

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



+ Q1/10 sah deutliche Verbesserungen – auch im Waagengeschäft, ... + das konjunkturabhängig bleibt. Ab Q4/09 dort wieder Segment-Gewinn! Stedim Bio hat lebhafte Nachfrage nach Einmalartikeln in 2010. Equipment-(Fermenter-)Geschäft kommt wieder. Kursoptimisten setzen auf diesen Trigger! Pessimisten achten auf das Waagengeschäft, also die Dynamik der Konjunkturerholung!

**Gewinn je Aktie 08/09e/10e alt: 0,72/ -0,39/ 1,22
neu : 0,72/ -0,43/ 1,49**

→ Q1/10 war das Segment **Mechatronik** wieder erfreulich – bei der **Biotech-Sparte** läuft die **Sonderkonjunktur** aus. Im Q1/10 (111,17 %) wie schon im Q1/09 stieg die **Konzern-Book-to-bill-Ratio** zum Jahresstart. **Gleichzeitig** ist die **Börse** noch **skeptisch**. Die **offizielle Guidance** für **2010** sieht für **Umsatz/EBITA-Marge** geringes/deutliches **Plus** vor und wurde **jüngst bestätigt**.

→ Der DCF-abgeleitete (Gewinnwachstum: ca. 30 %!!!) theoretisch-„faire“ **Wert steigt auf gut € 26,-/Aktie!** Konjunktur-Rückenwind – als Trigger - ist nötig.

→ Für 2010 wird nach **Kostenreduktion** von > € 35 Mio. wieder **Mechatronics-Spartengewinn** möglich sein, aber u. E. ist keine schnelle Nachfrageerholung in Sicht. Dagegen wird **Stedim 2009** langsam weiterwachsen. Wir erwarten einen **Konzern-EPS-Gewinn von € 1,49 /Aktie**.

→ **1.-3.10: Umsatzplus von 3 %** (LC: 4,1 %) auf € 150 Mio.; EBITA: € 15,6 Mio. (Vorjahr: € 10,0 Mio.) – **EBITA-Marge: +340 BP** auf 10,3 %.

→ Zum Vorjahr festigte sich **aber die Erholung!** In beiden Segmenten **Bio/Mechatronics** verbesserten sich die **Book-to-bill-Ratio-Kennzahlen** im **Q1/10** ggü. Vj. auf 110,3/112,7 % (1. Q1/09: 108,1/106,3 %)

→ Die **Biotech-Sparte** verkaufte in 3 Monaten 2010 mit € 100 Mio. 3,7 % (LC: +4,8 %) mehr. Das EBITA verbesserte sich ggü. Vj. um 13 % auf € 14,2 Mio. (EBITA-Marge: +120 BP auf 14,2 %).

→ Der **Mechatronik-Umsatz** **stieg zeitgleich** um 3 % (LC 4,1 %) – das EBITA sprang ins Positive (€ 1,3 Mio.) – die EBITA-Marge: +2,6 % nach -5,2 % im Q1/09.

Marktdaten

aktueller Kurs (Vorzüge)	08.03.2010	18,51
in % seit Hoch / Hoch	1,7%	18,20
in % seit Tief / Tief	208,0%	6,01
Grundkapital (1)		17,05
davon Vorzugsaktien		9,36
Marktkapitalisierung (1)		315,60
Streubesitz (Ord.)		71,0%
Bio Rad Corp.		25,0%
Tagesumsatz in Stück		10.650

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)	13,3%
theoretischer Wert je Aktie (10e) nach (2-Phasen)	26,50
theoretischer Wert je Aktie nach 3-Phasen DivDis	15,97
Ratings (Moody`s / S+P):	- / -/-

Kennzahlen	2008	2009 31.12.2010e	31.12.2011e	
Ergebnis je	0,72	-0,43	1,49	1,85
Cash-Flow j	3,11	8,41	2,84	3,51
Dividende (2)	0,41	0,41	0,90	0,46
EBIT-Ratio	8,3%	4,0%	8,1%	9,2%
ROE (netto,	3,7%	-2,7%	9,0%	10,3%

