

# Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE0005785802)
MedTech	↗	↗	45,7 %	60,0 %	48,0 %	Finanzierung – reg. Expansion



**2010 mit Erlöswachstum von bis zu 9 % – Gleiches gilt für EPS und Dividende. Die politischen Unsicherheiten in den USA sind noch da – Klärung bis Q3/10e. Die Preisverwerfungen bei EPO und Heparin gehen zurück. Verschuldung nähert sich Zielkorridor – US-Politik bleibt wichtig, Zukäufe spielen wieder eine größere Rolle.**

**Gewinn je Aktie 09/10e/11e alt: 2,94/ 3,30/ -  
neu: 2,99/ 3,30/ 3,80**

➔ **Neuer CFO M. Brosnan kommt aus dem Unternehmen.** Amtszeit von CEO B. Lips (67 Jahre) läuft bis 2011; ihm wird R. Powell als Stellvertreter zur Seite gestellt.

➔ **2010 treiben regionale Expansion und Diversifizierung das Wachstum weiter – Plan-Erlösplus von > 6 % (bei konstantem \$-Wechselkurs).** Politische Veränderungen in den **USA scheinen sich nicht zum Nachteil von FMC auszuwirken – Klärung bis Q3/10.** Heparin- und EPO-Verfügbarkeiten und -Preise entspannen sich. Personal- und regulatorische Kosten in USA steigen.

➔ **Für 2010 schätzen wir ein – reduziertes – Umsatzwachstum in LC von 6-9 %; EAT-Zuwachs soll bis zu 9 % erreichen – EPS- und Dividenden-Plus u. E. 9 %.** Nach \$ 136 Mio. 2009 soll 2010 wieder für \$ 400 Mio. zugekauft werden.

➔ **Der faire Wert steht damit weiter bei € 40,-.** Die Scores zeigen gute Werte; nachhaltiges Dividendenwachstum. Hoher Cashflow für Schuldenabbau (Debt/EBITDA: 2,46).

➔ **Umsatzdynamik in 2009 intern: +8 %; nom. +6 %, LC: 9 % auf € 11,3 Mrd. (USA: +8 %).** Rund 6 % mehr Patienten und 6 % mehr Behandlungen. Die Brutto-Marge verlor mit 12 BP jüngst gebremst (auf 34,07 %). Das EBIT stieg noch um 5 %, denn Heparin war im 1. Hj. 09 noch teuer, bzw. IPO-Erstattung geringer als im Vorjahr. Die EBIT-Margen-Kompression im Griff (-17 BP auf 15,61 %). Der oper. Cashflow profitierte von NWC-Maßnahmen und stieg um 32 %. Der Free Cashflow explodierte um 513 %, bei geringen Investitionen von \$ 136 Mio. (-38 %). **EPS 2,99 (+9 %).** Dividendenvorschlag: +5 % auf **€ 0,61/Pref. Share.**

➔ **Im Q4/09 konnte das Topline-Wachstum (konzernweit: 12 %; cc: +8 %) in Nordamerika um +9 % und das Konzern-EBIT um 13 % ausgebaut werden (EPS: +15 %).**

### Marktdaten

aktueller Kurs in € (Stämme)	25.02.2010	36,65
in % seit Hoch / Hoch	-5,6%	38,81
in % seit Tief / Tief	43,7%	25,51
Grundkapital (1)		5,91
davon Vorzugsaktien		0,00
Marktkapitalisierung in US-\$ (1)	US-\$/EURO 1,35	14.801,99
Streubesitz (Stämme)		61,2%
Fresenius SE		37,0%
Tagesumsatz in Stück		1.100.000

### Termine & News Flow

Hauptversammlung	H1/Q/09	LQ/10	H1/Q/10	H1/Q/10
11/Mai 10	24.02.2010	04.05.2010	03.08.2010	02.11.2010

### Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	8,9%
theoretischer Wert je Aktie (10e) nach (2-Phasen) DCF-Mod	40,32
theoretischer Wert je Aktie nach 3-Phasen DivDisc.-Model:	16,47
Ratings (Moody's / S+P):	Ba2 / BB/-

