



Researchstudie (Update)



**Umsatz im 1. HJ 2010 über unseren Erwartungen -
EBIT-Prognose für 2010 bestätigt**

Kursziel: 26,83 €

Rating: Halten

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9

Andrae-Noris Zahn AG ^{*5}

Rating: HALTEN

Kursziel: 26,83 €

aktueller Kurs: 25,50

19.4.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005047005

WKN: 504700

Börsenkürzel: ANZ

Aktienanzahl³: 10,678

Marketcap³: 272,29

EnterpriseValue³: 540,50

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 7,7 %

Transparenzlevel:

General Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.8

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle

hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Logistik

Fokus: Pharmagroßhandel, Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2658 Stand: 28.2.2010

Gründung: 1841

Firmensitz: Frankfurt/Main

Vorstand: Dr. Thomas Trümper (CEO), Michael Mock, Wolfgang Traut



Quelle: BIS

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	4.165,90	4.332,53
EBITDA	38,89	52,36	54,89	57,28
EBIT	28,11	35,01	43,43	45,78
Jahresüberschuss	7,24	12,39	14,90	15,80

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,68	1,16	1,40	1,48
Dividende je Aktie	1,10	1,10	1,10	1,10

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,15	0,14	0,13	0,12
EV/EBITDA	14,88	10,32	9,85	9,44
EV/EBIT	20,59	15,44	12,45	11,81
KGV	37,59	21,97	18,27	17,24
KBV		0,85		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

15.07.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht
01.12.2010: Bilanzpressekonferenz
14.01.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
15.02.2011: Hauptversammlung

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

22.12.2009: RS / 28,23 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 25,98 / KAUFEN
9.9.2009: RG / KAUFEN
12.6.2009: RS / 30,05 / KAUFEN
14.5.2009: RS / 25,76 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2009 - Umsatz über Erwartungen - Ergebnisse gesteigert

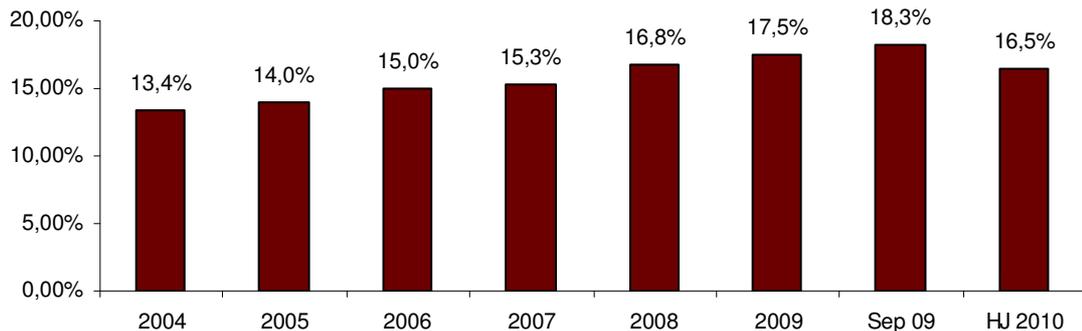
In Mio. €	HJ 2009	HJ 2010	Delta 2009e/2009a
Umsatzerlöse	1.980,29	2.095,61	+5,8 %
EBITDA	31,93	32,70	+2,4 %
EBITDA-Marge	1,6 %	1,6 %	+/- 0 Pp.
EBIT	26,22	27,22	+3,8 %
EBIT-Marge	1,3 %	1,3 %	+/- 0 Pp.
Konzernergebnis	12,30	13,96	+13,5 %

Quelle: ANZAG, GBC

Umsatzentwicklung - Dynamik stärker als erwartet

Erstmals seit langem entwickelte sich der deutsche Pharmagroßhandelsmarkt wieder stärker als der Arzneimittelmarkt. Während dieser im ersten Berichtshalbjahr der ANZAG um 3,8 % zulegen konnte, wuchs der Pharmagroßhandel um 5,6 %. Hintergrund dieser überproportionalen Entwicklung war die Novellierung des Arzneimittelgesetzes vom August 2009. Diese schreibt den Belieferungsanspruch der Pharmagroßhändler durch die Industrie vor, was die Zahl der Direktbelieferungen, also Lieferungen der Pharmaunternehmen direkt an die Apotheken, merklich eindämmte. Während die Direktbelieferungen im September 2009 noch 18,3 % des Arzneimittelmarktes ausmachten, waren es im 1. HJ 2010 nur noch 16,5 %.

