

Sartorius AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE0007165631)
Medtech	↗	↗	48,6%	63,3%	48,0%	Expansion/Innovation



+ Das Waagengeschäft ist ...+ konjunkturabhängig, weiterhin! Ausgeweitete Kostenmaßnahmen sollen ab 2010 wieder Segment-Gewinn erlauben – trotz erwartet schwacher Erholung. Stedim Bio lebhaftere Nachfrage nach Einmalartikeln bis September – Equipment (Fermente-)Geschäft bleibt schwach, solange Chemiekunden kaum ordern. Begrenztes Erholungspotential – Börse sieht schon mehr!

Gewinn je Aktie 08/09e/10e alt: 0,93/ 0,30/ – – neu : 0,72/ -0,39/ 1,22

→ Das Q3/09 wie das Q2/09 zeigten ein gemischtes Bild – Erholung bei Biotech – zaghafte Bodenbildung bei Mechatronics. In toto besser als die Erwartung; gleichzeitig ist die Börse noch sehr skeptisch. Keine offizielle Guidance für 2009!

→ Der DCF-abgeleitete (Gewinnwachstum: ca. 30%!!!) theoretisch-faire Wert steigt auf knapp € 23,-/Aktie!

→ Der überraschend konjunkturresistente Mechatronics-Geschäftsverlauf wird 2009 einen Umsatzrückgang von > 10 % zeigen. Für 2010 soll nach Kostenreduktion von > € 35 Mio. wieder Spartengewinn möglich sein, aber u. E. keine schnelle Nachfragerholung in Sicht. Dagegen wird Stedim 2009 verstärkt durch eine – Pandemie-getriebene – Sonderkonjunktur starke Ergebnisverbesserungen zeigen. Wir erwarten einen Konzern-EPS-Verlust von € -0,39 (ohne Sanierungsaufwand € +0,20).

→ 1.-9.09: adj. Umsatzminus von -1,9 % (LC:-4,3%) auf € 445 Mio.; adj. EBITA: € 43,9 Mio. (Vorjahr:€ 40,6 Mio.) – EBITA-Marge: +20 BP auf 13,3 %.

→ Im Q3/09 sank die Konzern-Book-to-bill-Ratio im Quartalsvergleich auf 102,3 %, nachdem im Q2/09 103,4 % und im Q1/09 noch 107,5 % registriert wurden. Zum Vorjahr festigte sich aber die Erholung! In beiden Segmenten Bio/ Mechatronics verbesserten sich die Kennzahlen ggü. Vj. auf 102,8/103,1 % (1. Hj. 09: 102,9/104,3 %)! Die Biotech-Sparte verkaufte in 9 Monaten mit € 298 Mio. 9 % (LC: +6,7 %) mehr. Das EBITA verbesserte sich ggü. Vj. um 37 % auf € 12,1 Mio. (EBITA-Marge: +480 BP auf 15,5 %).

Der Mechatronik-Umsatz fiel 1.-9.09 um 18,5 % (LC -21,1 %).

Marktdaten

aktueller Kurs (Vorzüge)	27.11.2009	16,35
in % seit Hoch / Hoch	-10,2%	18,20
in % seit Tief / Tief	172,0%	6,01

Grundkapital (1)	17,05
davon Vorzugsaktien	9,36
Marktkapitalisierung (1)	278,77
Streubesitz (Ord.)	71,0%
Bio Rad Corp.	25,0%
Tagesumsatz in Stück	20.300

Termine & News Flow

I.Q/09	HV	I.-II.Q/09	I.-III.Q/09	I.-IV.Q/09
30/ Apr 09	21.04.2010	24.07.2009	22.10.2009	09.03.2010

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	29,2%
theoretischer Wert je Aktie (09e) nach (2-Phasen)	22,84
theoretischer Wert je Aktie nach 3-Phasen DivDis	13,62
Ratings (Moody's / S+P):	- / -/

Kennzahlen	2007	2008 31.12.2009e	31.12.2010e	
Ergebnis je	1,77	0,72	-0,39	1,22
Cash-Flow j	1,94	3,11	2,19	2,31
Dividende (2)	0,67	0,41	-0,05	0,36
EBIT-Ratio i	9,3%	8,3%	4,6%	7,6%
ROE (netto,	9,0%	3,7%	-2,0%	6,1%

Bewertung a)

P/E	26,6	36,9	-42,0	13,4
P/Buchwert	2,4	1,4	0,9	0,8
P/CF	24,2	8,6	7,5	7,1
EV/EBIT	18,4	13,8	10,2	5,7
Dividendenn	1,4%	1,5%	-0,3%	2,2%