Kennzahlen	2009 30.12.2010e	30.12.2011e	30.12.2012e	
Ergebnis je Aktie (2)	2,98	3,30	3,80	4,01
Cash-Flow je Aktie (2)	4,48	3,68	3,68	3,68
Dividende (2)	0,61	0,64	0,67	0,69
EBIT-Ratio (in %)	15,6%	16,0%	16,4%	16,8%
ROE (netto, in %)	12,7%	12,6%	13,0%	12,3%

Bewertung a)	US-\$	umgerechnet	1,25
--------------	-------	-------------	------

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

(1=Mio. US-\$; 2=US-\$; 3=100% =sehr gut; 4=negativ; hist. Bewert. a. Basis Aktienkurse in \$ umgerechnet)

## Unternehmensbeschreibung:

Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA (FMC) ist der weltweit **führende Anbieter von Produkten und Dienstleistungen** für Menschen mit **chronischem Nierenversagen (ESRD)**, von denen sich weltweit mehr als 2,45 Mio. Patienten (davon ca. 55 % in Nordamerika, Europa und Japan; CAGR: 5-6 %) regelmäßig einer Dialysebehandlung (98 % durch Hämodialyse) unterziehen. Lateinamerika mit rund 10 % p. a. und Asien mit 6 % p. a. Wachstum sind sehr dynamische Regionen. Global gibt es ca. 29.000 Dialysezentren – in den USA/Europa zu 99 % bzw. 49 % privat betrieben. In einem Netz aus knapp 2.600 Dialysekliniken in 35 Ländern betreut FMC über 189.000 Dialysepatienten. In **Nordamerika ist der Marktanteil knapp 25 %**, in Europa fast 14 %, in Asien, Lateinamerika und Afrika reklamiert man einen Marktanteil von 3 %.

Man ist nicht nur Dienstleister (rund 70 % des Gruppenumsatzes), sondern auch weltweit führender Anbieter von Dialyseprodukten wie Hämodialyse-Geräten, Dialysatoren und damit verbundenen Einweg-Produkten (rund 30 % der Umsätze), also rückwärtsintegriert. Weitere Umsatz-Impulse kommen von **Spezial-Medikamenten** (Phosphatbinder, Vitamin D etc.), die ab 2010 \$ 400 Mio. Jahresumsatz beisteuern sollen. **Ab 2011** soll auch in den **USA die Leistungsbündelung** bei der Kassenerstattung (Entscheidung Q3/10) eingeführt werden – dann **ändern sich die Wettbewerbsparameter im Heimatmarkt**.

FMC AG ist in €-Notierungen börsengehandelt und berichtet nach US-GAAP in US-\$. Kern-Aktionär ist die Fresenius SE mit 36 % der Stimmen – 64 % an der AG & Co KGaA sind breit gestreut. Fresenius SE hält 100 % der Stimmen der weisungsbefugten Management-AG (3,8 Mio. **Vorzugaktien sind breit gestreut**).

**Man wächst durch Akquisitionen** (Osteuropa, Asien, Zukäufe von bestehenden Spezialkliniken oder „denovo clinics“) und erreicht damit immer mehr Dialysepatienten. Ihre Zahl wächst mit ca. 4 % p. a. (Demografie, Lebens- und Essgewohnheiten und finanzieller Fortschritt); gelingt es auch die **Behandlungsqualität zu steigern**, steigen Verweildauer und das Behandlungsentgelt durch die Kostenträger, was in wiederkehrenden politischen Initiativen gefördert wird. Im Sinne einer Leistungsbündelung soll ab 2011 in den USA ein Pauschalersstattungs-system (inklusive EPO-Medikation) starten, was auf ca. 33 % der Konzernumsätze Auswirkung haben wird. Die Entscheidung der US-Aufsichtsbehörde CMS könnte im Q3/10 fallen.