Entwicklung der Direktbelieferungen



Quelle: ANZAG, GBC

Das deutliche Marktwachstum führte zu einem Umsatzanstieg bei ANZAG um 5,8 %, welcher sich damit im Gleichschritt mit der Entwicklung des Pharmagroßhandelsmarktes entwickelte. Auch im 1. HJ 2010 trugen die ausländischen Tochtergesellschaften wieder maßgeblich zum Umsatzanstieg bei. Nach 132,4 Mio. € im VJ lag der Umsatzbeitrag der Töchter in Rumänien, Kroatien und Litauen nun bei 155,0 Mio. €, was einem Anstieg um 17,1 % entspricht. Der Umsatzanteil erhöhte sich dadurch um 0,8 Prozentpunkte auf 8,1 % von den Konzernumsatzerlösen.

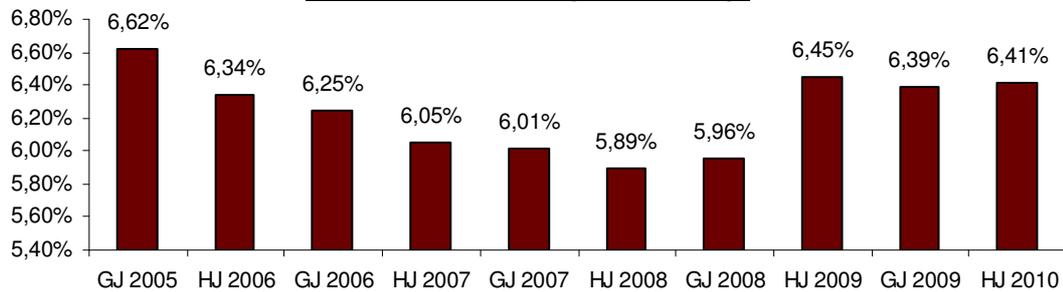
Ergebnisentwicklung - Margenniveaus können verteidigt werden

Im vergangenen GJ wurde eine signifikante Verbesserung der Rohertragsmarge erzielt, was insbesondere auf erfolgreiche Optimierungen von Konditionen gegenüber Kunden sowie der Konditionspolitik zurückzuführen war. Dieses verbesserte Niveau konnte auch im 1. HJ 2010 gehalten werden, wo eine Rohertragsmarge von 6,41 % erzielt wurde, nach 6,39 % zum GJ 2009 und 6,45 % im Vorjahreszeitraum. Damit wird deutlich, dass die ergriffenen Maßnahmen eine nachhaltige Wirkung entfalten und die Rohertragsmarge trotz des anhaltend hohen Wettbewerbs auf dem deutschen Markt stabil gehalten werden kann. Einen positiven Einfluss auf die Rohertragsmarge haben dabei auch die ausländischen Tochtergesellschaften, wo die Margenniveaus deutlich höher liegen.

Entsprechend dem guten Beitrag zum Rohertrag, entwickelte sich auch der EBIT-Beitrag der ausländischen Tochtergesellschaften. Nach 4,8 Mio. € im Vorjahreszeitraum verdoppelte sich der EBIT-Beitrag nahezu und lag bei nunmehr 8,9 Mio. €. Hierzu trugen auch geringere Währungsverluste bei der rumänischen Tochtergesellschaft Farmexpert bei. Da in

Rumänien Wareneinkäufe im Pharmagroßhandel seit Juli 2009 nur noch in der Landeswährung RON erfolgen, entfallen Wechselkursrisiken aus dem operativen Geschäft. Somit besteht lediglich noch das Translationsrisiko in Euro zum Stichtag. Im Berichtszeitraum verlief die Relation des Währungspaares EUR/RON jedoch verhältnismäßig flach.

