



## Researchstudie (Anno)



- Auslandstöchter wachsen weiter dynamisch -
- Starke Steigerung der Rentabilität und Effizienz -
  - Kursziel und Rating erhöht-
- Übernahmeangebot unattraktiv-

**Kursziel: 32,64 €**

**Rating: KAUFEN**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

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

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 32,64 €**

aktueller Kurs: 28,50  
6.12.2010 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005047005

WKN: 504700

Börsenkürzel: ANZ

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

Marketcap<sup>3</sup>: 304,32  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 600,64  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 6,7 %

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 18

### Unternehmensprofil

Branche: Logistik

Fokus: Pharmagroßhandel, Healthcare-Logistik

Mitarbeiter: 2697 Stand: 31.8.2010

Gründung: 1841

Firmensitz: Frankfurt/Main

Vorstand: Dr. Thomas Trümper, Dr. Ralf Lieb,  
Michael Mock, Wolfgang Traut



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 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 | 31.8.2009 | 31.8.2010 | 31.8.2011e | 31.8.2012e |
|----------------------------|-----------|-----------|------------|------------|
| Umsatz                     | 3.967,52  | 4.244,18  | 4.371,51   | 4.480,80   |
| EBITDA                     | 52,36     | 65,47     | 62,37      | 64,31      |
| EBIT                       | 35,01     | 54,44     | 51,37      | 53,31      |
| Jahresüberschuss           | 12,39     | 25,29     | 20,03      | 22,73      |

### Kennzahlen in EUR

|                    |      |      |      |      |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie    | 1,16 | 2,37 | 1,88 | 2,13 |
| Dividende je Aktie | 1,10 | 0,00 | 0,55 | 0,55 |

### Kennzahlen

|           |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 0,15  | 0,14  | 0,14  | 0,13  |
| EV/EBITDA | 11,07 | 9,17  | 9,63  | 9,34  |
| EV/EBIT   | 16,56 | 11,03 | 11,69 | 11,27 |
| KGV       | 24,56 | 12,03 | 15,19 | 13,39 |
| KBV       |       | 0,92  |       |       |

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

14.01.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht  
15.02.2011: Hauptversammlung  
14.04.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht  
15.07.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

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

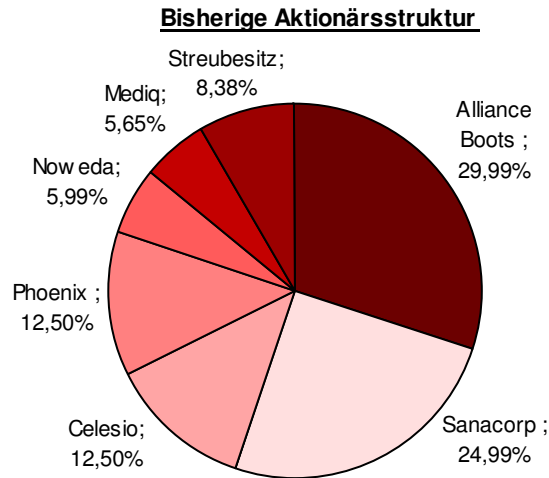
19.4.2010: RS / 26,83 / HALTEN  
22.12.2009: RS / 28,23 / KAUFEN  
6.11.2009: RG / 25,98 / KAUFEN  
9.9.2009: RG / KAUFEN  
12.6.2009: RS / 30,05 / KAUFEN

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.

## Unternehmen

### Bisherige Aktionärsstruktur



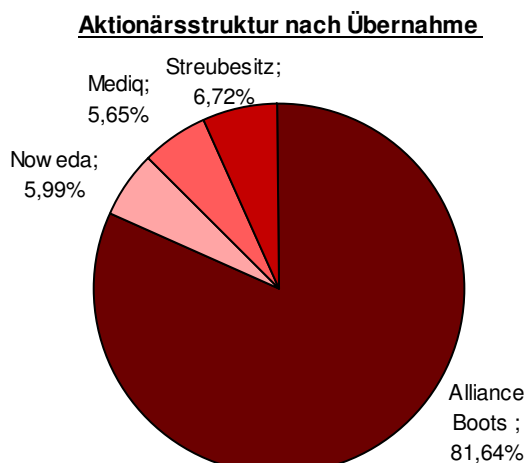
Quelle: ANZAG, GBC

### Übernahmeangebot durch Großaktionärin Alliance Boots

Am 18.10.2010 hat die bisherige Großaktionärin Alliance Boots bekannt gegeben, dass sie die Anteile an der ANZAG von den weiteren Großaktionären Sanacorp, Celesio und Phoenix übernehmen und damit dann einen Anteil der ANZAG-Aktien von 81,64 % halten wird. Die entsprechenden Paketverkäufe haben dabei zu einem Preis von 26,00 € stattgefunden. Die Übernahme ist noch vorbehaltlich der Zustimmung durch die Kartellbehörden. Während für die deutschen Pharmagroßhändler aus kartellrechtlichen Gründen eine Erhöhung der Anteilsbesitze an der ANZAG nicht möglich war, sollten gegen eine Übernahme der Alliance Boots voraussichtlich keine kartellrechtlichen Bedenken bestehen.

Den verbleibenden Aktionären wurde ein Übernahmeangebot unterbreitet, wonach diese ihre Anteile an der ANZAG vom 29.11.2010 bis zum 07.01.2011, vorbehaltlich einer Verlängerung der Angebotsfrist, zu einem Preis von 26,08 € einreichen können. Entsprechend der Einreichung der weiteren Aktionäre könnte sich der Anteilsbesitz der Boots Alliance damit noch weiter erhöhen.

Mit der Übernahme vollzieht der englische Wettbewerber Alliance Boots einen weiteren Schritt in Richtung Internationalisierung. Zielsetzung der Übernahme ist es, die Effizienz beider Unternehmen weiter zu erhöhen und die Wertschöpfung zu vertiefen. Dies soll unter anderem durch zusätzliche Service-Angebote geschehen, z.B. durch die Erweiterung der Produktpalette der ANZAG um eigene Kosmetik- und Pflegeprodukte der Alliance Boots. Für die ANZAG soll laut Unternehmensaussagen die Übernahme zudem Vorteile durch die Möglichkeiten der internationalen Vernetzung und Zusammenarbeit mit Alliance Boots mit sich bringen, z.B. im Einkauf.



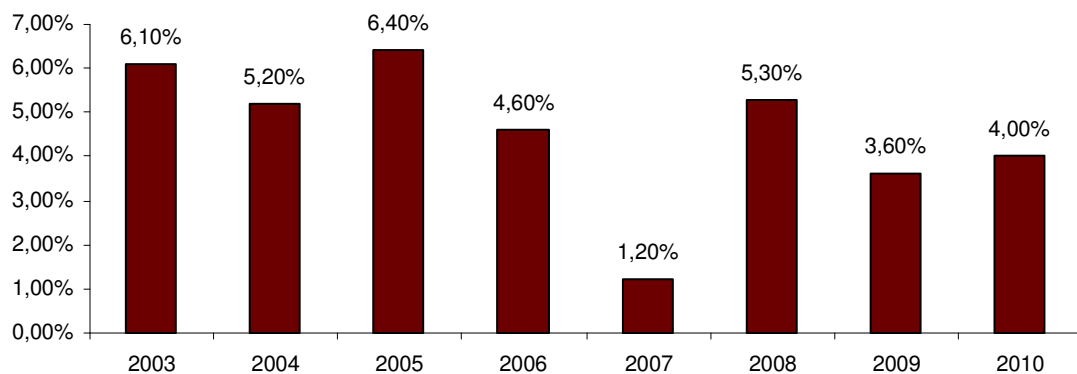
Quelle: ANZAG, GBC

## Markt- und Marktumfeld

### Arzneimittelmarkt +4 % Wachstum gegenüber Vorjahr

Das Wachstum des deutschen Arzneimittelmarktes belief sich vom 01.09.2009 bis zum 31.08.2010 (ANZAG-Geschäftsjahr) auf +4,0 % und lag damit leicht höher als im Vorjahreszeitraum. Dabei war das Wachstum insbesondere im rezeptpflichtigen Bereich getrieben, also durch die Zunahme bei hochpreisigen, innovativen Arzneimitteln. Hier lag der Zuwachs sogar bei +5,5 %. Bei rezeptfreien und frei verkäuflichen Medikamenten war hingegen ein Rückgang der Umsätze um -4,9 %, respektive -7,4 % zu beobachten, was insbesondere auf die schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung zurückzuführen war, die auch einen Einfluss auf die Selbstmedikation der Bevölkerung hat. Dies wirkte sich auch auf die Zahl der verkauften Packungen aus. Diese nahm gegenüber dem Vergleichszeitraum der Vorperiode um -3,6 % ab.

