

Drägerwerk (TECDAX)

Amerika und Asien beflügeln das künftige Wachstum

Nach dem Rückkauf der Medizintechniksparte und der Rückkehr zur gewohnten Stärke im operativen Geschäft sowie der Ankündigung, künftig 30 % des Jahresüberschusses als Dividende ausschütten zu wollen, kehrte Dräger in die Erfolgsspur zurück. Trotz der zwischenzeitlichen Kurserholung billigen wir den Aktien – Stämme und Vorzüge sind nun beide börsennotiert – noch weiteres Kurspotenzial zu.

Gründe, dem Lübecker Medizin- und Sicherheitstechnik-Unternehmen Dräger eine Titelgeschichte zu widmen, gibt es viele. Da wäre zunächst die erfolgreiche Transaktion mit Siemens zu nennen, wie Finanzvorstand Gert-Hartwig Lescow im Interview mit dem Nebenwerte-Journal (s. S. 10) ausführte. Die dafür notwendige Kapitalerhöhung, die zwischenzeitlich den Kurs belastete, ist vollständig platziert. Zur Erinnerung: Im Zuge der Kapitalerhöhung im Verhältnis 10:3 wurden Stammaktien zu € 27.50 ausgegeben. Die im vergangenen Jahr wegen mauer Ergebnisse und des Rückkaufs der Medizintechnik von Siemens auf 21 % gefallene EK-Quote wurde damit kräftig angehoben. Unmittelbar vor der Kapitalerhöhung gab die Dr.-Heinrich-Dräger-GmbH 1 039 200 Stammaktien ohne Bezugsrecht zu einem Stückpreis von € 41 an institutionelle Investoren ab und sorgte damit in den Tagen des Bezugsrechtshandels für einen Kursrutsch, der in der Zwischenzeit angesichts der guten Perspektiven für 2010 und die Folgejahre ausgebügelt ist. Außerdem müssen Altaktionäre den Wert ihrer Bezugsrechte in die Berechnung einfließen lassen. Ausgebucht wurden die Bezugsrechte mit einem Kurs

von € 4.15, die als Liquidität zugeflossen sind. Auf diese Weise gelangten erstmals Stammaktien in den freien Handel. In der Hauptversammlung behält die Familie aber das Sagen: Ihr Anteil an den Stammaktien beträgt immer noch mehr als 70 %.

Prognose für 2010 angehoben

Der Zeitpunkt für die Bekanntgabe der Kapitalerhöhung war gut gewählt. Zwei Tage zuvor, am 14.06.2010, hatte Dräger die Ziele für 2010 angehoben. Dank besserer Geschäfte in Asien und Amerika errechneten die Lübecker einen Umsatzzuwachs im mittleren einstelligen Prozentbereich. Die EBIT-Marge, die sie zuvor auf 5 bis 6 % geschätzt hatten, soll nun 7 bis 8 % im laufenden Jahr betragen. Überschlägig gerechnet, bedeuten die Umsatz- und Margenanhebungen ein Ergebnis je Aktie von etwa € 5.50. Durch den Verwässerungseffekt im Zuge der Kapitalerhöhung – die jungen Aktien sind bereits für das laufende Jahr gewinnberechtigt – wird der Gewinn je Aktie wohl nur € 4.25 betragen, der bei einem Kurs am 22.07.2010 von € 53.83 je Vorzugsaktie einem KGV 2010e von fairen 12.7 entspricht.

Auch im operativen Geschäft läuft es spätestens seit Q4 2009 wieder richtig rund. „Wir blicken auf eine anhaltend positive Entwicklung in den ersten sechs Monaten des Jahres 2010 zurück,“ sagte Lescow. Insofern dürfen Anleger mit guten Halbjahreszahlen rechnen, die mit Erscheinen dieser Ausgabe am 05.08.2010 veröffentlicht werden sollen. Insbesondere freut sich der Vorstand nach eigenen An-

gaben über eine gute Auftragslage sowie eine starke Umsatzentwicklung, vor allem in der Asien/Pazifik-Region und in Amerika. Außerdem hätten auch Effekte aus dem Kostensparprogramm, eine Produktmixverschiebung hin zu margenstärkerem Geschäft sowie positive Währungseffekte ihren Anteil am guten H1 2010, teilte Lescow mit. Darüber hinaus sei der Verkauf des mittlerweile vollständig abgeschriebenen Tieftauchsystems zustande gekommen und werde immerhin mit einem höheren einstelligen Millionenbetrag zum Ergebnis beitragen.