Historische Entwicklung der Rohmarge

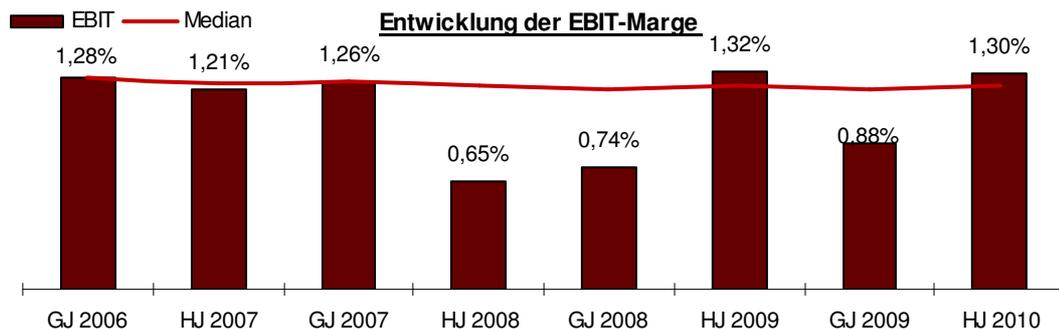


Quelle: ANZAG, GBC

Deutlich höher als im VJ fielen hingegen die Personalaufwendungen aus. Nach 52,8 Mio. € erfuhren diese einen Anstieg um 17,5 % auf 62,0 Mio. €. Während die Mitarbeiteranzahl, umgerechnet auf Vollzeitkräfte, nur leicht um 23 Personen auf 2.658 Mitarbeiter anstieg, war ein wesentlicher Effekt des Personalkostenanstiegs auf die Neuzinsberechnung der Pensionen zurückzuführen. Durch das allgemein gesunkene Zinsniveau wurde der Zinssatz zur Berechnung der Pensionsansprüche gesenkt, was zu einer Erhöhung dieser führte. Diese Erhöhung ist erfolgswirksam zu erfassen und führte im 1. HJ 2010 zu einem Aufwand in Höhe von 3,7 Mio. €. Im gleichen Zeitraum des Vorjahres wurde aus diesem Effekt noch ein Ertrag von 3,5 Mio. € erzielt.

Positiv beeinflusst wurde das Ergebnis hingegen durch die Veräußerung eines Altgebäudes der Niederlassung Saarbrücken, woraus ein Erlös von 0,7 Mio. € resultierte. Die sonstigen betrieblichen Erträge lagen insgesamt mit 18,2 Mio. € um 1,9 Mio. € über dem VJ.

Insgesamt konnte ein EBIT in Höhe von 27,2 Mio. € erzielt werden, was einer Steigerung gegenüber dem VJ um 3,8 % entspricht. Die Marge blieb dagegen auf Grund der leicht überproportionalen Kostenentwicklung im Verhältnis zum Umsatz unverändert bei 1,3 %. Damit konnte, wie bereits schon im VJ, eine EBIT-Marge erzielt werden, die oberhalb der durchschnittlichen EBIT-Marge der vergangenen vier Geschäftsjahre lag.



Quelle: ANZAG, GBC

Außerordentlich stark entwickelte sich das Finanzergebnis. Insbesondere führte die niedrigere durchschnittliche Aufnahme von Fremdmitteln und die niedrigeren Zinssätze zu einem Zinsaufwand, der mit 6,5 Mio. € klar unter dem Vorjahreswert von 10,8 Mio. € lag. Insgesamt lag das Zinsergebnis mit -5,1 Mio. € ebenfalls deutlich über dem Vorjahreswert von -8,0 Mio. €.