#### Wachstum des deutschen Arzneimittelmarktes

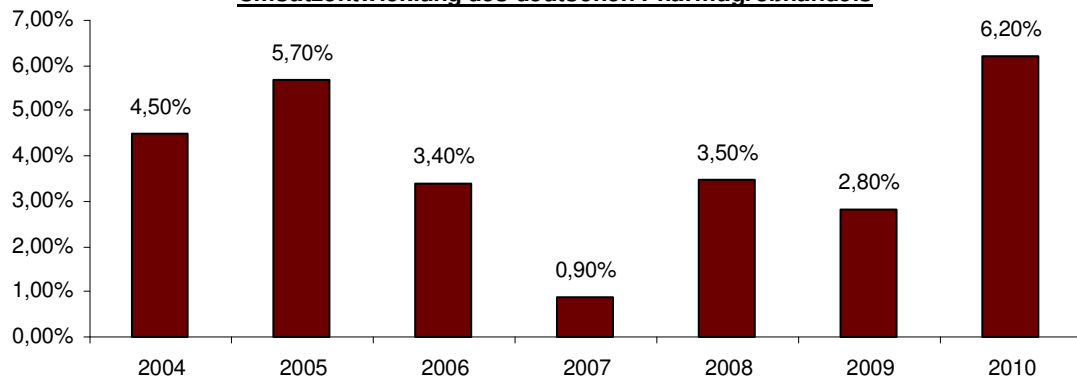


Quelle: ANZAG, GBC

Die Entwicklung der Auslandsmärkte, auf denen die ANZAG tätig ist, zeigte sich differenziert. So fiel das Wachstum in Rumänien im ersten Halbjahr 2010 mit +16 % erneut kräftig aus und damit auch deutlich dynamischer als in Deutschland. Hingegen wurde auf den Märkten in Litauen und Kroatien im gleichen Zeitraum ein Rückgang des Arzneimittelmarktes um -3,7 % und -4,0 % registriert. In beiden Ländern ist die schwache Marktentwicklung noch mit dem Hintergrund der Auswirkungen der Konjunkturkrise zu erklären, deren Folgen noch nicht verdaut sind und die öffentliche Ausgabenkontrolle im Fokus der Politik steht, mit entsprechenden Auswirkungen auch auf den Arzneimittelmarkt.

### Pharmagroßhandelsmarkt - starkes Wachstum dank AMG-Novelle

#### Umsatzentwicklung des deutschen Pharmagroßhandels

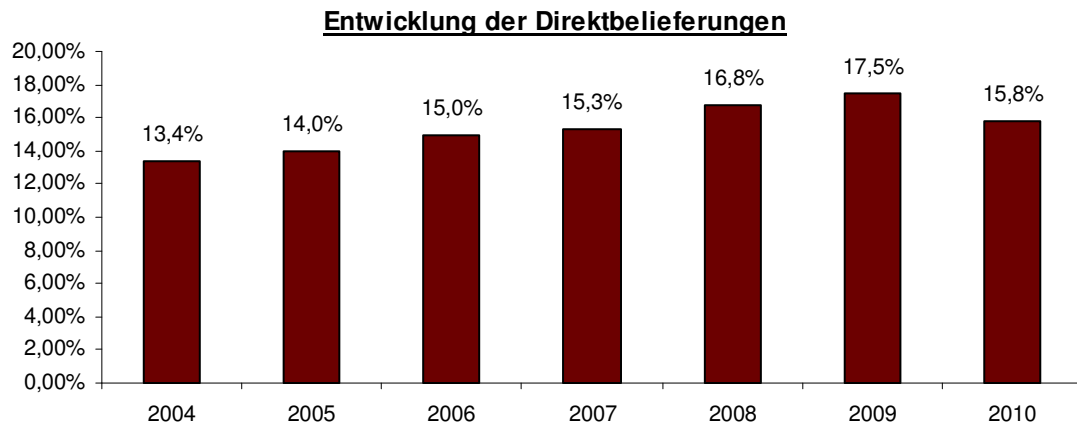


Quelle: ANZAG, GBC

Erstmals seit vielen Jahren entwickelte sich der deutsche Pharmagroßhandelsmarkt überproportional zum Arzneimittelmarkt. Hintergrund dieser Entwicklung ist das Inkrafttreten der 15. Novelle des Arzneimittelgesetzes (AMG) zum 01.08.2009. Diese sprach dem vollversorgenden Pharmagroßhandel einen öffentlichen Versorgungsauftrag zu, mit dem Resultat

einer Belieferungsverpflichtung der Pharmahersteller gegenüber den Großhändlern. Zuvor hatte sich zunehmend eine direkte Belieferung der Hersteller an die Apotheken durchgesetzt, mit der Folge, dass die hochpreisigen Präparate am Großhandel vorbei geliefert wurden und so die Mischkalkulation der Großhändler zwischen hoch- und niedrigpreisigen Medikamenten zunehmend nicht mehr aufging.

Die AMG-Novelle hatte zur Folge, dass der Anteil der Direktbelieferungen im Geschäftsjahr 2010 erstmalig seit vielen Jahren rückläufig war und auf 15,8 % sank. Nichtsdestotrotz ist dieser Anteil im europäischen Vergleich weiterhin überdurchschnittlich hoch, da auch nach der AMG-Novelle teure Spezialmedikamente zu großen Teilen direkt vertrieben werden können.



Quelle: ANZAG, GBC

Das Wachstum im Großhandelsmarkt war insbesondere durch einen Anstieg bei verschreibungspflichtigen Medikamenten geprägt, welche um +7,9 % zulegten. Da Direktbelieferungen vornehmlich mit hochpreisigen Medikamenten vorgenommen werden, hat der Zuspruch des Versorgungsauftrages für vollversorgende Großhändler durch die AMG-Novelle dazu geführt, dass wieder mehr der hochpreisigen, verschreibungspflichtigen Medikamente über den Großhandel distribuiert wurden.

### Gesetzentwurf zur Neuordnung des Arzneimittelmarktes (ANMOG)

Am 11. November 2010 verabschiedete der Bundestag den Gesetzentwurf zur Neuordnung des Arzneimittelmarktes (ANMOG). Dieser regelt die Vergütung des Großhandels im Rahmen der Arzneimittelpreisverordnung neu. Die Großhandelsspanne, die bislang auf einer prozentualen Höchstspanne beruhte, setzt sich künftig aus einem Fixbetrag in Höhe von 0,70 € und einem Aufschlag von 3,15 % auf den Abgabepreis des pharmazeutischen Unternehmers, bis maximal 37,80 €, zusammen.

Damit wurden die Forderungen des Bundesverbandes des pharmazeutischen Großhandels PHAGRO nach einer neuen Vergütungsstruktur umgesetzt und ist somit grundsätzlich als im Sinne des deutschen Pharmagroßhandels zu werten. Jedoch ist die Höhe der Vergütung weit von den Forderungen von PHAGRO und der für den Pharmagroßhandel wirtschaftlich notwendigen Höhe entfernt. Zudem tritt das Gesetz erst zum 01.01.2012 in Kraft, was bedeutet, dass bis dahin eine Übergangsregelung zum Tragen kommt. Diese sieht vor, dass der Pharmagroßhandel seine Spanne um 0,85 % des Abgabepreises des pharmazeutischen Unternehmers (Herstellerabgabepreis) senken muss.