Gewinnsprung in den Folgejahren möglich

Auch über 2010 hinaus verdeutlicht die folgende schlichte Hochrechnung das Potenzial, das im Unternehmen und damit letztlich auch in den Aktien steckt. In den kommenden drei Jahren will Dräger jährlich den Umsatz leicht steigern. Wir unterstellen ein Erlöswachstum von 3 % p. a. und kommen so auf einen Umsatz von € 2.2 Mrd. bis 2013. Gleichzeitig soll die EBIT-Marge im Konzern auf 10 % zunehmen, was einem EBIT von € 220 Mio. entspräche. Beides trauen wir Dräger zu. Zum Vergleich: 2009 lag das EBIT bei € 80.1 Mio. Wie der Finanzvorstand vorrechnete, verringerte sich gleichzeitig durch den Wegfall der Minderheitenanteile von Siemens die Steuerbelastung um € 5 Mio. p. a. und dürfte unter dem Strich eine dauerhaft niedrigere Steuerquote nach sich ziehen. Aus € 220 Mio. EBIT sollte es daher möglich sein, mindestens einen Jahresüberschuss von € 100 Mio. bzw. € 7.80 je Aktie zu erzielen, so dass

Drägerwerk AG & Co. KGaA, Lübeck

Internet: www.draeger.com

ISIN DE0005550636 (Vz.), je 6.35 Mio.

Stamm- und Vorzugsaktien, AK € 32.512 Mio.

KGV 2010e 12.7 (Vz.), **KBV** 1.59 (3/10)

Börsenwert: € 341.8 Mio. (Vz.),

€ 295.1 Mio. (St.), **gesamt** € 636.9 Mio.

Aktionäre: Familie Dräger 70 %, Streubesitz 30 % (St.); Streubesitz 100 % (Vz.)

Kennzahlen	Q1 2010	Q1 2009
Umsatz	465.9 Mio.	425.5 Mio.
EBIT	36.8 Mio.	6.5 Mio.
Periodenüberschuss*	17.3 Mio.	-1.4 Mio.
Ergebnis je Aktie (Vz.)*	1.38	-0.10
EK-Quote	21.8 %	34.6 %

*nach Minderheiten

Kurs am 22.07.2010:

€ 53.83 (Xetra), 57.30 H / 18.23 T (Vz.);

€ 46.47 (Xetra), 50.00 H / 38.67 T (St.)



Das Ende der Seitwärtsphase bei den Vorzügen ist für H2 2010 zu erwarten.

FAZIT: Die Drägerwerk AG & Co. KGaA ist zurück in der Erfolgsspur. Von Quartal zu Quartal sollten sich Umsatz und Gewinn verbessern können, so dass das Ziel einer EK-Quote von 30 % zum Jahresende wieder erreicht werden dürfte. Dann wollen die Lübecker 30 % des Jahresüberschusses als Dividende ausschütten. Bei den von uns errechneten € 4.25 Gewinn je Aktie für 2010 wären dies zwischen € 1.25 und 1.30 Dividende je Anteilschein. Welcher Hebel im Geschäftsmodell steckt, verrät ein Blick in den Q1-Bericht. Für Q2 und in der Folge für H2 2010 erwarten wir ähnliche Relationen, so dass die beiden Aktiengattungen des Lübecker Qualitätsunternehmens an schwachen Tagen auf der Kaufliste stehen sollten. **CS**

sich ein KGV von unter 7 errechnen lässt. Das lässt der Aktie des Lübecker Qualitätstitels noch viel Spielraum nach oben.

Gewinnreserve für 2010

Auf den ersten Blick fuhr Dräger im Jahr 2009 das schlechteste Ergebnis der vergangenen fünf Jahre ein. Tatsächlich ist die Lage längst nicht so düster wie es die Zahlen signalisieren. Da der Rückkauf der Medizintechniksparte, an der Siemens mit 25 % beteiligt war, bereits vor dem Bilanzstichtag abgewickelt worden ist, steht Dräger deren Ergebnis aus wirtschaftlicher Sicht bereits vollständig zu, das rund € 0.80 je Vorzugsaktie ausmachte. Das reale Ergebnis je Vorzugsaktie hätte demnach eher bei € 2.- statt wie ausgewiesen bei € 1.20 gelegen. Dank dieser Reserve ist der Boden für einen Gewinnsprung im Jahr 2010 bereitet.

Die Transaktion, die am 29.12.2009 besiegelt wurde, soll den Handlungsspielraum erweitern und bisher nicht gehobene Synergien freisetzen. Die zwei Sparten Medizin- und Sicherheitstechnik können nunmehr enger verzahnt werden, z. B. werden Einkaufsvorteile genutzt und die getrennten Verwaltungsstrukturen zusammengefasst. Für den Erwerb zahlte Dräger einen Betrag von € 243.5 Mio. Der größte Teil von € 175 Mio. ist eine Barkomponente, die aus der vorhandenen Liquidität geleistet werden kann. Die zweite Komponente ist ein Verkäuferdarlehen von € 68.5 Mio. durch Siemens, die dritte eine an den Kurs der Vorzugs-

Die Medizintechniksparte ist der Gewinntribe: Hier die OP-Leuchte Polaris mit LED-Technologie, die Schattenbildung verhindert.

aktie gekoppelte Option, die einen Aufwand von maximal € 50 Mio. erfordern kann.

In H2 2009 bereits aufgeholt

Nachdem das erste Halbjahr 2009 mit schwachen Umsatz- und Ertragszahlen abschloss, haben sich die Zahlen in der zweiten Jahreshälfte, besonders im Schlussquartal, deutlich verbessert. So gelang es im Gesamtjahr 2009, den Auftragseingang um 2.5 % auf € 1.98 (1.93) Mrd. zu erhöhen

und mit einem Orderbestand von € 440 (400) Mio. in das neue Jahr zu gehen.

