 %	1,5 %	1,4 %
EBIT	36,74	35,01	46,29	43,39	52,92	47,43
EBIT-Marge	0,9 %	0,9 %	1,1 %	1,1 %	1,2 %	1,1 %
Konzernjahresüberschuss n. Minderh.	11,11	12,39	17,16	16,88	-	19,00

Quelle: GBC

Während unsere Umsatzschätzungen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 leicht untertroffen wurden, konnte die ANZAG unsere Ergebnisermwartungen auf EBITDA-Basis im Rahmen der Konzentration auf die Profitabilität übertreffen (siehe Tabelle oben). Das leicht schwächer als von uns erwartete EBIT ist der Goodwillabschreibung geschuldet. Jedoch fiel das Finanzergebnis besser aus als von uns antizipiert, weshalb ANZAG unsere Prognosen Bottom-line übertroffen hat. Insgesamt sind die Abweichungen von unseren Prognosen gering, so dass wir mit den erreichten Ergebnissen zufrieden sind.

Für das laufende Geschäftsjahr stellte das Management der ANZAG einen Umsatzanstieg von 4 % in Aussicht. Dies bedeutet ein Umsatzniveau von 4.126,22 Mio. €. Vor allem die ausländischen Tochtergesellschaften sollten im Zuge den sich wieder erholenden örtlichen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen erneut einen maßgeblichen Anteil zu diesen Steigerungen beitragen können. Aber auch die Absenkung der Direktbelieferungen im Rahmen der AMG-Novelle (siehe auch Seite 2) wird voraussichtlich zu einer Umsatzbelebung führen. Erste Indikationen sind diesbezüglich bereits in den ersten Monaten des neuen Geschäftsjahres spürbar. Wir schließen uns den Erwartungen des Managements der ANZAG an und gehen für das GJ 2010 ebenfalls von einem Umsatzwachstum von 4 % aus.

Dagegen erwarten wir bei der Rohmarge nur eine marginale Verbesserung im Zuge der sinkenden Direktbelieferungen. Durch den nun gesetzlich festgeschriebenen Versorgungsauftrag werden zwar wieder deutlich mehr Produkte über den Großhandel distribuiert, jedoch bleibt den Pharmaherstellern die Möglichkeit den Apothekern die gesamte Großhandelsmarge zu rabattieren, womit sich diese vor allem bei besonders hochpreisigen Medikamenten weiterhin für die Direktbelieferung entscheiden. Zudem sind viele bisher direkt vertriebene Medikamente logistisch aufwendiger handzuhaben (etwa durch Einhaltung der Kühlkette), was zu Lasten der Rohmarge geht.

Bei den Personalaufwendungen gehen wir von einer Steigerung gegenüber dem GJ 2009 in Höhe von 2 % auf 118,25 Mio. € aus. Hintergrund dieser Erwartung ist eine Tarifierhöhung im deutschen Groß- und Außenhandel um 2 % ab Oktober 2009 sowie eine weitere Erhöhung um 1,5 % ab Juni 2010. Im moderaten Umfang erwarten wir zudem Neueinstellungen, insbesondere bei den ausländischen Tochtergesellschaften.

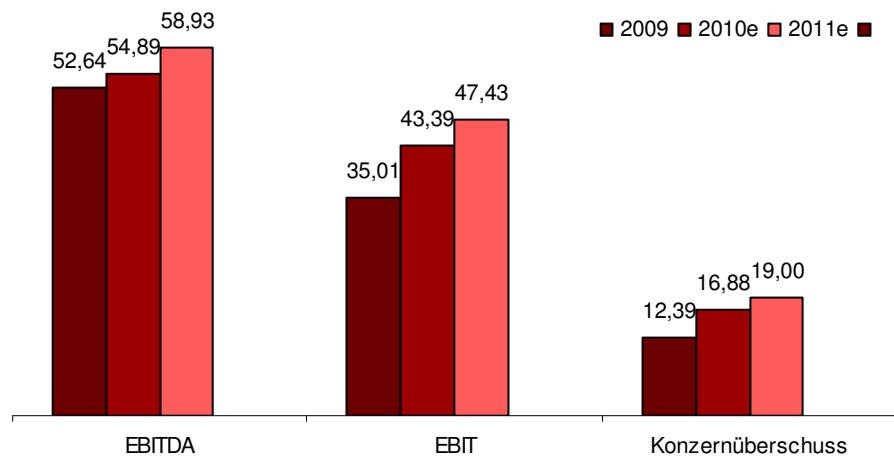
Eine Entlastung sollte es im GJ 2010 auf Seiten der Wechselkurse geben. In Rumänien dürfen Wareneinkäufe im Pharmagroßhandel auf Grund gesetzlicher Regulierungen seit Juli 2009 nur noch in der Landeswährung RON er-

folgen. Damit entstehen Wechselkursrisiken aus dem operativen Geschäft heraus nicht mehr; lediglich das Translationsrisiko in Euro bleibt bestehen. Damit sollten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen durch die verminderte Wechselkurseffekte deutlich entlastet werden. Wir gehen davon aus, dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im laufenden Geschäftsjahr bei 118,00 Mio. € liegen werden, was ein Niveau auf Vorjahreshöhe bedeutet. Bereinigt um die Währungseffekte war bereits 2009 eine stabile Entwicklung zu beobachten. Dies sollte auch in 2010 fortführbar sein.