Die neuen Regelungen sollen bewirken, dass für die Krankenkassen jährliche Einsparungen in Höhe von rund 200 Mio. € erreicht werden, welche durch die Pharmagroßhändler getragen werden müssen. Angesichts der ohnehin niedrigen Margenrelationen in der Gesamtbranche wird diese Regelung merkliche Belastungen in den kommenden eineinhalb Jahren nach sich ziehen. Zum Großteil wird die Mehrbelastung voraussichtlich an die Apotheken weitergegeben werden, was zunächst aber indirekte Kosten, etwa durch die Umstellung des Vertriebssystems oder auf Grund von Konditionenverhandlungen mit den Apotheken, verursachen wird. Inwieweit sich die Regelung tatsächlich auf die Ergebnissituation auswirken wird, kann auf dem momentanen Kenntnisstand jedoch noch nicht abschließend beurteilt werden.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €)  | GJ 2007        | GJ 2008        | GJ 2009        | GJ 2010        | GJ 2011e       | GJ 2012e       |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                                      | <b>3683,10</b> | <b>3811,68</b> | <b>3967,52</b> | <b>4244,18</b> | <b>4371,51</b> | <b>4480,80</b> |
| Sonstige betriebliche Erträge                            | 33,47          | 26,92          | 32,88          | 34,35          | 30,00          | 30,00          |
| <b>Bruttoerlöse</b>                                      | <b>3716,57</b> | <b>3838,60</b> | <b>4000,40</b> | <b>4278,54</b> | <b>4401,51</b> | <b>4510,80</b> |
| Materialaufwand  | -3461,85       | -3584,56       | -3713,96       | -3970,16       | -4091,73       | -4194,02       |
| <b>Rohrertrag</b>  | <b>221,25</b>  | <b>227,12</b>  | <b>253,56</b>  | <b>274,02</b>  | <b>279,78</b>  | <b>286,77</b>  |
| Personalaufwand  | -98,91         | -103,90        | -115,93        | -123,24        | -125,00        | -127,00        |
| Abschreibungen   | -11,10         | -10,78         | -17,36         | -11,04         | -11,00         | -11,00         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                       | -99,07         | -111,25        | -118,15        | -119,66        | -122,40        | -125,46        |
| Finanzergebnis   | -14,75         | -17,22         | -12,68         | -13,92         | -18,00         | -17,00         |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>      | <b>30,89</b>   | <b>10,88</b>   | <b>22,33</b>   | <b>40,52</b>   | <b>33,37</b>   | <b>36,31</b>   |
| Steuern vom Einkommen und vom Ertrag                     | 9,05           | -3,63          | -8,42          | -9,98          | -8,34          | -9,08          |
| <b>Konzernergebnis</b>                                   | <b>39,94</b>   | <b>7,25</b>    | <b>13,91</b>   | <b>30,54</b>   | <b>25,03</b>   | <b>27,23</b>   |
| Gewinnanteile Fremder                                    | -3,24          | -0,01          | -1,52          | -5,24          | -5,00          | -4,50          |
| <b>Gesellschaftern der ANZAG zuzurechnendes Ergebnis</b> | <b>36,70</b>   | <b>7,24</b>    | <b>12,39</b>   | <b>25,29</b>   | <b>20,03</b>   | <b>22,73</b>   |
| <br>   |                |                |                |                |                |                |
| EBITDA   | 57,58          | 38,89          | 52,36          | 65,47          | 62,37          | 64,31          |
| in %   | 1,56 %         | 1,02 %         | 1,32 %         | 1,54 %         | 1,43 %         | 1,44 %         |
| EBIT   | 46,49          | 28,11          | 35,01          | 54,44          | 51,37          | 53,31          |
| in %   | 1,26 %         | 0,74 %         | 0,88 %         | 1,28 %         | 1,18 %         | 1,19 %         |
| Ergebnis je Aktie in €                                   | 3,44           | 0,68           | 1,16           | 2,37           | 1,88           | 2,13           |
| Dividende je Aktie in €                                  | 1,45           | 1,10           | 1,10           | 0,00           | 0,55           | 0,55           |

| Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) HGB* | Bilanz-<br>stichtag:<br>31.08.2007 | Bilanz-<br>stichtag:<br>31.08.2008 | Bilanz-<br>stichtag:<br>31.08.2009 | Bilanz-<br>stichtag:<br>31.08.2010 |
|---|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| Operatives Anlagevermögen                     | 125,97                             | 127,97                             | 132,17                             | 130,63                             |
| Working Capital                               | 504,75                             | 484,22                             | 440,10                             | 474,97                             |
| Nettoverschuldung                             | 314,13                             | 306,43                             | 268,21                             | 287,08                             |
| Zinsbare Verbindlichkeiten                    | 343,22                             | 339,59                             | 306,32                             | 382,42                             |
| Finanzvermögen                                | 29,09                              | 33,17                              | 38,11                              | 95,34                              |
| Eigenkapitalquote in %                        | 37,0 %                             | 36,1 %                             | 36,5 %                             | 32,3 %                             |
| Gezeichnetes Kapital                          | 32,04                              | 32,04                              | 32,04                              | 32,04                              |
| Bilanzsumme                                   | 929,89                             | 912,13                             | 898,23                             | 1.058,10                           |

\* gemäß Berechnungen GBC

## Geschäftsentwicklung 2010 – Deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen

| in Mio. Euro         | GJ 2009  | Veränderung | GJ 2010  |
|----------------------|----------|-------------|----------|
| Umsatz Gesamt        | 3.967,52 | +7,0 %      | 4.244,18 |
| Umsatz - Deutschland | 3.693,20 | +5,6 %      | 3.901,50 |
| Umsatz - Ausland     | 274,30   | +24,9 %     | 342,70   |
| EBITDA               | 52,36    | +25,0 %     | 65,47    |
| EBIT                 | 35,01    | +55,5 %     | 54,44    |
| Konzernergebnis      | 13,91    | +104,1 %    | 25,29    |
| EPS in Euro          | 1,16     | +104,1 %    | 2,37     |

Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

### Umsatzentwicklung - Auslandsumsatz wächst dynamisch um +24,9 %

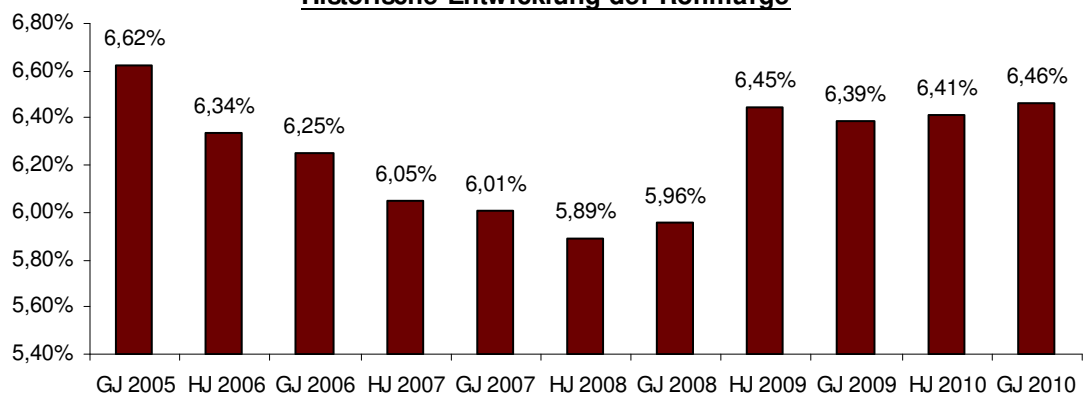
Mit +7,0 % lag das Umsatzwachstum der ANZAG im Geschäftsjahr 2010 über dem Wachstum des deutschen Pharmagroßhandelsmarktes. Dabei trugen insbesondere die ausländischen Tochtergesellschaften zum überproportionalen Wachstum bei. Diese legten bei den Umsatzerlösen um +24,9 % zu. In Deutschland hingegen wurde mit +5,6 % im Vergleich zum Pharmagroßhandelsmarkt ein unterproportionales Umsatzwachstum erzielt. Das unterdurchschnittliche Wachstum auf dem Inlandsmarkt wurde jedoch aus strategischen Gründen zu Gunsten der Bestrebungen einer verbesserten Rentabilität in Kauf genommen.

