

Carl Zeiss Meditec AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE0005313704)
Medtech	↗	↗	51,4 %	56,7 %	40,0 %	Expansion



Enttäuschung: schwacher Start in Gj. 2009/10, aber auch künftig ist kein Rezessions-Szenario in Sicht – ja, Produktoffensive soll ab Q3/2010 Marktanteile gewinnen und die Marge verteidigen. Expansives Vorgehen durch robuste Cashgenerierung und hohen Cashbestand gestützt. Aber: Hohes Gewicht der US-Aktivitäten und dortige Unsicherheiten belasten.

**Gewinn je Aktie 09/10e/11e alt: 0,71 / 0,85 / 0,99
neu: 0,62 / 0,67 / 0,77**

➔ Startquartal 2009/10 **schwächer als erwartet**: Umsatz/EBIT: -12/-13 %; aber Mix und Kostensenkungseffekte „retten“ EPS (-11 % auf € 0,14/Aktie). Nachfragen in Europa und USA bleiben fragil und schwach – in Asien erstmals -11,6 %. Aktuell **guter Auftragsengang (+7,6 %)**, was **unverändert auf leichtes Erlösplus 2009/10 hoffen lässt**.

➔ **Neue Produkte** sollen insbesondere ab dem 2. Hj. des Gj. Impulse beisteuern. Für 2009/10 wird (noch) keine Finanzprognose gegeben. **Die Unsicherheiten der Gesundheitspolitiken** (i. w. USA, D) und des **Konsumentenvertrauens** in den USA nehmen zu, man setzt seitens des neuen CEO auf Expansion – „**Überraschungspotenzial**“.

➔ **Mehr Branding!** Eine Innovations- und Marketingoffensive soll schneller innovative Produkte (inkl. EDV-Integration) zum Kunden bringen und Effizienzpotenziale heben („RACE“-Programm) – die Konkurrenz konsolidiert (Alcon / Novartis), technologische Akquisitionen angestrebt.

➔ Der theor. Zielkurs sinkt auf gut **€ 17,-/Aktie**. Die Scores sind immer noch ausbaufähig – noch kein Trigger in Sicht!

➔ Der US-Medizintechnikmarkt (> 35 % Gewicht) zeigte im Q1 sinkende Orders und Erlöse (Rabattschlacht), genauso die Region Europa. Asien war kurzzeitig auch rückläufig, zeigt aber nach Managementangaben schon wieder alte Stärke.

➔ Das **SBU Microsurgery** sank in CC im Q1/09/10: -4,6 % auf € 63,5 Mio. Das **SBU Ophthalmic Sys.** schrumpfte mit 18 % ggü. Vj. – wg. Sondereffekten – auf € 73,2 Mio. Einzig das **SBU Surgical Optalmology** zeigte mit 1 % Wachstum (€ 19,5 Mio.).

Marktdaten

aktueller Kurs (Vorzüge)	12.02.2010	12,17
in % seit Hoch / Hoch	- 7,7 %	13,18
in % seit Tief / Tief	+ 39,1 %	8,75
Grundkapital (1)		32,52
davon Vorzugsaktien		0,00
Marktkapitalisierung (1)		1.001,96
Streubesitz (Ord.)		35 %
C.Zeiss Gruppe		65 %
Tagesumsatz in Stück		4.500

Termine & News Flow

HV	I-IV.Q./09-10	I.Q./09-10	I-III.Q./09-10	I-III.Q./09-10
3/Mrz 10	16.12.2010	12.02.2010	12.05.2010	12.08.2010

Kennzahlen & Bewertung

Ergebniswachstum (3 Jahre)	+ 9 %
Wert je Aktie (10e) nach (2-Phasen) DCF-Model:	17,13
Wert je Aktie nach 3-Phasen DivDisc.-Model:	3,87
Ratings (Moody's / S+P):	- / -

Kennzahlen	2009:0.09.2010e	30.09.2011e	30.09.2012e	
Ergebnis je Aktie (2)	0,62	0,67	0,77	0,96
Cash-Flow je Aktie (2)	1,06	0,73	0,84	1,05
Dividende	0,18	0,20	0,23	0,29
EBIT-Ratio	11,9%	12,1%	12,6%	13,1%
ROE (netto)	9,7%	9,8%	10,4%	11,9%