Das Zinsergebnis wird erwartungsgemäß wieder leicht schwächer ausfallen, da im Rahmen der geplanten Umschuldung wohl höhere Zinsniveaus zum Tragen kommen. Dies ist mit dem Hintergrund eines höherem Risikospreads auf Grund der längeren Laufzeit zu sehen. Wir antizipieren ein Finanzergebnis in Höhe von -15,00 Mio. € und damit 2,32 Mio. € mehr als in 2009.

Insgesamt erwarten wir auf EBITDA-Basis eine absolute Steigerung um 2,53 Mio. € auf 54,89 Mio. €. Die EBITDA-Marge erwarten wir auf Vorjahresniveau bei 1,3 %. Beim EBIT sollte die Margensteigerung auf Grund des Wegfalls der Goodwillabschreibungen von 0,9 % auf 1,1 % größer ausfallen.

#### Erwartete Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC

Die starke Senkung des Working Capitals in 2009 hat unsere Erwartungen übertroffen. Die Kapitalrendite konnte dadurch mehr als zunächst von uns angenommen gesteigert werden. In 2010 gehen wir von einem Halten bzw. nur leichten Verbesserung des zum Stichtag bestehenden Working Capital-Niveaus aus. Die Effekte eines verstärkten Vorratsaufbau auf Grund der sinkenden Direktbelieferungen sollten jedoch noch aufgefangen werden können. Ein weiteres Ausnutzen des bestehenden Factoring-Rahmens könnte zudem mit der geplanten Umfinanzierung der kurzfristigen Kredite nicht notwendig werden.

Auf Grund der erwarteten stabilen Entwicklung des Working Capitals und geringen Investitionen auf Vorjahresniveau, sollte die Kapitalrendite auch in 2010 nochmals verbessert werden können.

Die zur Bewertung heranzuziehenden gewichteten Kapitalkosten (WACC) heben wir leicht von zuvor 5,72 % auf 5,83 % an. Hintergrund ist der um 0,25 Prozentpunkte auf 3,25 % gestiegene risikofreie Zinssatz. Die weiteren Berechnungsparameter für den WACC bleiben indes gegenüber unserer Updatestudie vom 11.05.2009 unverändert.

## 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. 3,25 % (zuvor: 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 0,9636.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,55 % (zuvor: 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 5,83 % (zuvor: 5,72 %).

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	8,55 %
Gewicht in %	45,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	55,00 %
Taxshield in %	27,88 %
<b>WACC</b>	<b>5,83 %</b>

### DCF Bewertung

Die ANZAG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2010 bis 2011 in Phase Eins (siehe auch Seiten 12-13), erfolgt in den Jahren 2012 bis 2017 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 5,83 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 28,23 € (bisher: 25,76 €)**.

## 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	1,4%	ewige EBITA - Marge	1,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	10,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	4126,22	4291,27	4420,01	4552,61	4689,19	4829,86	4974,76	5124,00	
US Veränderung	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	31,14	31,79	31,57	31,57	31,57	31,57	31,57	31,57	
EBITDA	54,89	58,93	60,77	62,59	64,47	66,41	68,40	70,45	
EBITDA-Marge	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
EBITA	43,39	47,43	49,27	50,67	52,19	53,75	55,36	57,02	
EBITA-Marge	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Steuern auf EBITA	-13,02	-14,23	-14,78	-15,20	-15,66	-16,13	-16,61	-17,11	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	30,37	33,20	34,49	35,47	36,53	37,63	38,75	39,92	
Kapitalrendite	5,3%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,8%
Working Capital (WC)	435,00	450,00	463,66	477,57	491,90	506,65	521,85	537,51	
WC zu Umsatz	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
Investitionen in WC	5,10	-15,00	-13,66	-13,91	-14,33	-14,76	-15,20	-15,66	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	132,50	135,00	140,00	144,20	148,53	152,98	157,57	162,30	
AFA auf OAV	-11,50	-11,50	-11,50	-11,93	-12,29	-12,65	-13,03	-13,43	
AFA zu OAV	8,7%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-11,83	-14,00	-16,50	-16,13	-16,61	-17,11	-17,62	-18,15	
Investiertes Kapital	567,50	585,00	603,66	621,77	640,42	659,63	679,42	699,81	
EBITDA	54,89	58,93	60,77	62,59	64,47	66,41	68,40	70,45	
Steuern auf EBITA	-13,02	-14,23	-14,78	-15,20	-15,66	-16,13	-16,61	-17,11	
Investitionen gesamt	-6,73	-29,00	-30,16	-30,04	-30,94	-31,87	-32,82	-33,81	
Investitionen in OAV	-11,83	-14,00	-16,50	-16,13	-16,61	-17,11	-17,62	-18,15	
Investitionen in WC	5,10	-15,00	-13,66	-13,91	-14,33	-14,76	-15,20	-15,66	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	35,15	15,70	15,83	17,36	17,88	18,41	18,97	19,53	699,18
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	568,54	585,99							
Barwert expliziter FCFs	98,36	88,40							
Barwert des Continuing Value	470,17	497,59							
Nettoschulden (Net debt)	259,81	271,85							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	308,73	314,14							
Fremde Gewinnanteile	-7,27	-7,40							
Wert des Aktienkapitals	301,46	306,75							
Ausstehende Aktien in Mio.	10,678	10,678							
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>28,23</b>	28,73							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,96
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	45,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	55,0%
Taxshield	27,9%
WACC	<b>5,8%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	5,3%	5,6%	5,8%	6,1%	6,3%
5,3%	29,71	25,84	22,48	19,55	16,97
5,6%	33,13	28,96	25,36	22,20	19,43
5,8%	36,55	32,09	<b>28,23</b>	24,86	21,89
6,1%	39,96	35,22	31,11	27,51	24,35
6,3%	43,38	38,34	33,98	30,17	26,81