Das verbesserte Zinsergebnis führte schließlich gegenüber dem EBIT zu einer prozentual gesehen noch deutlicheren Steigerung des Konzernergebnisses vor Minderheiten. Dieses legte um 29,5 % auf nunmehr 16,7 Mio. € zu. Da die Gewinnanteile der Minderheiten auf Grund der guten Entwicklung der ausländischen Tochtergesellschaften mit 2,8 Mio. € verglichen mit dem VJ sehr hoch ausfielen, betrug das den Aktionären der ANZAG zuzurechnende Konzernergebnis 14,0 Mio. €, nach 12,3 Mio. € im VJ.

Prognose und Modellannahmen - EBIT-Prognose für GJ 2010 bestätigt

In Mio. €	2009	2010e alt	2010e neu	2011e alt	2011e neu
Umsatz (netto)	3.967,52	4.126,22	4.165,90	4.291,27	4.332,53
EBITDA	52,36	54,89	54,89	58,93	57,28
EBITDA-Marge	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,4 %	1,3 %
EBIT	35,01	43,43	43,43	47,43	45,78
EBIT-Marge	0,9 %	1,1 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
Konzernergebnis	12,39	16,88	14,90	19,00	15,80

Quelle: GBC

Die Umsatzdynamik zeigte sich im 1. HJ 2010 besser als erwartet. Die im Konzernlagebericht zum GJ 2009 ausgegebene Umsatzprognose von +4 % sollte damit übertroffen werden können. Daher heben wir unsere Wachstumsprognose von vormals 4 % auf nunmehr 5 % an. Zu dieser Entwicklung sollten auch die sinkenden Direktbelieferungen im Zuge der Arzneimittelgesetznovelle beitragen. Auch wenn wir nicht davon ausgehen, dass die Direktbelieferungen maßgeblich sinken werden, halten wir immerhin ein Absinken des Anteils auf 14-15 % für möglich.

Die Ergebniserwartungen für das GJ 2010 belassen wir indes gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 22.12.2009 unverändert. Zwar prognostizieren wir nun höhere Umsatzerlöse als zuletzt, gehen aber gleichzeitig davon aus, dass unsere bisherige Projektion der Rohmarge von 6,45 % nicht erreicht werden kann. Vielmehr sollte diese gegenüber dem HJ nochmals leicht auf 6,35 % rückläufig sein. Vor allem die Tatsache, dass sich der Wettbewerb in Deutschland als dauerhaft herausfordernd erweist, eröffnet hierbei nur wenig Spielraum für Rohmargensteigerungen.

Folglich erwarten wir für das GJ 2010 weiterhin ein EBIT von 43,4 Mio. €. Die EBIT-Marge sollte auf Grund der höheren Umsatzbasis bei 1,0 % liegen. Zuvor waren wir von 1,1 % ausgegangen.

Obwohl das Finanzergebnis im 1. HJ 2010 sehr niedrig ausfiel, gehen wir davon aus, dass diese günstige Entwicklung im 2. HJ 2010 nicht fortgeschrieben werden kann und zum Ende des Geschäftsjahres 2010 bei 15,0 Mio. € liegen wird. Die erfolgte Umschuldung der kurzfristigen Bankkredite in mittelfristige Laufzeiten wurde im Rahmen der Aufnahme eines KfW-Darlehens im Volumen von 140 Mio. € durchgeführt. Die Kreditkonditionen hieraus dürften nach unserer Einschätzung zu deutlich höheren Zinsaufwendungen ab Februar 2010 führen. Auch in 2011 rechnen wir mit nochmals höheren Zinsaufwendungen, da die erhöhten Zinskonditionen dann für das volle Geschäftsjahr gelten werden.

Während wir für das GJ 2010 beim EBITDA und EBIT die Prognosen unverändert belassen haben, erwarten wir nun ein niedrigeres auf die Aktionäre entfallendes Konzernergebnis, da die Gewinnanteile der Minderheiten erwartet höher ausfallen werden. Bereits im 1. HJ zeichnete sich dies auf Grund der guten Entwicklung der Auslandstöchter ab. Wir gehen davon aus, dass sich der positive Trend auch im 2. HJ fortsetzen sollte. Nach zuvor 16,9 Mio. € gehen wir nun von 14,9 Mio. € aus.