Dennoch lag der Umsatzzuwachs auf Konzernebene über den Erwartungen. Unsere Umsatzprognose von 4.165,90 Mio. € wurde leicht um 1,9 % übertroffen. Insbesondere die Entwicklung der ausländischen Tochtergesellschaften sind als sehr zufriedenstellend zu erachten. Dies gilt insbesondere für Rumänien, wo in 2009 ein starkes Umsatzwachstum von +25,9 % erzielt werden konnte. Die Märkte in Litauen und Kroatien sind zuletzt zwar noch von den Auswirkungen der Wirtschaftskrise geprägt gewesen, woran gemessen die Umsatzentwicklungen der Tochtergesellschaften jedoch als zufriedenstellend zu beurteilen waren.

### Ergebnisentwicklung - Rohermargemarge auf höchstem Niveau seit 2006

Zu Lasten der Umsatzentwicklung legte die ANZAG auch im Geschäftsjahr 2010 das Hauptaugenmerk auf die Rentabilität. Auch begünstigt durch die AMG-Novelle verbesserte sich der Umsatzmix und führte zu einer leichten Erhöhung der Rohermargemarge auf nunmehr 6,46 %. Damit markierte die Rohermargemarge das höchste Niveau seit dem Geschäftsjahr 2006.

#### Historische Entwicklung der Rohmarge

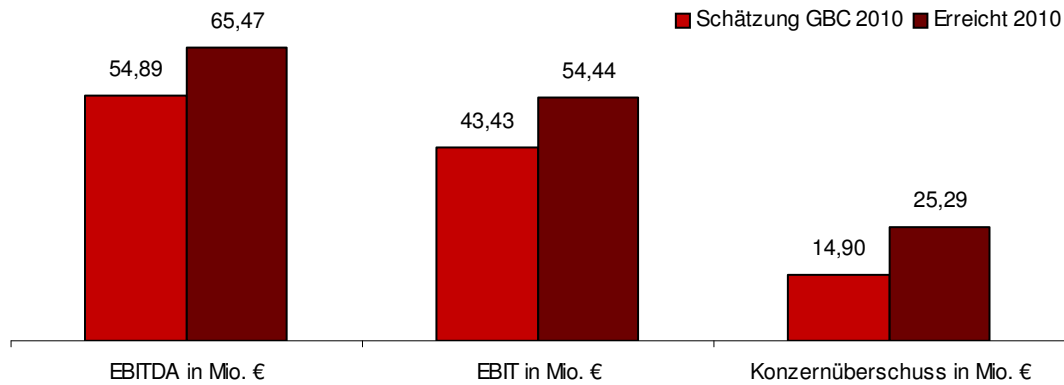


Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

Aber auch auf den weiteren Ergebnisstufen wurden starke Verbesserungen erzielt. So lag das EBITDA mit 65,47 Mio. € um 25,0 % über dem Vorjahresniveau. Unsere Schätzung, die von 54,89 Mio. € ausging, wurde damit deutlich nach oben um 19,3 % übertroffen. Neben der erhöhten Rohermargemarge machten sich hier vor allem unterproportionale Kosten-

entwicklungen in den Bereichen Personal und sonstige betriebliche Aufwendungen bemerkbar. Während die Personalaufwendungen um +6,3 % zulegen, war bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen nur ein Anstieg um +1,3 % zu verzeichnen. Der niedrige Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Vergleich zum Vorjahr ist insbesondere auf geringere Fremdwährungsverluste bei der rumänischen Tochtergesellschaft Farmexpert zurückzuführen. Da in Rumänien Wareneinkäufe im Pharmagroßhandel seit Juli 2009 nur noch in Landeswährung getätigt werden, entfallen Wechselkursrisiken aus dem operativen Geschäft.

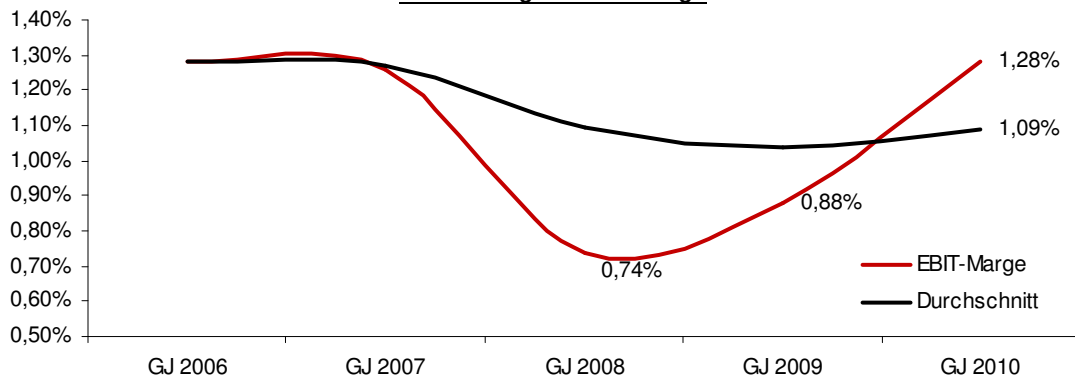
**Vergleich Schätzung GBC und erreicht**



Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

Da im Vorjahr Abschreibungen auf den Goodwill für die litauische UAB Armila vorgenommen wurden und sich dies im Geschäftsjahr 2010 nicht wiederholte, fielen die Abschreibungen nun mit 11,04 Mio. € deutlich niedriger aus (2009: 17,34 Mio. €). Dies hatte den Effekt, dass das EBIT eine nochmals massive Steigerung um +55,5 % erfuhr. Zu bemerken ist auch, dass der Beitrag der Auslandsgesellschaften zum Konzern-EBIT im abgelaufenen Geschäftsjahr erneut deutlich gesteigert wurde. Während die vollkonsolidierten Tochtergesellschaften in Rumänien und Litauen in 2009 noch 26,3 % zum Konzern-EBIT beisteuerten, waren es in 2010 mit 15,80 Mio. € bereits 29,0 %.

**Entwicklung der EBIT-Marge**



Quelle: ANZAG, Berechnungen GBC

Als Folge dieser Effekte konnte die EBIT-Marge im Vergleich zum Vorjahr um 0,4 Prozentpunkte auf 1,28 % gesteigert werden. Damit wurde nicht nur die durchschnittliche EBIT-Marge der vergangenen fünf Geschäftsjahre von 1,09 % erstmals wieder überschritten, sondern gleichzeitig auch das höchste Niveau seit dem Geschäftsjahr 2006 erzielt.

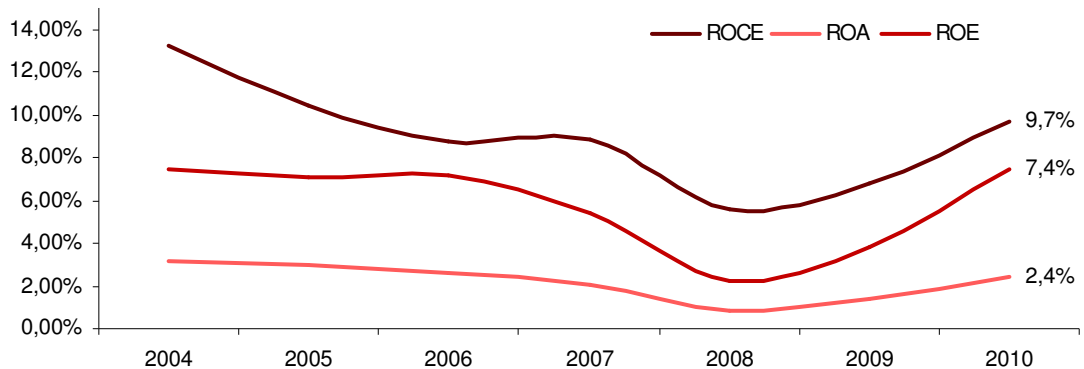
Unterm Strich lag das Konzernergebnis mit 25,29 Mio. € ebenfalls deutlich über unseren Erwartungen. Der starke Anstieg gegenüber dem Vorjahresresultat um +104,1 % ist neben der starken operativen Entwicklung auch auf einen reduzierten Steuersatz zurückzuführen. Dank des gestiegenen Ergebnisanteils der Auslandsgesellschaften sank die effektive Steuerquote auf 26,6 % (2009: 37,7 %), da die Steuerquoten bei den Auslandsgesellschaften niedriger liegen. Die Steuerquote des Vorjahres war zudem durch die Goodwillabschreibung auf die UAB Armila beeinflusst, da Goodwillabschreibungen steuerlich nicht anrechenbar sind.