Bewertung a)

P/E	37,3	-40,6	12,4	10,0
P/Buchwert	1,4	1,1	1,1	1,0
P/CF	8,7	2,1	6,5	5,3
EV/EBIT	13,9	24,3	6,0	5,1
Dividendennr	1,5%	2,4%	4,8%	2,5%

(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 – überra-
schend konjunktursensibel

Unternehmensbeschreibung:

Der Sartorius Konzern (1870 gegründet) entwickelt, produziert und vertreibt weltweit Labor- und Prozesstechnologien in den beiden Segmenten Biotechnologie und Mechatronik. Geführt wird der Spartenkonzern, dessen Vorzugs- und Stammaktien (je 9,36 Mio. Stück) seit 1990 in Frankfurt notiert werden, von einem im Juli 2009 von zwei auf drei Posten aufgestockten und verjüngten Vorstand.

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 aufgezinsten Kaufpreises von € 47,50/Stedim-Aktie (€ 20,-/Aktie, also rund € 104 Mio.) an die ausstehenden Aktionäre war im August 2009 fällig und wurde ausgezahlt, wofür eine Kreditlinie existierte.

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 (E. Merck KGaA), Pall und Thermo-Fischer (letztere USA). Im **Segment Mechatronik** (€ 247 Mio.) werden insbesondere Geräte und Systeme der Wäge-, Mess- und Automationstechnik für Labor- und Industrieanwendungen hergestellt. Der **oligopolistische Markt für Laborwaagen wächst mit 2 %, der fragmentierte Markt für Industriewaagen mit 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 existieren.**

Unternehmensentwicklung:

Für das **Q1/10** wurde ein Umsatzzugang um 3,0 % (LC 4,1 %) auf € 150 Mio. gemeldet, was vor allem auf den Umsatzplus in der Biotech-Sparte von 3,7 % auf € 100,1 Mio. zurückzuführen war. Die operative EBITA-Marge verbesserte sich von 7,5 % auf 10,9 %.

Beide Sparten trugen zu der positiven Entwicklung (underlying EBITA) bei. Die Biotechnologie-Sparte steigerte ihr operatives Ergebnis von € 12,8 Mio. im Vorjahresquartal auf € 14,6 Mio. und verbesserte die entsprechende Marge auf 14,6 % (13,3 %). Die Mechatronik-Sparte konnte nach Verlusten von € -1,9 Mio. im Q1/09 in den ersten drei Monaten 2010 über eine positive Kennzahl (€ 1,8 Mio.) berichten (Marge stieg von -3,9 %

**Q1/10: EBITA € 15 Mio.
nach € 10 Mio.**

**Q1/10: Mechatronik be-
ginnt wieder zu wachsen –
Biotech mit solider Nach-
frage, aber mit geringerer
Dynamik**

**Vorstand CEO Dr. Kreuz-
burg holt sich junge Ver-
stärkung (CFO, CMO)**

auf +3,7 %). Im Gesamtkonzern stieg das operative Ergebnis nach drei Monaten Geschäftstätigkeit um 50 % auf € 16,4 Mio. (Q1/09: € 10,9 Mio.). Das **EPS erreichte wieder € 0,30 (Q1/09: € 0,05)**.

Das **unbereinigte Konzern-EBITA** betrug € 15,6 Mio. (Vorjahr: € 10,3 Mio.). Der deutlich positive operative Cashflow (€ 11,9 Mio.) ermöglicht eine Reduktion der Nettoverschuldung um € 11 Mio.