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

Zwei Standbeine:
Biotech deutlich
dynamischer

Zwei Notierungen:
(VZ + Stämme) bei
Sartorius AG,
Stammaktien bei
SSB S.A. in Paris

Mechatronik mit sub-
kritischer Größe – überr-
schend konjunktursensibel

Unternehmensbeschreibung:

Der Sartorius Konzern (1870 gegründet) entwickelt, produziert und vertreibt weltweit Labor- und Prozesstechnologien in den beiden Segmenten Biotechnologie und Mechatronik. Der im Juli 2009 von zwei auf drei Posten aufgestockte und verjüngte Vorstand führt den Spartenkonzern, dessen Vorzugs- und Stammaktien (je 9,36 Mio. Stück) seit 1990 in Frankfurt notiert werden. **Die Vorzüge sind zu gut 90 % im Free Float – die Stämme nur zu 9 %** (50,1 % im Erbenpool gebündelt, 25 % hält Bio-Rad Labs.). Stedim Biotech S.A. wurde 2007 von Sartorius übernommen, gut 20 % der Aktionäre haben nicht verkauft, deshalb wird die Aktie auch in Paris notiert und repräsentiert durch Sacheinbringung der Sartorius-Biotech-Aktivitäten die Biotech-Aktivitäten der Gruppe. **Die Garantie-Ausgleichszahlung** über die Differenz des festzustellenden und des aufgezinnten Kaufpreises von € 47,50/Stedim-Aktie (€ 20,-/Aktie, also rund € 104 Mio.) an die ausstehenden Aktionäre ist im August 2009 fällig und wird ausgezahlt, wofür eine Kreditlinie existiert.

Der Technologiekonzern erzielte im Jahr 2007 mit ca. 4.500 Mitarbeitern einen Pro-forma-Umsatz von € 622,7 Mio. Das **Segment Biotechnologie** (€ 376 Mio.) umfasst die Arbeitsschwerpunkte Fermentation, Filtration, Purifikation, Fluid Management und Labor. Der **Markt hat hohe Eintrittsbarrieren und wächst mit etwa 10 % p. a.** Man hält (mit) führende Wettbewerbspositionen. Wesentliche Konkurrenten sind Millipore, Pall und Thermo-Fischer (alle USA). Im **Segment Mechatronik** (€ 247 Mio.) werden insbesondere Geräte und Systeme der Wäge-, Mess- und Automationstechnik für Labor- und Industrieanwendungen hergestellt. Der **Markt für Labor- (oligopolistisch) und Industriewaagen (fragmentierter Markt) wächst mit 2 bzw. 5 % p. a.** Wichtigster und deutlich größerer Konkurrent ist Mettler Toledo, Schweiz. Sartorius fehlt noch die kritische Größe.

Die **wichtigsten Kunden** des Sartorius-Konzerns stammen (zu je gut 30 %) aus der **pharmazeutischen, chemischen** sowie der Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie, ferner aus zahlreichen Forschungs- und Bildungseinrichtungen des öffentlichen Sektors. **Über 57 % der Verkäufe bleiben in Europa.** Sartorius verfügt in Europa, Asien und Amerika über eigene Produktionsstätten sowie über Vertriebsniederlassungen und örtliche Handelsvertretungen in mehr als 110 Ländern.

Vertriebsstärke und Innovation sind entscheidend. Wachstum durch Kooperation in Vertrieb und Produktion (insb. Waagen), Verstärkung der Region Asien; Produktkettenergänzung für biotechnologische Anwendungen. Mittelfristige Finanzziele sind nicht kommuniziert, die Peergroup ist (teils weit) über 50 % profitabler – die **Schuldenreduktion ist vorrangig. Covenants werden im Q3/09 u. E. gebrochen werden – Neuverhandlungen im November 2009.**

Unternehmensentwicklung:

Für das **Q1/2009** wurde ein Umsatzrückgang um -2,1 % (LC -4,8 %) auf € 146 Mio. gemeldet, was vor allem auf den Umsatzeinbruch in der Mechatronik-Sparte um 15,6 % auf € 49,5 Mio. zurückzuführen war. Das EBITA hatte sich um 18 % verringert und die entsprechende Marge schrumpfte um 130 BP von 8,2 % auf 6,9 %. Das Konzernergebnis hatte damit einen Rückgang auf € 0,8 Mio. Euro (-74,9 %) verzeichnet. Das **EPS erreichte noch € 0,05 (Q1/08: € 0,19)**. Die Geschäftsführung hatte zu Jahresbeginn ein Maßnahmenpaket angekündigt, wodurch man **€ 25 Mio. in der Mechatronik-Sparte einsparen** will und so ab 2010 wieder „klar in die Gewinnzone“ fahren würde (Einmalaufwendungen 2009: > € 15 Mio.).