**Rentabilität und Effizienz - Klare Verbesserung der Kapitalrenditen und Effizienz**

Bei der Rentabilität konnte der erfolgreich eingeschlagene Kurs des vergangenen Geschäftsjahres auch in 2010 weiterhin fortgesetzt werden. So verbesserte sich die Kapitalrendite (ROCE) deutlich von 6,8 % im Vorjahr auf nunmehr 9,7 %. Hintergrund dieser Verbesserung ist insbesondere das erhöhte Ergebnisniveau, das überproportional zum Betriebskapital gesteigert wurde. Dabei machen sich auch der Wegfall von Sondereffekten, wie etwa der Goodwillabschreibung auf die UAB Armila sowie die deutlich niedrigeren Fremdwährungsverluste der rumänischen Tochtergesellschaft, bemerkbar. Auch bei den weiteren Kapitalrenditekennziffern Eigenkapitalrendite (ROE) und Gesamtkapitalrendite (ROA) sind gegenüber dem Vorjahr Steigerungen erzielt worden.

**Entwicklung der Kapitalrenditen**



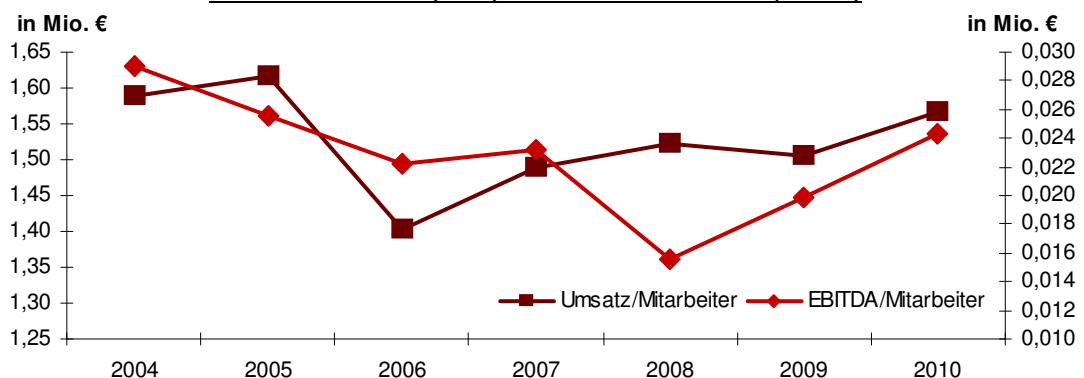
Quelle: Berechnungen GBC

Insgesamt ist die Verbesserung der Kapitalrenditen auch Resultat einer Steigerung der Ergebnisqualität. So lag der operative Cashflow vor Zinsen und Steuern im Geschäftsjahr 2010 bei 41,63 Mio. € und lag damit nahezu auf dem Niveau des EBIT von 54,44 Mio. €. Dies entspricht einer Cash Conversion Rate (EBIT/operativer Cashflow von Zinsen und Steuern) von 0,76, was eine hohe Ergebnisqualität indiziert.

Nicht zuletzt ist die Verbesserung der Kapitalrenditen die Folge einer gesteigerten Effizienz des Unternehmens. Im Zuge der strategischen Ergebnisorientierung, auch zu Lasten der Umsatzerlöse, konnten in den vergangenen Jahren klare Verbesserungen bei der Effizienz erreicht werden. So wurden die Umsatzerlöse pro Mitarbeiter über die letzten Jahre konsequent erhöht, auf ein Niveau von inzwischen 1,57 Mio. € pro Mitarbeiter. Auch beim Ergebnis pro Mitarbeiter drückt sich die erhöhte Effizienz aus. Hier, gemessen am EBITDA/Mitarbeiter, konnte ebenfalls eine stetige Verbesserung während der letzten Geschäftsjahre erzielt werden.

Insgesamt beurteilen wir die Entwicklungen der vergangenen beiden Geschäftsjahre als sehr positiv und sehen das Unternehmen vor diesem Hintergrund gut aufgestellt für die Herausforderungen der kommenden Geschäftsjahre.

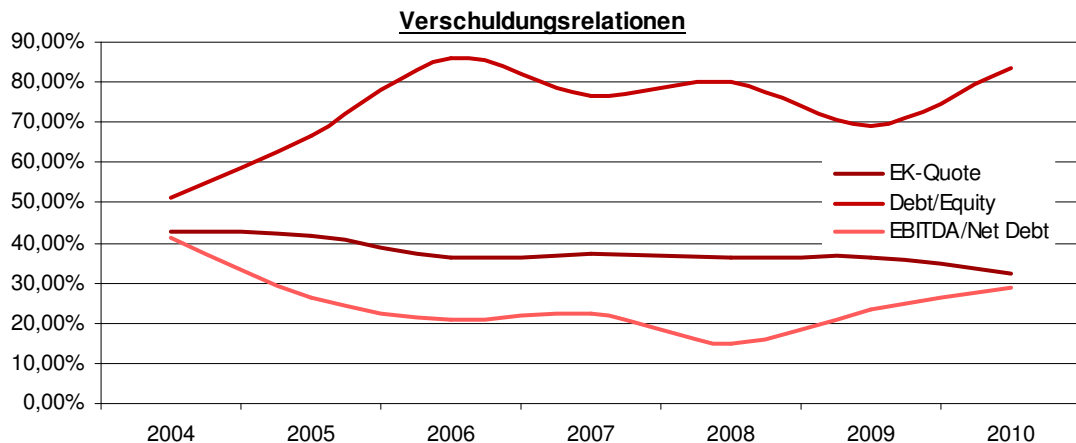
**Umsatz/Mitarbeiter (links) und EBITDA/Mitarbeiter (rechts)**



Quelle: Berechnungen GBC

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Unternehmen weiterhin komfortabel finanziert

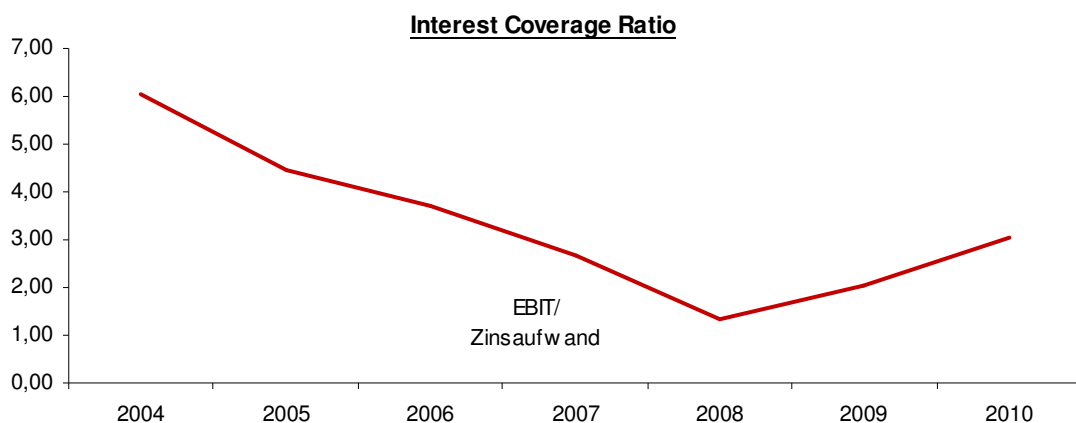
Die bilanzielle Situation der ANZAG zeichnet sich weiterhin als sehr solide ab. So war die Eigenkapitalquote zwar leicht von 36,5 % auf 32,3 % rückläufig, bewegte sich aber weiterhin auf einem hohen Niveau. Insbesondere der Anstieg der langfristigen Verbindlichkeiten war Hintergrund des Rückgangs der Eigenkapital-Quote. Im Rahmen der Sicherung der langfristigen Finanzierung erhöhten sich die langfristigen Finanzschulden von 111,65 Mio. € auf nunmehr 187,44 Mio. € zum Ende des Geschäftsjahres 2010. Zudem erhöhten sich die Pensionsverpflichtungen um 10,95 Mio. € auf 71,62 Mio. €, was in Zusammenhang mit der Verwendung eines niedrigeren Bewertungszinssatzes zu sehen ist.