Für das GJ 2011 behalten wir unsere Wachstumserwartung von 4,0 % bei. Die Umsatzerwartung wurde dennoch nach oben genommen, da das Wachstum erwartungsgemäß von einer höheren Basis in 2010 ausgehen wird.

Die Erwartungen bezüglich der Rohmarge haben wir auch für 2011 herabgesetzt, was auch zu einer leichten Korrektur der Ergebniserwartungen führt. Dennoch rechnen wir weiterhin mit gegenüber dem GJ 2010 steigenden Ergebnissen und stabilen Ergebnismargen. So prognostizieren wir in 2011 für das EBIT einen Anstieg um 5,4 % auf 45,8 Mio. €, was weiterhin einer EBIT-Marge von 1,1 % entspricht.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

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 Seite 5), 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.

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: 3,25 %).

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 8,30 % (zuvor: 8,55 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich durchschnittlich auf 5,00 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % (zuvor: 45 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,95 % (zuvor: 5,83 %).

Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,95 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 26,83 € (bisher: 28,23 €)**.

Andreae-Noris Zahn AG 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	10,4%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	4165,90	4332,53	4462,51	4596,38	4734,27	4876,30	5022,59	5173,27	
US Veränderung	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	31,44	32,09	31,88	31,88	31,88	31,88	31,88	31,88	
EBITDA	54,89	57,28	61,14	62,97	64,86	66,81	68,81	70,87	
EBITDA-Marge	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
EBITA	43,43	45,78	49,63	51,04	52,57	54,15	55,78	57,45	
EBITA-Marge	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-13,03	-13,73	-14,89	-15,31	-15,77	-16,25	-16,73	-17,23	
EBI (NOPLAT)	30,40	32,05	34,74	35,73	36,80	37,91	39,04	40,21	30,0%
Kapitalrendite	5,3%	5,6%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Working Capital (WC)	435,00	450,00	463,65	477,56	491,89	506,65	521,85	537,50	
WC zu Umsatz	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	
Investitionen in WC	5,10	-15,00	-13,65	-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	-11,46	-11,50	-11,50	-11,93	-12,29	-12,65	-13,03	-13,43	
AFA zu OAV	8,6%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-11,79	-14,00	-16,50	-16,13	-16,61	-17,11	-17,62	-18,15	
Investiertes Kapital	567,50	585,00	603,65	621,76	640,42	659,63	679,42	699,80	
EBITDA	54,89	57,28	61,14	62,97	64,86	66,81	68,81	70,87	
Steuern auf EBITA	-13,03	-13,73	-14,89	-15,31	-15,77	-16,25	-16,73	-17,23	
Investitionen gesamt	-6,69	-29,00	-30,16	-30,04	-30,94	-31,87	-32,82	-33,81	
Investitionen in OAV	-11,79	-14,00	-16,50	-16,13	-16,61	-17,11	-17,62	-18,15	
Investitionen in WC	5,10	-15,00	-13,65	-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	35,17	14,55	16,09	17,62	18,15	18,69	19,25	19,83	682,80
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	553,57	571,98							
Barwert expliziter FCFs	98,11	89,40							
Barwert des Continuing Value	455,46	482,58							
Nettoschulden (Net debt)	259,78	274,48							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	293,78	297,50							
Fremde Gewinnanteile	-7,27	-7,36							
Wert des Aktienkapitals	286,51	290,14							
Ausstehende Aktien in Mio.	10,678	10,678							
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,83	27,17							
Kapitalkostenermittlung :									
risikolose Rendite									3,0%
Marktrisikoprämie									5,5%
Beta									0,96
Eigenkapitalkosten									8,3%
Zielgewichtung									50,0%
Fremdkapitalkosten									5,0%
Zielgewichtung									50,0%
Taxshield									27,9%
WACC									6,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	5,5%	5,7%	6,0%	6,2%	6,5%
5,4%	28,11	24,47	21,31	18,53	16,07
5,6%	31,38	27,47	24,07	21,08	18,44
5,9%	34,65	30,47	26,83	23,64	20,82
6,1%	37,92	33,47	29,60	26,20	23,19
6,4%	41,19	36,47	32,36	28,75	25,56