Bewertung

P/E	20,1	18,2	15,8	12,6
P/Buchwert	2,0	1,8	1,7	1,5
P/CF	11,8	16,7	14,6	11,6
EV/EBIT	13,8	12,0	10,5	9,1
Dividendenrendite (net.)	1,4%	1,6%	1,9%	2,3%

(1=Mio. EUR; 2=EUR; 3=100% = sehr gut; 4=negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Höchsturse)

Top Branding und Innovationen sind Erfolgsgarantien

Unternehmensbeschreibung:

Die börsennotierte Carl Zeiss Meditec AG (ca. 65 % werden von Carl Zeiss gehalten) ist eines der weltweit führenden optischen Medizintechnik-Unternehmen. Diese Marktposition gründet sich auf über 160 Jahre Erfahrung auf dem Gebiet der **optischen Innovation und einem sehr starken Vertrieb**, der in **zwei Hauptgeschäftsbereichen** arbeitet und in **drei SBUs** gegliedert ist.

In der **Augenheilkunde (Ophthalmic Systems)** mit ca. 47 % der Konzernumsätze) werden integrierte Lösungen (für Diagnose, Behandlung bis hin zur Nachsorge) für die vier Hauptkrankheitsbilder Fehlsichtigkeit (Refraktion), Grauer Star (Katarakt), Grüner Star (Glaukom) und Netzhauterkrankungen (Retina-Erkrankungen) angeboten. Komplettiert wird das Produktportfolio **seit 2007** in der **Augenchirurgie** durch Intraokularlinsen und Verbrauchsmaterialien (**SBU Surgical Ophthalmology** mit ca. 12 % der Konzernumsätze – schnell wachsend). Im Bereich der **Neuro- und HNO-Chirurgie** ist die Carl Zeiss Meditec der weltweit führende Anbieter von Operationsmikroskopen und mikrochirurgischen Visualisierungslösungen für ein sehr breites Anwendungsgebiet (**SBU Microsurgery** ca. 41 % der Konzernumsätze), etwa die Tumor- und Gefäßchirurgie im Bereich des Kopfes oder die Wirbelsäulenchirurgie. Die Carl Zeiss Meditec will ihr Produktspektrum auf diesem Gebiet systematisch erweitern und sich so zu einem Lösungsanbieter für Behandlungen in der Neuro- und HNO-Chirurgie entwickeln.

Regionale Expansion und Komplettierung der Technologien stehen auf der Expansionsliste – noch dominiert der US-Markt mit > 35 % der weltweiten Konzern Erlöse, der weniger durch Hospital- als durch die Endkonsumentennachfrage bestimmt und von **Verdrängungswettbewerb** (wie Westeuropa) gekennzeichnet ist. **Asien** mit 26 % Anteil **wächst dagegen zweistellig**.

Eine Innovations- und Marketingoffensive soll schneller innovative Produkte (inkl. EDV-Integration) zum Kunden bringen – die Konkurrenz konsolidiert. **Time to Market ist zentraler Ansatzpunkt**, um effizientere Produkte (Prozessgedanke) als die Konkurrenz anbieten zu können! Technologische Akquisitionen angestrebt. **Mehr Branding! Das Effizienz-Programm „RACE“ läuft seit 2009!**

Die Ausschüttung entspricht üblicherweise ca. einem Drittel des EPS. Das Top-Management wurde verjüngt und die jungen Geschäftsfelder bekommen mehr Zuwendung – strategische Erweiterungen über kleinere Akquisitionen scheinen sich anzukündigen.

Unternehmensentwicklung:

Langsamer als erwartet war der Start – man erzielte in den ersten drei Monaten des Geschäftsjahres 2009/10 einen Umsatz in Höhe von € 156,2 Mio. Der **Rückgang von 12,2 % (CC: -7,9 %) in Q1** ist vor allem auf das durch **Sondereffekte** bedingte Vorjahresquartal und negative Effekte durch Wechselkursveränderungen zurückzuführen. Die **Bruttomarge** konnte hingegen um +38 BP auf 50,7 % **gesteigert** werden, das laufende RACE-Programm sei hier genannt. Das **EBIT ging** im Vergleich zum Q1 des Vorjahres um 13,1 % auf EUR 18,7 Mio. **zurück**; die Marge verlor also nur -10 BP auf 12,0 %.