Q2/2009: Keine durchgreifende Nachfragebelebung

Im Oktober musste das Programm auf > € 30 Mio. erweitert werden, denn die **Abwärtsdynamik der Verkäufe hielt** – trotz erster Zeichen einer **Bodenbildung** in den **Orders** – im Q2/09 an. Der Konzern verzeichnete im **6-Monats-Abschnitt 2009** ein **bereinigtes Umsatzminus von -2,5 %** auf € 296,5 Mio. Für die anlaufende Impfstoff-Produktion („Schweinegrippe“) kam eine zusätzliche Kundennachfrage (ca. € 5 Mio.) nach Einwegprodukten wie Sterilfilter und Einwegbeutel, die auch im Q3/09 spürbar war. Der Konzernumsatz belief sich nach neun Monaten auf € 445 Mio. (-1,9 %). Der wechselkursbereinigte Rückgang konnte im Dreivierteljahr erneut zurückgefahren werden (LC: -4,3 %), lag er doch zur Jahresmitte noch bei -5,6 %.

Q3/09: mit 1% weniger Umsatz sank das EBIT nur noch um 25% – Kursgarantien für STEDIM-Aktionäre erhöhen Netto-Schulden auf € 254 Mio.

Das um Sonderaufwendungen bereinigte Ergebnis des Konzerns (**underlying EBITA**) beläuft sich im Zeitraum **1.-9.09 auf € 46,3 Mio.** (Vorjahr: € 29,1 Mio.); die **EBITA-Marge stieg von 10,7 %** auf 15,5 % (1. Hj. 09: 8,3 %).

Das **unbereinigte Konzern-EBITA** betrug € 19,2 Mio. (Vorjahr: € 40,6 Mio.). Im Q2/09 wurde ferner zur Optimierung des WC ein auf **€ 40–50 Mio.** ausgelegtes **Factoring-Programm** implementiert, Forderungsverkäufe erzeugten Umsatz! Dies und der deutlich positive operative Cashflow (€ 105 Mio.) verhinderten jedoch im Q3/09 nicht die Ausweitung der Nettoverschuldung auf € 254 Mio., denn Kursgarantien für STEDIM-Aktionäre über ca. € 60 Mio. flossen ab. Die Covenants sind eingehalten worden!!

Wie im **1. Hj. 09 sank die Konzern-Book-to-bill-Ratio auch im Q3/09** im Quartalsvergleich auf 102,3 %, nachdem im Q2/09 103,4 % und im Q1/09 noch 107,5 % registriert wurden. Zum Vorjahr verfestigte sich aber die Erholung! In **beiden Segmenten Bio/ Mechatronics verbesserten sich die Kennzahlen** zum Vorjahr auf 102,8/103,1 % (1. Hj. 09: 102,9/104,3 %; 1. Hj. 08 von Bio/ Mechatronik 101,6/103,5 %)!

Das dynamische Wachstum in der **Biotechnologie-Sparte beschleunigte** sich von Quartal zu Quartal (LC: +6,7 nach +4,3 im 1. Hj. 09). Schwerpunkt war erneut Nordamerika. Die Sparte verkaufte in **9 Monaten mit € 298 Mio. 9 % mehr** als vor 12 Monaten (im 1. Hj. 09 waren es noch +7,4 % mehr auf € 184,1 Mio. (LC: +4,3 %)). Insbesondere das Geschäft mit Einwegbeuteln (Bags) profitierte aufgrund hoher Aufträge der Impfstoffindustrie wg. erwarteter Influenza-Pandemie. Wie bereits in den vorangegangenen Quartalen ist das Equipmentgeschäft mit großen Fermentationsanlagen hingegen marktbedingt zurückgegangen. CEO Dr. Kreuzburg wertet diese Entwicklung jedoch nicht als Marktanteilsverluste; zumal man nur noch in Europa und Asien die kapitalintensiven Stahlfermenter in Eigenregie herstellt.

Einwegprodukte prägten erneut auch die wachsende Dynamik des Orderbuchs. Bis September lag der Segment-Auftragseingang bei € 303,4 Mio., also um 12,7 % über Vorjahr (LC: +10,3 %). Im 1. Hj. 09 erreichte das Plus nur 8,8 % (LC: +5,8 %). Das **operative Ergebnis (EBITA) verbesserte ggü. Vj. um 59 %** auf inzwischen € 46,3 Mio. Die entsprechende EBITA-Marge weitete sich ggü. Q2/09 dadurch um 130 BP von 14,2 % auf 15,5 %.