Quelle: Berechnungen GBC

Entsprechend der erhöhten Verschuldung hat sich auch das Verhältnis von Bankverbindlichkeiten zu Eigenkapital erhöht und lag zum 31.08.2010 bei 83,7 %, nach 69,1 % zum Vorjahreszeitpunkt. Damit ist passiv festzustellen, dass das Eigenkapital aber die Bankverschuldung in voller Höhe abdeckt. Auch die gesamten langfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von 282,37 Mio. € werden vom Eigenkapital überstiegen.

Die Bilanz- und Finanzierungsstruktur der ANZAG ist damit als solide zu bezeichnen, zumal sich die Rentabilität in den vergangenen beiden Jahren deutlich verbessert hat. So beträgt das Verhältnis von EBITDA zur Nettoverschuldung zum Ende des Geschäftsjahres 2010 29,0 % und markierte damit den höchsten Stand seit dem Jahr 2004.



Quelle: Berechnungen GBC

Die gesteigerte Rentabilität drückt sich auch im Interest Coverage Ratio (Zinsdeckungsgrad) aus. Das Verhältnis von EBIT zu Zinsaufwand von 3,1 bringt deutlich zum Ausdruck, dass der Zinsdienst mehr als dreimal aus dem operativen Ergebnis bedient werden kann. Auch hier wurde in 2010 nochmals eine klare Verbesserung erreicht.

Insgesamt befindet sich die ANZAG damit in einer komfortablen bilanziellen Situation, welche auf dem derzeitigen Stand keine über das übliche Maß hinausgehende Risiken erkennen lässt.

## 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
- Durch die erfolgte Umschuldung ist die langfristige Finanzierung gesichert
- Die strategische Beteiligung des Großaktionärs Alliance Boots sollte für die weitere Geschäftsentwicklung der ANZAG unterstützend wirken
- Wareneinkauf der rumänischen Tochtergesellschaft für verschreibungspflichtige Arzneimittel erfolgt seit Juli 2009 nur noch in Landeswährung, womit Wechselkursrisiken aus dem operativen Geschäft entfallen
- Durch Investitionen in neue Niederlassungen wird das Vertriebsnetzwerk und damit die Positionierung der ANZAG auf dem deutschen Markt gestärkt

### Schwächen

- Illiquide Aktie durch geringen Free-Float
- Marktstellung in Deutschland ist schwer ausbaubar
- Margeneffekte durch AMG-Novellierung wirken sich nur geringfügig aus
- Zinsaufwand durch Umschuldung in 2011 deutlich höher 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
- Ab dem 01.01.2012 wird die Großhandelsspanne durch einen Fixbetrag und einen variablen Zuschlag bestimmt, womit die Mischkalkulation zwischen hoch- und niedrigpreisigen Arzneimitteln für die ANZAG besser darstellbar sein wird
- Abnahme der Direktbelieferungen durch die Novellierung des AMG-Gesetzes hat zu Umsatzsteigerungen geführt und sollte sich auch weiterhin entsprechend positiv auswirken

### Risiken

- 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 verlangsamtem Wachstum führen
- In der Übergangsphase der Neuregelung der Arzneimittelpreisverordnung bis zum 01.01.2012 ist der Pharmagroßhandel mit deutlich niedrigeren Handelsspannen konfrontiert

## Prognose und Modellannahmen - Gesetzlicher Rahmen beeinflusst Ergebnisse

| In Mio. €                                      | 2010     | 2011e    | 2012e    |
|--|----------|----------|----------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                            | 4.244,18 | 4.371,51 | 4.480,80 |
| <b>EBITDA</b>                                  | 65,47    | 62,37    | 64,31    |
| <b>EBITDA-Marge</b>                            | 1,5 %    | 1,4 %    | 1,4 %    |
| <b>EBIT</b>                                    | 54,44    | 51,37    | 53,31    |
| <b>EBIT-Marge</b>                              | 1,3 %    | 1,2 %    | 1,2 %    |
| <b>Konzernjahresüberschuss<br/>n. Minderh.</b> | 25,29    | 20,03    | 22,73    |
| <b>EPS</b>                                     | 2,37     | 1,88     | 2,13     |

Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognose - Weiteres Wachstum im Ausland erwartet - Deutschland stabil

Im Geschäftsjahr 2010 entwickelte sich der deutsche Pharmagroßhandelsmarkt mit einem Plus von 6,2 % sehr dynamisch und deutlich oberhalb der Vorjahresniveaus. Dies ist unter anderem auf die 15. AMG-Novelle zurückzuführen, wodurch sich der Umsatz mit verschreibungspflichtigen und hochpreisigen Präparaten deutlich um +7,9 % erhöhte.

Von einer weitergehenden Steigerung der Dynamik ist indes in 2011 nicht auszugehen. Vielmehr sollte der Basiseffekt aus der AMG-Novelle in 2011 nicht mehr zum Tragen kommen und sich das Wachstum damit wieder normalisieren.

Weiterhin gehen wir davon aus, dass sich die Auslandstochtergesellschaften auch in 2011 weiter positiv entwickeln werden. Insbesondere die rumänische Farmexpert sollte daher dazu beitragen, dass der Umsatzanteil der ausländischen Töchter weiter zulegt. Nach einem Anteil von 8,9 % im Jahr 2010 gehen wir für 2011 davon aus, dass ein Wert von leicht oberhalb der 10 %-Marke erreicht werden wird. Entsprechend erwarten wir für den Inlandsumsatz einen Zuwachs um 2,6 %. Insgesamt erwarten wir in 2011 Umsatzerlöse in Höhe von 4.371,51 Mio. €, was einer Steigerung um 3,0 % gegenüber 2010 entspricht. Damit entsprechen wir der Erwartung des Managements der ANZAG, die ihrerseits ebenfalls davon ausgeht, eine Umsatzsteigerung von 3,0 % zu erzielen.

Für das Geschäftsjahr 2012 gehen wir konservativ davon aus, dass sich das Wachstum auf Konzernebene leicht auf 2,5 % abflacht. Dabei berücksichtigen wir insbesondere eine leichte Verlangsamung der Dynamik bei den Auslandstöchtern. Die Umsatzprognose für das Jahr 2012 beläuft sich daher auf 4.480,80 Mio. €.

### Ergebnisprognose - Niedrigere Rohmarge durch Auswirkungen des ANMOG

Inwieweit sich das ANMOG auf die Rohertragsmarge der ANZAG auswirken wird, ist derzeit noch nicht abschließend beurteilbar. Auch wenn der Abschlag auf die Handelsspanne von 0,85 % teilweise an die Apotheken weitergegeben werden können sollte, entstehen indirekte Kosten durch die Neuverhandlung der Konditionen mit allen 21.500 Apotheken.

Wir gehen auch davon aus, dass nicht der vollständige Abschlag weitergegeben werden kann, sondern ein gewisser Teil auch von den Großhändlern getragen werden muss. Daher rechnen wir damit, dass sich die Rohertragsmarge im Geschäftsjahr 2011 leicht auf 6,40 % verringern wird. In gleicher Höhe erwarten wir die Rohertragsmarge auch im darauffolgenden Geschäftsjahr 2012. Dies ist ebenfalls als konservativ anzusehen, da mit der Ablösung der variablen Großhandelsspanne ab dem 01.01.2012 eine Stabilisierung der Rohertragsmarge zu erwarten ist.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass das hohe Ergebnisniveau des Geschäftsjahres 2010 nicht wiederholt werden kann. Diese Erwartung teilt auch die Verwaltung der ANZAG, die im Rahmen des Ausblicks auf das kommende Geschäftsjahr niedrigere Erträge erwartet.

Bei den weiteren operativen Aufwandspositionen, neben den Materialaufwendungen, gehen wir indes von einer unterproportionalen Entwicklung im Verhältnis zu den Umsatzerlösen aus. So sollte das Verhältnis der Personalaufwendungen zum Gesamtumsatz im Vergleich zum Vorjahr mit 2,9 % stabil bleiben. Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gehen wir von einer konstanten Aufwandsquote in Höhe von 2,8 % gegenüber 2010 aus. Ein maßgeblicher Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf Grund erhöhter Fremdwährungsverluste in Rumänien ist nicht zu erwarten, da das Wechselkursrisiko aus dem operativen Geschäft durch die Umstellung des Wareneinkaufs auf Landeswährung eliminiert wurde. Damit besteht lediglich noch das Translationsrisiko zum jeweiligen Bilanzstichtag.