Geringere Guthabenzinsen aus inzwischen € 203 Mio. liquiden Mitteln beließen das Finanzergebnis im Negativen. Das Brutto- und Nettoergebnis **sanken** um 19 % bzw. **11 %**, wie auch das **EPS auf € 0,14/Aktie**. Der operative Cashflow profitierte vom erfolgreichen Working Capital Management (€ 7,7 Mio. ggü. € 4,0 Mio. im Q1/2008/09).

**2009-10:
langsamer Start
– schwache
Nachfrage und
Sondereffekte:
Umsatz/EBIT:
-12 %/-13 %**

1Q1/08-09: Asien kann dieses Quartal nicht retten – aber wieder anziehende Orders

**1Q1/08-09:
Umsatz/EBIT:
+18 %/+53 %**

Entscheidend war, dass in der gewichtigsten Region „Europe, Middle East, Africa“ die Erlöse um 12,2 % auf € 66,5 Mio. zurückgingen: Hinzu kam, dass **Asien kein Wachstum**, sondern mit € 45,7 Mio. einen Rückgang von 12 % meldete, was aber vorwiegend durch Vorzieheffekte im Q4 08/09 begründet wird und keinen Trendwechsel darstelle, ganz im Gegenteil, die um 7 % auf € 65 Mio. angestiegenen konzernweiten Aufträge profitierten insbesondere von der lebhaften asiatischen Nachfrage, wobei Diagnosesysteme und Operationsmikroskope besonders gefragt waren. Die Region „Americas“ (-12,6 % auf € 65,6 Mio.) wurde von stark negativen Währungsumrechnungseffekten beeinflusst.

Die Verkäufe der gewichtigsten SBU „**Ophthalmologische Systeme**“, die vor allem **Diagnose- und Behandlungssysteme für die Augenheilkunde beinhaltet**, schlugen mit € 73,2 Mio. (Gj. 2008/09: +9 %) zu Buche; ein Rückgang von 18 % bzw. in CC -13 %. Der Verkauf von **Implantaten und Verbrauchsmaterialien für die Augenheilkunde in der strategischen Geschäftseinheit „Chirurgische Ophthalmologie“** wuchs – auch dank der IO-Linse AT LISA – kontinuierlich. Im Gj. 2008/09 betrug die Steigerung noch 7 % auf € 79 Mio. Im Q1/2009/10 lag das Plus bei 1,1 % (CC: +1,8 %) auf € 19,5 Mio.

Die Geschäftseinheit „**Mikrochirurgie**“ erreichte ein Erlösniveau von € 63,5 Mio. (+3,8 % im Gj. 2008/09), also ein Minus von 8,5 % (CC: -4,6 %). **Umsatztreiber waren hier erneut die innovativen Operationsmikroskope OPMI Pentero für die Neurochirurgie und das OPMI Lumera für die Augen Chirurgie.**

Im per **30. September 2009 abgeschlossenen Geschäftsjahr** gelang es, Umsatz und Gewinn (etwas stärker als von uns erwartet) zu steigern, obgleich schwierige Marktbedingungen und im Verlauf nachlassender Rückenwind der Währungen zu berücksichtigen waren. Wechselkursbereinigt verblieb ein leichtes Erlösminus von -1 %.

Entscheidend waren sowohl Kosteneindämmungen bei Vertrieb (-8 BP) und Verwaltung (-24 BP) durch das Exzellenzprogramm RACE 2010 als auch neue Produkte.

Der Konzernumsatz in Höhe von € 640,1 Mio. lag 6,7 % über Vorjahr; das EBIT wurde zeitgleich um 11,5 % auf € 76,1 Mio. gesteigert, die EBIT-Marge stieg dementsprechend um 50 BP auf 11,9 %. Das EBIT erhöhte sich im Q1 2008/2009 von € 14,0 Mio. im Vorjahr auf € 21,5 Mio. auf der Basis einer um 2 BP erweiterten Brutto-Marge von 50,3 %. An diese Spitzenmarge (12,08 %) konnten die Folge quartale nicht anschließen.