## **Fazit**

Im GJ 2009 konnte die Andreae-Noris Zahn AG (ANZAG) nicht nur entgegen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung die Umsatzerlöse um 4,1 % auf 3,97 Mrd. € steigern, sondern erreichte auch eine merkliche Verbesserung der Profitabilität. Nachdem die Vorjahre durch eine fortschreitende Erosion der Rohmarge geprägt waren, konnte dieser Trend im abgelaufenen GJ umgekehrt werden, indem eine strategische Fokussierung auf die Ertragsstärke des Unternehmens gelegt wurde. Das EBITDA konnte im Zuge dessen um 34,6 % auf 52,36 Mio. € verbessert werden. Auch unterm Strich wurde das Konzernergebnis mit 91,8 % auf 13,91 Mio. € deutlich gegenüber dem VJ verbessert.

Neben der Konzentration auf die Ertragsstärke lag ein weiterer Hauptaugenmerk im abgelaufenen GJ auf der Optimierung des Working Capitals. So flossen dem Unternehmen beispielsweise im Rahmen eines Factorings 80 Mio. € zu. Aber auch bei den Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten und Dienstleistern wurden Konditionen verbessert.

Insgesamt führten die Ertragssteigerungen und die Working Capital-Optimierung zu einem starken operativen Cashflow in Höhe von 84,98 Mio. €, nach 27,24 Mio. € im Vorjahr. Dies ermöglichte ANZAG nicht nur die Übernahme der litauischen Armila UAB in Höhe von 20,43 Mio. € aus Eigenmitteln zu finanzieren, sondern auch einen großen Teil der Bankverbindlichkeiten zu tilgen. Insgesamt wurden im GJ 2009 Kredite von netto rund 40 Mio. € zurückgeführt.

Auch im angelaufenen GJ 2010 sollte es dem Unternehmen möglich sein weitere Ertragssteigerungen zu erreichen. Wir gehen davon aus, dass eine leichte Steigerung der Ergebnismargen realisiert werden kann. Bei der EBIT-Marge erwarten wir einen Anstieg von 0,9 % auf 1,1 %.

Im Juli 2009, also zum Ende des GJ 2009 der ANZAG, wurde unser bisheriges Kursziel von 25,76 € erreicht. Nach der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes für das GJ 2009 heben wir nun unser Kursziel auf 28,23 € an. Dabei ist vor allem die Verbesserung des Working Capitals ein maßgeblicher Werttreiber, der einen positiven Einfluss auf die Kapitalrendite hat. Dieser Einfluss überkompensiert den leichten Anstieg des WACC von 5,72 % auf 5,83 %.

Auch eine Betrachtung der Bewertungsmultiples unterstützt das Kursziel von 28,23 €. Beim aktuellen Kurs von 25,35 € notiert die Aktie unter ihrem Eigenkapitalwert. Das KBV liegt bei 0,84. Auch ein KGV von knapp 16 ist für ein weitgehend konjunkturresistentes Unternehmen nicht als zu viel zu erachten. Vielmehr hat ANZAG im abgelaufenen Geschäftsjahr eine starke Verbesserung der Profitabilität und Rentabilität erreicht und sollte auch im laufenden Geschäftsjahr eine Steigerung der Kapitalrenditen erzielen können.

Wir bekräftigen daher unsere bisherige Kaufempfehlung und sehen das neue Kursziel auf Sicht von Ende GJ 2010 bei 28,23 €.

# 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)