Das EBITDA prognostizieren wir mit 62,37 Mio. €, bzw. 4,7 % unterhalb des Vorjahresniveaus. Da das erwartete Investitionsvolumen im Geschäftsjahr 2011 mit rund 10 Mio. € auf einem ähnlichen Niveau wie in 2010 und damit leicht unterhalb den Abschreibungen liegen solltn, gehen wir auch für 2011 von unveränderten Abschreibungen von rund 11,00 Mio. € aus. Damit ist auch beim EBIT ein Rückgang in vergleichbarer Höhe wie beim EBITDA zu erwarten.

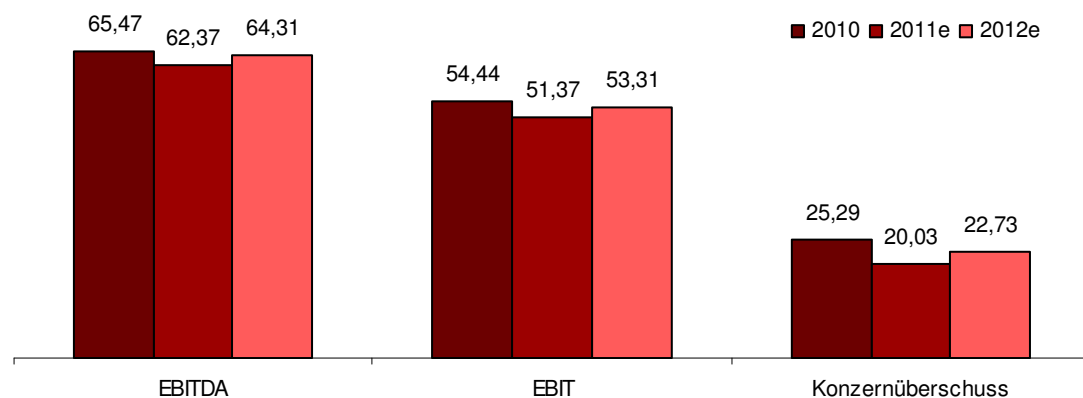
Unsere Schätzungen sehen ein EBIT von 51,37 Mio. € vor, was einer EBIT-Marge von 1,18 % entspricht. Damit antizipieren wir aus den oben genannten Gründen einen leichten Rückgang der Margensituation. Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2012 sollte die EBIT-Marge dann wieder eine Erholung auf 1,19 % erfahren. Diese Prognose ist ebenfalls als konservativ zu erachten, da sich ab dem 01.01.2012, wie bereits erwähnt, die Mischkalkulation wieder zu Gunsten der ANZAG verschieben sollte.

Durch die vorgenommene Umschuldung zur langfristigen Finanzierung im Geschäftsjahr 2010 hat sich der absolute Betrag an langfristigen Bankverbindlichkeiten deutlich um 75,80 Mio. € erhöht. Dies wird im laufenden Geschäftsjahr 2011 dazu führen, dass sich der Zinsaufwand gegenüber 2010 deutlich um erwartungsgemäß rund 4 Mio. € erhöht. Damit sollte der Rückgang des Vorsteuerergebnisses nochmals deutlicher ausfallen als auf den vorherigen Ergebnisstufen. In 2012 sollte sich der Zinsaufwand dann jedoch wieder reduzieren, da auf Grund des Verzichts auf eine Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2010 ein höherer Tilgungsdienst geleistet werden können sollte, einhergehend mit niedrigeren Zinsaufwendungen im Folgejahr.

Beim Steueraufwand gehen wir davon aus, dass sich die effektive Steuerquote auch in den kommenden Jahren auf einem Niveau von um die 25 % bewegen wird. Da die Steuersätze der ausländischen Tochtergesellschaften niedriger sind, diese aber einen wachsenden Ergebnisbeitrag leisten, verringert sich die Konzernsteuerquote sukzessive.

Entsprechend unserer Annahmen resultiert für 2011 ein erwarteter Konzernjahresüberschuss nach Steuern und Minderheitenanteilen von 20,03 Mio. €, 20,8 % weniger als in 2010. In 2012 sollte dann wieder eine leichte Belebung auf 22,73 Mio. € folgen.

#### Erwartete Ergebnisentwicklung



Quelle: Berechnungen GBC

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die Andrae-Noris Zahn AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 11-12), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,50 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 1,44 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,00 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Andrae-Noris Zahn AG 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 2,50 % (bisher: 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 7,80 % (bisher: 8,30 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 55 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,91 % (bisher: 5,95 %).

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,91 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 (31.08.2011) entspricht als **Kursziel 32,64 Euro (bisher: 26,83 €)**.

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

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase              |       | final - Phase                    |       |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum                   | 2,5%  | ewiges Umsatzwachstum            | 2,0%  |
| EBITDA-Marge                     | 1,4%  | ewige EBITA - Marge              | 1,2%  |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 8,2%  | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz        | 11,4% |                                  |       |

### dreistufiges DCF - Modell:

| Phase<br>in Tsd. EUR                | estimate |          | consistency |          |          |          |          |          | final<br>Endwert |
|-------------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|                                     | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e    | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e |                  |
| Umsatz (US)                         | 4371,51  | 4480,80  | 4592,82     | 4707,64  | 4825,33  | 4945,96  | 5069,61  | 5196,35  |                  |
| US Veränderung                      | 3,0%     | 2,5%     | 2,5%        | 2,5%     | 2,5%     | 2,5%     | 2,5%     | 2,5%     | 2,0%             |
| US zu operativen Anlagevermögen     | 32,75    | 33,19    | 32,81       | 32,81    | 32,81    | 32,81    | 32,81    | 32,81    |                  |
| EBITDA                              | 62,37    | 64,31    | 66,14       | 67,79    | 69,48    | 71,22    | 73,00    | 74,83    |                  |
| EBITDA-Marge                        | 1,4%     | 1,4%     | 1,4%        | 1,4%     | 1,4%     | 1,4%     | 1,4%     | 1,4%     |                  |
| EBITA                               | 51,37    | 53,31    | 55,13       | 56,38    | 57,79    | 59,23    | 60,72    | 62,23    |                  |
| EBITA-Marge                         | 1,2%     | 1,2%     | 1,2%        | 1,2%     | 1,2%     | 1,2%     | 1,2%     | 1,2%     | 1,2%             |
| Steuern auf EBITA<br>zu EBITA       | -12,84   | -13,33   | -13,78      | -14,09   | -14,45   | -14,81   | -15,18   | -15,56   |                  |
| EBI (NOPLAT)                        | 38,53    | 39,98    | 41,35       | 42,28    | 43,34    | 44,43    | 45,54    | 46,67    | 30,0%            |
| Kapitalrendite                      | 6,4%     | 6,3%     | 6,4%        | 6,4%     | 6,4%     | 6,4%     | 6,4%     | 6,4%     | 5,9%             |
| Working Capital (WC)                | 499,00   | 510,81   | 523,58      | 536,67   | 550,09   | 563,84   | 577,94   | 592,38   |                  |
| WC zu Umsatz                        | 11,4%    | 11,4%    | 11,4%       | 11,4%    | 11,4%    | 11,4%    | 11,4%    | 11,4%    |                  |
| Investitionen in WC                 | -24,03   | -11,81   | -12,77      | -13,09   | -13,42   | -13,75   | -14,10   | -14,45   |                  |
| Operatives Anlagevermögen (OAV)     | 133,50   | 135,00   | 140,00      | 143,50   | 147,09   | 150,76   | 154,53   | 158,40   |                  |
| AFA auf OAV                         | -11,00   | -11,00   | -11,00      | -11,41   | -11,70   | -11,99   | -12,29   | -12,59   |                  |
| AFA zu OAV                          | 8,2%     | 8,1%     | 8,2%        | 8,2%     | 8,2%     | 8,2%     | 8,2%     | 8,2%     |                  |
| Investitionen in OAV                | -13,87   | -12,50   | -16,00      | -14,91   | -15,28   | -15,66   | -16,06   | -16,46   |                  |
| Investiertes Kapital                | 632,50   | 645,81   | 663,58      | 680,17   | 697,17   | 714,60   | 732,47   | 750,78   |                  |
| EBITDA                              | 62,37    | 64,31    | 66,14       | 67,79    | 69,48    | 71,22    | 73,00    | 74,83    |                  |
| Steuern auf EBITA                   | -12,84   | -13,33   | -13,78      | -14,09   | -14,45   | -14,81   | -15,18   | -15,56   |                  |
| Investitionen gesamt                | -37,90   | -24,31   | -28,77      | -28,00   | -28,70   | -29,42   | -30,15   | -30,91   |                  |
| Investitionen in OAV                | -13,87   | -12,50   | -16,00      | -14,91   | -15,28   | -15,66   | -16,06   | -16,46   |                  |
| Investitionen in WC                 | -24,03   | -11,81   | -12,77      | -13,09   | -13,42   | -13,75   | -14,10   | -14,45   |                  |
| Investitionen in Goodwill           | 0,00     | 0,00     | 0,00        | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |                  |
| Freie Cashflows                     | 11,63    | 26,67    | 23,58       | 25,70    | 26,34    | 27,00    | 27,67    | 28,36    | 753,73           |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 651,68   | 663,56   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert expliziter FCFs             | 147,58   | 129,64   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert des Continuing Value        | 504,10   | 533,92   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Nettoschulden (Net debt)            | 293,44   | 289,65   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert aller Optionsrechte         | 0,00     | 0,00     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Wert des Eigenkapitals              | 358,24   | 373,91   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Fremde Gewinnanteile                | -9,76    | -10,19   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Wert des Aktienkapitals             | 348,48   | 363,73   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Ausstehende Aktien in Tsd.          | 10,678   | 10,678   |             |          |          |          |          |          |                  |
| Fairer Wert der Aktie in EUR        | 32,64    | 34,06    |             |          |          |          |          |          |                  |