Fazit

Gute Umsatzdynamik - EBIT-Prognose für 2010 bestätigt - Kursziel auf Grund Ergebnisanpassung für 2011 auf 26,83 € gesenkt

Seit langer Zeit konnte sich der Markt für den Pharmagroßhandel mit einem Plus von 5,6 % wieder stärker entwickeln als der Arzneimittelmarkt, der um 3,8 % wuchs. Zurückzuführen ist dies unter anderem auch auf die Novellierung des Arzneimittelgesetzes im vergangenen Jahr, wodurch dem Pharmagroßhandel ein Belieferungsanspruch zugesprochen wird. In der Folge gab es eine leichte Absenkung der Direktbelieferungen durch die Pharmaunternehmen von noch 18,3 % im September 2009 auf nunmehr 16,5 %.

Die ANZAG erreichte indes im 1. HJ 2010 einen zum Marktwachstum korrespondierenden Umsatzanstieg in Höhe von 5,8 %, auf 2.095,6 Mio. €. Zu diesem Umsatzanstieg trugen einmal mehr auch die ausländischen Tochtergesellschaften bei, die insgesamt ein Wachstum von 17,1 % zu Tage legten.

Auch ergebnisseitig konnte ANZAG Steigerungen herbeiführen, wenn auch die Rohmarge auf Grund von einem weiterhin intensiven Wettbewerb auf dem deutschen Markt leicht absank. Nach einer Rohmarge von 6,45 % im Vorjahreszeitraum, lag diese nun bei 6,41 %. Dennoch wurde eine EBIT-Steigerung um 3,8 % bzw. 1,0 Mio. € gegenüber dem Vorjahreszeitraum erzielt. Die EBIT-Marge verhielt sich stabil bei 1,3 %.

Nach der starken Umsatzdynamik im 1. HJ 2010 gehen wir davon aus, dass die anvisierte Umsatzsteigerung um 4,0 % auf Gesamtjahressicht übertroffen werden wird. Daher revidieren wir unsere bisherige Umsatzschätzung und gehen nun von einem Wachstum in Höhe von 5,0 % auf 4.165,9 Mio. € aus.

Die Ergebnisschätzungen für das GJ 2010 belassen wir gegenüber der Researchstudie (Anno) vom 22.12.2009 hingegen unverändert. Die erhöhten Umsatzerlöse sollten gemäß unseren Prognosen durch eine niedrigere Rohmarge aufgewogen werden. Diese haben wir von zuvor 6,45 % auf 6,35 % revidiert. Wir gehen davon aus, dass der starke Wettbewerb auf dem deutschen Markt derzeit keinen maßgeblichen Spielraum für Steigerungen der Rohmarge lässt. Dagegen sollte die wachsende Bedeutung der ausländischen Tochtergesellschaften mittelfristig zu leicht höheren Rohertragsmargen führen, da auf den Auslandsmärkten, auf denen ANZAG vertreten ist, deutlich höhere Margen erzielt werden können als in Deutschland. Schon in 2011 gehen wir daher von einer leichten Erhöhung der Rohmarge auf dann 6,40 % aus.

Insgesamt erwarten wir für das GJ 2010 weiterhin ein EBIT in Höhe von 43,4 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 1,0 % entspricht. Auch für 2011 prognostizieren wir einen weiteren Anstieg des EBIT um 5,4 % auf dann 45,8 Mio. €. Gegenüber unserer bisherigen Schätzung haben wir das EBIT für das GJ 2011 somit leicht reduziert.

Durch die Ergebnisanpassung für das GJ 2011 ergibt sich auch eine leichte Reduktion des Kursziels. Nach zuvor 28,23 € haben wir nun ein Kursziel von 26,83 € ermittelt. Mit einem Kurs der ANZAG von derzeit 25,50 € ergibt sich somit ein Kurspotenzial von 5,2 %. Das Rating nehmen wir aus diesem Grund von KAUFEN auf HALTEN zurück.

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 verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

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

§ 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