Wie immer zu Jahresbeginn **Q1/10 wuchs die Konzern-Book-to-bill-Ratio im Vergleich zu den Kennzahlen aus dem 2. Hj. 09** (Q4/09: 102,16 %, nach 102,27 % im Q3/09). Jetzt verbesserte sich die Ratio um 363 BP auf 111,17 % – einen Rekordwert! In **beiden Segmenten Bio/Mechatronics (+220 BP/+640 BP) verbesserten sich die Kennzahlen** zum Vorjahr auf 110,3 %/112,7 %.

Das Geschäft mit Einwegbeuteln (Bags) konnte das hohe Niveau in etwa halten, obgleich die Sonderkonjunktur der Impfstoffindustrie wg. erwarteter Influenza-Pandemie entfiel. Im Gegensatz zu den vorangegangenen Quartalen ist das Equipmentgeschäft mit großen Fermentationsanlagen hingegen erstmals wieder expansiv. Damit verlangsamte sich die Erlösdynamik gegenüber den Vorquartalen. In der **Biotechnologie-Sparte halbierte** sich im Q1/10 die Wachstumsdynamik zum sehr lebhaften Q4/09 mit 11,5 %. Aktuell wurden Orders i. H. v. € 110,4 Mio. gezählt, was 5,8 % mehr als im Q1/09 (LC: +6 %) waren. Schwerpunkt war – nach Nordamerika – nun Asien. Die Sparte verkaufte in **3 Monaten mit € 100 Mio. 3,7 % mehr** als vor 12 Monaten (LC: +4,8 %).

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 sich 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 % aus.

Die **Mechatronik-Sparte** war hingegen nach wie vor maßgeblich von der weltweiten Rezession betroffen – die schwache Umsatzausweitung war geprägt von Zurückhaltung. Insbesondere Kunden aus der Chemieindustrie orderten kaum.

Der **Umsatz der Sparte Mechatronik stieg gegenüber dem Krisen-Quartal 2009 im Auftakt-Viertel 2010** um 1,8 % (LC +2,8 %) auf € 50,4 Mio. (nur noch die Region Europa hinkt hinterher). Gegenüber den Vorquartalen zeigte sich gleichzeitig ein leichtes Anziehen **der Auftragslage**. Im ersten Vierteljahr erhielt die Sparte Aufträge im Wert von € 56,8 Mio. und damit 8 % (LC: 9,2 %) mehr Orders. Das Geschäft mit industrieller Waagenteknik stagnierte noch, wohingegen sich das **Laborgeschäft sehr expansiv** entwickelte.

Das operative Ergebnis der Sparte Mechatronik war infolge der guten Entwicklung in Asien und der weitgehend implementierten Maßnahmen zur Kostensenkung

(rund € 30 Mio.) mit € 1,3 Mio. im Q1/10 (Q1/09: € -2,6 Mio.) wieder positiv. Die EBITA-Marge blieb mit 2,6 % (Q1/09: -5,2 %) unter dem langjährigen Mittel.

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 Pfirmann (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:

CEO Dr. Kreuzburg setzt auf Einnahmen-Wachstum bei Stedim Biotech von fast 10 % und eine leichte Verbesserung in der Mechatronik-Umsatzdynamik auf reichlich 5 %. Nach Sanierung im konjunkturabhängigen Segment Mechatronik soll ab **2010** mit leichter Konjunkturerholung der Sparten-Gewinn (operative EBITA-Marge ca. 5e%) dort zurückkehren. Die Biotechnologie wird nach der Sonderkonjunktur 2009 (Influenza-Pandemie) den Ertrag u. E. **2010** „nur“ begrenzt ausbauen können. „Ein währungsbereinigtes Umsatzwachstum für den Konzern von etwas oberhalb von 5 %“ und eine weitere Verbesserung der operativen EBITA-Marge um 1- 2 Prozentpunkte (2009: 10,1 % erwartet), begleitet von einem deutlich positiven operativen Cashflow, sind die im Mai angepassten Planparameter für 2010.

Bei etwas geringerer Finanzlast lässt das u. E. ein **EPS von € 1,49 /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 10.05.2010

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. Schießle (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.