**Bis 2010 will man den globalen Marktanteil um 20 BP auf 16 % ausdehnen** – vorwiegend außerhalb des US-Heimatmarktes. Die Cashflow-Quote sollte bei gut 10 % bleiben und unter den Sachanlagen-AfA liegen. Mit dann gut \$ 12 Mrd. Jahreserlösen soll eine EBIT-Marge-Verbesserung von rund 20 BP p. a. einhergehen. Die **Dividende soll nachhaltig steigen (ca. 50 % des Gewinnzuwachses werden ausgeschüttet)** – die hohe Verschuldung ab 2010e wieder deutlich zurückgeführt werden und mit Debt/EBITDA < 2,50fach im Wunschkorridor liegen.

## Unternehmensentwicklung:

Der **Umsatz wuchs im Geschäftsjahr 2009** im Vergleich zum Vorjahr – **schneller als von uns erwartet** – um 6 % (währungsbereinigt um 9 % – organisch +8 %) auf \$ 11,25 Mrd. Die Zahl der weltweit durchgeführten **Dialysebehandlungen** wie die Zahl der Patienten stieg im Geschäftsjahr 2009 um 6 %, parallel stieg die Mitarbeiterzahl um gut 5 %. Davon entfielen 19,87 Mio. Behandlungen (+4 %) auf Nordamerika und 9,56 Mio. (+10 %) auf das Segment „International“.

**Das EBIT verbesserte sich nur unterproportional um 5 % (\$ 1,8 Mrd.) – die zugehörige Marge verlor 20 BP auf 15,6 %, denn ein nicht so dynamisches 1. Hj. belastete die Gesamtjahresperformance.**

**CMS-Initiative als Vorbereitung für Leistungsbündelung ab 2011 in den USA**

**2009: EPS-Plus von 9 % bei Umsatzzuwachs von 9 %**

Die Nettozinsaufwendungen sanken in den 12 Monaten (wg. niedrigerer kurzfristiger Zinssätze) um 10 % auf \$ 0,30 Mrd. Die Steuerquote von 33,7 % (2008: 35,6 %) profitierte von gestiegenen Erträgen aus nicht zu versteuernden Minderheitsbeteiligungen, so dass sich das Konzernergebnis (nach Anteilen Dritter) im Geschäftsjahr 2009 um 9 % auf \$ 0,89 Mrd. erhöhte. Gleiches gilt für das EPS von nun \$ 2,99/Aktie. Die Dividende soll – das 13. Mal in Folge – um 5 % auf \$ 0,61/Aktie steigen.

**Q4/2009:**  
**Umsatz / EBIT / EPS:**  
**+12 % bzw. +15 %**  
**bzw. +15 %**

Das EBIT wuchs im **Schlussquartal 2009** um 13 % auf \$ 0,49 Mrd. Damit übertraf die EBIT-Marge im Q4/09 mit 16,2 % den Wert von 15,9 % im 12-Monats-Vergleichszeitraum des Vorjahres. Bei Umsätzen von \$ 3,03 Mrd. (+12 %) verbesserte sich der operative Cashflow um 53 % auf \$ 0,46 Mrd. und es ergab sich ein EPS von \$ 0,82 (Q4/08: \$ 0,72).

In **Nordamerika stieg die operative Marge** von 16,7 % in Q4/08 auf 17,7 % im Q4/09. Die höhere durchschnittliche Vergütung pro Behandlung und effizientes Kostenmanagement wirkten sich dabei positiv aus. Die durchschnittliche Vergütung pro Behandlung stieg vor allem aufgrund erhöhter Erstattungssätze privater Krankenversicherungen, der erhöhten Verabreichung von Dialysemedikamenten sowie des zunehmenden Anteils privat krankenversicherter Patienten. Einen positiven Einfluss auf die Kosten pro Behandlung hatten zudem reduzierte Aufwendungen für Wertberichtigungen auf Forderungen im Zuge der hervorragenden Entwicklung der Forderungseingänge. Gestiegene Kosten für Dialysemedikamente, hauptsächlich infolge des höheren Medikamenteneinsatzes, die Einführung eines Generikums des Phosphatbinders PhosLo® auf dem US-Markt durch einen Wettbewerber sowie höhere Abschreibungen wirkten sich gegenläufig aus (**organisches Wachstum: 10 %**, same store growth: 3,6 %; Einnahmen pro Behandlung: +6 % auf \$ 350,-).