### Kapitalkostenermittlung :

|                    |       |
|--------------------|-------|
| risikolose Rendite | 2,5%  |
| Marktrisikoprämie  | 5,5%  |
| Beta               | 0,96  |
| Eigenkapitalkosten | 7,8%  |
| Zielgewichtung     | 55,0% |
| Fremdkapitalkosten | 5,0%  |
| Zielgewichtung     | 45,0% |
| Taxshield          | 27,9% |
| WACC               | 5,9%  |

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC  |       |              |       |       |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
|                | 5,4%  | 5,7%  | 5,9%         | 6,2%  | 6,4%  |
| 5,4%           | 34,25 | 30,17 | 26,63        | 23,52 | 20,78 |
| 5,7%           | 37,81 | 33,44 | 29,63        | 26,30 | 23,35 |
| 5,9%           | 41,37 | 36,70 | <b>32,64</b> | 29,08 | 25,93 |
| 6,2%           | 44,93 | 39,96 | 35,64        | 31,85 | 28,51 |
| 6,4%           | 48,49 | 43,22 | 38,64        | 34,63 | 31,08 |



## Fazit - Übernahmeangebot unattraktiv

Niedrigere Ergebnisse durch ANMOG in 2011 und 2012 - Aktie unter Buchwert - weiter gute Kapitalrenditen erwartet - Kursziel auf 32,64 € erhöht - Rating KAUFEN

Die Novellierung des Arzneimittelgesetzes (AMG) zum 01.08.2009 führte zu einem Umsatzzuwachs im deutschen Pharmagroßhandel an verschreibungspflichtigen Medikamenten um +7,9 %. Insgesamt legte der Pharmagroßhandel mit einem Wachstum um +6,2 % damit erstmals seit vielen Jahren überproportional zum Arzneimittelmarkt zu.

Auch die Andreae-Noris-Zahn AG (ANZAG) konnte im Geschäftsjahr 2010 ihre Umsatzerlöse um +7,0 % steigern. Jedoch fiel dabei das Wachstum auf dem deutschen Markt mit +5,6 % leicht unterproportional zum Marktwachstum aus, was mit dem Hintergrund der strategischen Konzentration auf die Ertragsstärke zu sehen ist. Das Wachstum auf den Auslandsmärkten zeigte sich hingegen mit +24,9 % sehr dynamisch. Inzwischen beläuft sich der Auslandsanteil der Umsatzerlöse wegen des dortigen überproportionalen Wachstums auf 8,9 %, mit weiterhin steigender Tendenz.

Ergebnisseitig fiel die Verbesserung noch deutlicher aus. Nach einem EBIT von 35,00 Mio. € im Vorjahr wurden nun 54,44 Mio. € erwirtschaftet, was einer massiven Steigerung um +55,5 % entspricht. Neben einer leicht verbesserten Rohertragsmarge, als Resultat der AMG-Novelle, waren auch nicht mehr angefallene Einmaleffekte ein Grund für die Ertragssteigerung. So belasteten im Vorjahr Abschreibungen auf die litauische Tochter UAB Armila sowie Fremdwährungsverluste bei der rumänischen Tochter Farmexpert. Die EBIT-Marge kletterte in diesem Zusammenhang von 0,9 % auf 1,3 %.

Insgesamt hat sich damit die Rentabilität und auch die Ergebnisqualität nochmals erhöht, nachdem bereits im Vorjahr gute Verbesserungen erzielt wurden. Auch die bilanzielle Situation zeigte weiterhin ein solides Bild, mit einer Eigenkapitalquote von 32,3 %. Durch eine vorgenommene Umschuldung ist zudem die langfristige Finanzierung gesichert worden.

Die Geschäftsjahre 2011 und 2012 werden maßgeblich durch die Übergangsregelung der Arzneimittelpreisverordnung geprägt sein. Bis zum 01.01.2012 wird die Großhandelsspanne um 0,85 % des Abgabepreises des pharmazeutischen Unternehmers (Herstellerabgabepreis) reduziert werden. Inwieweit diese Reduktion an die Apotheken weitergereicht werden kann, kann derzeit noch nicht abschließend beurteilt werden. Konservativ haben wir in unseren Prognosen daher eine Reduktion der Rohertragsmarge auf 6,40 % für die Jahre 2011 und 2012 angenommen. Ab dem 01.01.2012 sollte hingegen eine Entspannung der Mischkalkulation für die Großhändler eintreten, da sich die Großhandelsspanne dann aus einem Fixbetrag von 0,70 € und einem variablen Aufschlag von 3,15 % berechnen wird.

Entsprechend gehen wir für das Geschäftsjahr 2010 von einem leichten Rückgang des EBIT um 5,6 % auf 51,37 Mio. € aus, was einer EBIT-Marge von 1,2 % entspricht. Auch in 2012 erwarten wir eine ähnliche Größenordnung bei der EBIT-Marge. Das Konzernergebnis sollte zudem durch einen um rund 4 Mio. € erhöhten Zinsaufwand belastet werden, was auf die Umschuldung der Bankverbindlichkeiten zurückzuführen ist.

Insgesamt erwarten wir jedoch, dass die ANZAG auch im Geschäftsjahr 2011 und 2012 Kapitalrenditen erwirtschaften wird, die nur leicht unterhalb des Niveaus von 2010 liegen werden. Eine Notiz der Aktie unterhalb des Buchwertes, der zum 31.08.2010 bei 31,11 € pro Aktie lag, halten wir aus diesem Grund für zu niedrig und ungerechtfertigt.

Dies bestätigt auch unsere Bewertung mittels der Discounted-Cashflow-Methode, wonach wir einen fairen Wert pro ANZAG-Aktie von 32,64 € auf Sicht von Ende des Geschäftsjahres 2011 ermittelt haben. Die Erhöhung gegenüber unserem bisherigen Kursziel von 26,83 € resultiert dabei insbesondere auf der nachhaltig verbesserten Rentabilitätssituation in den vergangenen beiden Geschäftsjahren.

Auf Basis des aktuellen Kursniveaus der Aktie von 28,50 € errechnet sich ein Abschlag zum errechneten fairen Wert von 14,5 %. Damit verändern wir für die Aktie der ANZAG das Rating von vormals HALTEN auf KAUFEN. Das aktuelle Übernahmeangebot in Höhe von 26,08 € halten wir für zu niedrig und unattraktiv.



# 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 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](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)