Die EBIT-Marge im Sechs-Monats-Zeitraum lag bei 11,5 % (+40 BP im 2. Quartal und +80 BP ggü. 1. Hj. 07/08), denn der Umsatz stieg um 12,5 % auch durch Rückenwind vom US-\$ und Yen (I-f-I: +4,8 %) auf € 337 Mio. – rundherum ein erfreuliches Ergebnis. Das EPS verfehlte mit € 0,29 knapp den Vergleichswert. Im Q3 verfehlten sowohl Umsatz als auch EBIT den Vorjahresquartalswert um 4 bzw. 12 %, bevor das Q4 aus Asien sehr erfreuliche Impulse bekam (+5 bzw. +28 %).

Der operative Cashflow konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr wg. Vorratsabbau und auf 65,3 Tage gedrücktem Zahlungsziel (DSO) sogar um 60 % auf € 87,4 Mio. gesteigert und die Schulden absolut und relativ gesenkt werden. Wegen eines geringeren Finanzergebnisses (-67 %) aufgrund gesunkener Anlagezinssätze lag das Konzernergebnis nach Minderheiten mit EUR 78,6 Mio. nur 3,6 % über dem Vergleich – **das EPS (€ 0,62 nach € 0,66)** verfehlte den Vorjahreswert um 6,5 %, denn Gewinnanteile an Dritte stiegen kräftig und die Steuerquote stieg (auch wg. gutem Japangeschäft) und normalisierte sich auf knapp 30 %. In den ersten neun Monaten 2008/2009 verfehlte diese Kennzahl den Vergleichswert noch um 11 %. Die komfortable Eigenkapitalquote wurde leicht auf

Mit Effizienzsteigerung und Skaleneffekten gegen Nachfrageschwäche und Preisdruck

Gj. 2008/09: Asien blieb mit 21 % dynamischste Region. RACE-Programm bringt Kostenentlastung und dämpft Gewinnrückgang auf 6,5 %

71,6 % erhöht, ebenso der Nettobestand an liquiden Mitteln € 252,0 Mio. (30. 09. 2008: € 210 Mio.). Der **Dividendenvorschlag über € 0,18/Aktie** liegt € 0,01/Aktie über unserer Erwartung.

Ausblick:

Solide finanziert und mit gut € 200 Mio. freier Liquidität ausgestattet, will man die **Konsolidierungschancen** der kommenden Quartale **nutzen**. Eine offizielle **Detail-Prognose ist nicht veröffentlicht** worden; wir schätzen ein EPS-Plus von 8 % auf € 0,67/Aktie.

Nachhaltiges profitables Umsatzwachstum – 4,5 % und damit **schneller als der relevante Markt** mit ca. 3 % – ist das erklärte Ziel auch für das Gj. 2009-10, so der scheidende CEO Dr. Kaschke. Das **Optimierungsprogramm RACE 2010 ist noch nicht abgearbeitet**. Die **Steigerung der Kosteneffizienz, positive Mixeffekte und Cashgenerierung** begleiten das – zum Vorjahr gedämpfte – Umsatzwachstum der kommenden Quartale. Durch ungebremste Entwicklungsprogramme sollen die Marktpositionen gesichert und weiter ausgebaut werden, denn **man setzt auf Innovation, Branding und Vertriebsstärke**. **Rund 10 Produktlaunchs sind geplant und wirken ab dem 2. Hj. des Gj. positiv in der GuV-Rechnung**. Insbesondere die Diskussionen über die künftige US-Gesundheitspolitik bzw. das dortige Konsumentenvertrauen bleiben u. E. wichtige Frühindikatoren bei CZM.

2009/10 wie in der
Vergangenheit:
Effizienzsteigerung und
Skaleneffekte sollen
Marge helfen – + neue
Produkte = leichtes
Umsatzplus im Plan

Disclaimer

Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung, diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen. Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 12.02.2010

erstellt worden. Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminlich festgelegt.

Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Sämtliche Einschätzungen, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen abgegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Nachrichtenagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden. Des Weiteren wurden Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Unternehmen zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltliche Änderung vorgenommen.

Die Bewertung stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo sinnvoll und möglich – einer Sum-of-the-parts-Betrachtung. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischer Entwicklung schnell und ohne Vorwarnung ändern können.

Wir sprechen KEINE konkreten Anlage-Empfehlungen aus, vielmehr weisen wir auf Bewertungsungleichgewichte hin und stützen uns dabei auch auf die Kennzahlen-Analyse.

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von 9 bis 12 Monaten aus.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der EQUI.TS GmbH orientiert.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schieble (Investmentanalyst DVFA).

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen**

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1 % oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.
- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:
EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schießle

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.