Im Segment „**International**“ sank die operative Marge leicht von 17,7 % auf 17,6 % aufgrund höherer Aufwendungen für Wertberichtigungen auf Forderungen (Venezuela) und für Forschung und Entwicklung. Günstige Währungseffekte, niedrigere Produktionskosten aufgrund gesunkener Rohstoff- und Energiepreise sowie Skaleneffekte wirkten sich gegenläufig aus. Vornehmlich niedrigere kurzfristige Zinssätze sorgten für im Vergleich zum Q4/08 um \$ 10 Mio. auf \$ 75 Mio. gesunkene Nettozinsaufwendungen, so dass nach unveränderter Steuerlast das Konzernergebnis um 15 % auf \$ 247 Mio. stieg. Genauso schnell stieg das Quartals-EPS auf \$ 0,82/Aktie (**organisches Wachstum: 9 %**, same store growth: 3,7 %; Einnahmen pro Behandlung: +4 % cc auf \$ 173,-)

Für Akquisitionen gab man \$ 79 Mio. aus, so dass der Free Cashflow kräftig auf \$ 206 Mio. (Q4/08: \$ 32 Mio.) sprang.

### Ausblick:

Der **zuversichtliche Finanzausblick für das Gesamtjahr 2010 (Umsatz/EAT: €\$ >12 Mrd./ \$ > 0,95 Mrd. – also +6-9 % bzw. +11 % bei unverändertem Wechselkurs von \$ 1,44 für 1,00 € – passt** in die Zielerreichung der mittelfristigen Zielsetzungen.

Für 2011 soll der Jahresüberschuss lt. Management wieder stärker zunehmen, während die Einnahmen um ca. \$ 1 Mrd. auf ca. \$ 13 Mrd. ausgeweitet werden sollen. **Trotz Arbeitslosigkeit sieht die Planung für die USA einen Mengenzuwachs von 2-4 % vor. Während die Behandlungskosten um 2-3 % wachsen, hofft man auf 4-5 % höhere Einnahmen (vorwiegend qualitätsgetrieben). Gegen das schwache Q1/09 wird das Startquartal 2010 relativ hohe Wachstumsraten zeigen, die im Jahresverlauf abnehmen dürften.**

**2010e:**  
**starker Start in**  
**Q1/10- dann ab-**  
**nehmende Wach-**  
**stumsraten**

Im Q3/10 soll es so weit sein: Dann soll die genaue Ausarbeitung für die Ausgestaltung des vom US-Kongress vorgegebenen **gebündelten Erstattungssystems, das** bei terminaler Niereninsuffizienz – phasenweise von 2010 bis Anfang 2014 – eingeführt werden soll, vorliegen. Dann lassen sich seriös die Gesamtwirkungen auf gut 30 % des Konzernumsatzes einschätzen. Bis jetzt ist das Management zuversichtlich, die Maßnahmen wirtschaftlich verdauen zu können.

**Die wichtigsten Planparameter lauten:** Der anfängliche gebündelte Erstattungssatz wird auf 98 % der geschätzten Kosten des Medicare-Programms für die Dialyseversorgung für 2011 festgesetzt. Ab 2012 wird der gebündelte Erstattungssatz jährlichen Erhöhungen unterliegen, die auf dem Anstieg der Kosten eines vom HHS noch festzulegenden Korbs aus Dialyseprodukten und -dienstleistungen abzüglich 1 % beruhen. Des Weiteren wird das Gesetz Qualitätsstandards festlegen, die ab 2012 einem leistungsbasierten Erstattungssystem zugrunde liegen sollen – fehlende Qualität wird dann mit Erstattungskürzung von 2 % geahndet.

Der US-Kongress hatte den **ESRD-Erstattungssatz für 2009 und 2010 um jeweils 1 % erhöht**, denn es existiert keine automatische jährliche Anpassung. Für das Kalenderjahr 2009 hatte die US-Genehmigungsbehörde „CMS“ den Arzneimittelzuschlag (US-\$ 0,69) unverändert übernommen, was zu einer Verringerung des Arzneimittelzuschlags von 15,5 % auf 15,2 % des gesamten prospektiven Erstattungssatzes je Behandlung führte.

## 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 25.02.2010

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.