Q3/2009: Mechatronik noch nicht am Boden angekommen! – Biotech mit solider Nachfrage und bei Einweg-Artikeln mit Sonderkonjunktur

Die **Mechatronik-Sparte** war hingegen nach wie vor maßgeblich von der weltweiten Rezession betroffen – die Umsatzschrumpfung hielt an, denn insbesondere Kunden aus der Chemieindustrie orderten kaum.

Der **Umsatz der Sparte Mechatronik fiel in der 9-Monats-Periode** um 18,5 % (LC -21,1 %) auf € 146,8 Mio. (Regionen Europa und Nordamerika anhaltend schwach). Das war eine erneute Beschleunigung, denn **im 1. Hj. 09 war das Minus mit 17,7 % (LC -20,9 %)** bereits etwas schneller als im Startquartal 2009. Gegenüber den Vorquartalen zeigte sich gleichzeitig eine leichte **Stabilisierung der Auftragslage**. Im Dreivierteljahr erhielt die Sparte Aufträge im Wert von € 151,5 Mio. und damit 18 % (LC: -20,6 %) weniger Orders (1. Hj. 09: -17,1 %; LC: -20,3 %; Q1/09: -19 %). Der Rückgang betraf das Laborgeschäft und das Geschäft mit industrieller Waagentchnik gleichermaßen stark, wohingegen sich das Servicegeschäft stabil entwickelte.

Sanierungs-Programm in Mechatronik kostet € ca. 30 Mio. – Ziel Mechatronik-Segment ab 2010e zurück in den Gewinn

Vorstand CEO Dr. Kreuzburg holt sich junge Verstärkung (CFO, CMO)

Das operative Ergebnis der Sparte Mechatronik war infolge der guten Entwicklung in Asien und infolge der weitgehend implementierten Maßnahmen zur Kostensenkung mit € 1 Mio. im Q3/09 leicht positiv. Das um Sonderaufwendungen bereinigte **operative Sparten-Ergebnis** (underlying EBITA) litt in den 9 Monaten unter dem Umsatzrückgang (**€ -2,4 Mio. nach € 11,4 Mio. im 1. Hj. 08**) – die Marge blieb mit 1,6 % (1. Hj. 09: 17 %) noch negativ. Für das aufgestockte **Restrukturierungsprogramm** buchte man unterdessen **€ 18 Mio.** Es soll noch bis 2010 abgearbeitet werden, ca. € 30 Mio. Kosten einsparen und damit das Segment-Ergebnis 2010 in den Gewinn führen.

In der **neuen Vorstandskonstellation** sind die jeweiligen Ressortzuständigkeiten spartenübergreifend ausgerichtet. Seit 24.7.2009 zeichnet Reinhard Vogt (53) für Marketing, Vertrieb und Service, während Jörg Pfirrmann (36) die Verantwortung für Finanzen, IT und allgemeine Verwaltung übernimmt. Der Vorstandsvorsitzende, Dr. Joachim Kreuzburg (44), verantwortet unverändert die Bereiche Operations, Recht, Revision, Kommunikation sowie Personal.

Ausblick:

Unsere Planungsbedingung 2009: Konjunkturerholung seit Q3/09; im Q4/09 leicht positives operatives Ergebnis; keine neue Dollarschwäche. Wir rechnen weiterhin mit einem Rückgang des Konzernumsatzes 2009 von 3 %; **das EBIT sackt 2009 u. E. um 46 %; das EPS auf € -0,39.** Der DCF-abgeleitete (Gewinnwachstum: ca. 30 %!!!) **faire Wert steigt auf ca. € 23,-/Aktie!** CEO Dr. Kreuzburg wollte keinen **konkreten Ausblick für das Geschäftsjahr 2009** abgeben, setzt aber auf Einnahmen-Wachstum bei Stedim Biotech und eine Bodenbildung in der Mechatronik-Umsatzdynamik. Nach Sanierung im Segment Mechatronik soll ab **2010** mit leichter Konjunkturerholung der Sparten-Gewinn dort zurückkehren. Die Biotechnologie wird nach der Sonderkonjunktur 2009 (Influenza-Pandemie) den Ertrag u. E. **2010** „nur“ halten können. In Summe und mit etwas geringerer Finanzlast lässt das ein **EPS von € 1,22 /Aktie** erwarten.

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 27.11.2009

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. Darüberhinaus 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. Schieble

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.