Der Konzernumsatz blieb mit € 1.91 (1.93) Mrd. gegenüber 2008 nahezu konstant. In der Medizintechnik ist der Ordereingang um 5.4 % auf € 1.34 (1.26) Mrd. gewachsen. Die Sicherheitstechnik verzeichnete hingegen einen Auftragsrückgang um 2 % auf € 666 (680) Mio. Der Umsatz sank um 4.2 % auf € 677 (707) Mio.

Bei der Entwicklung der Ertragslage ist das Unternehmen mit der Umsetzung des Programms zur Verbesserung der Ergebnis- und Cashflow-Situation schneller als ursprünglich geplant vorangekommen. Die rund 400 Einzelmaßnahmen zur Effizienzverbesserung, zur Senkung der Kosten und zur Erläuterung erbrachten bereits 2009 Einspareffekte von € 63.8 Mio. Reduziert um die Einmaleffekte von € 10.6 Mio. bleibt eine nachhaltige Kostenreduktion von € 53.2 Mio. Für die Umsetzung der Maßnahmen entstand ein Aufwand von € 18.5 Mio., u. a. durch eine Werksschließung in den Niederlanden. Der Rückgang beim EBIT auf € 80.1 (105.8) Mio. ließ sich daher begrenzen. Die EBIT-Marge reduzierte sich auf 4.2 (5.5) %.

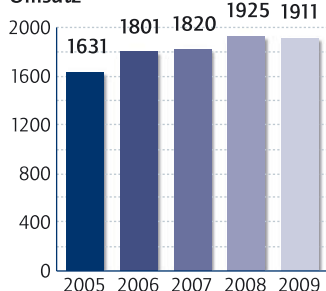
Hohe F&E-Investitionen

In der Sparte Medizintechnik kletterte das EBITDA um 5.6 % auf € 110.6 (104.7) Mio. und das EBIT um 1.6 % auf € 76.7 (75.5) Mio. Anders in der

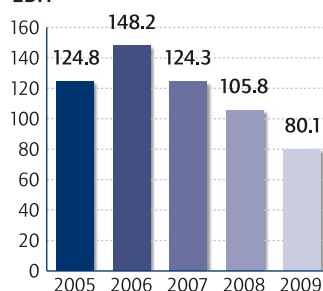
Gewinnssprung dank Rückkauf der Medizintechnik zu erwarten

5-Jahresübersicht

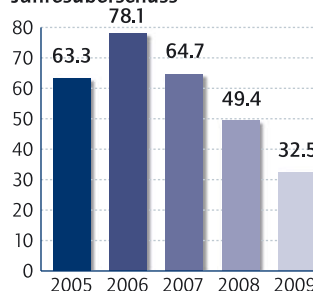
Umsatz¹



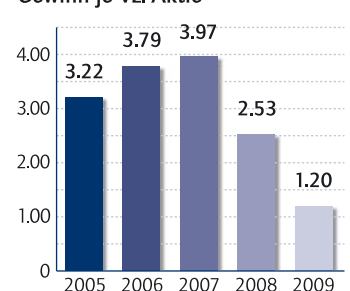
EBIT¹



Jahresüberschuss¹



Gewinn je Vz-Aktie²



¹ Angaben in Mio. €; ² Angaben in €; Quelle: Drägerwerk AG & Co. KGaA

Drägerwerk (TECDAX)

„Als Investor ist uns Siemens willkommen“

Warum der Rückkauf des Minderheitenanteils von Siemens ein lohnendes Geschäft ist und wie die künftige Wachstumsstrategie von Dräger aussieht, erläuterte der Finanzvorstand Gert-Hartwig Lescow im Interview mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Lescow, lassen Sie uns bitte mit einem Blick in die Vergangenheit starten. Was waren die Hintergründe, warum Siemens im Jahr 2003 in die Medizintechniksparte eingestiegen ist?

Lescow: Siemens hat seinerzeit sein Patientenmonitoring-Geschäft bei Dräger eingebracht. Dieses Geschäft in Verbindung mit Anästhesie und Beatmung ist von strategischer Bedeutung für uns und unsere Kunden. Bei Siemens war es eine Aktivität unter vielen. Ergo war es für beide Seiten vorteilhaft, das Geschäft unter dem Dach von Dräger zu bündeln. Dafür erhielt Siemens ursprünglich einen Anteil von 35 % am Unternehmensbereich Medizintechnik. Ferner sprachen mögliche Verbundeffekte im Vertrieb für eine Kapitalverflechtung anstelle eines Kaufs.

NJ: Klingt logisch, aber letztlich haben sich die angedachten Vertriebsvorteile nicht wie erhofft realisieren lassen, oder?

Lescow: Sie haben Recht. Was auf dem Papier gut aussieht, muss sich noch lange nicht in der Praxis bewähren. Die erhofften Verbundeffekte haben sich nicht eingestellt.

NJ: Und was heißt das im Klartext für Ihr Medizintechnikgeschäft?

Lescow: Im täglichen Vertrieb stellte sich im Lauf der Jahre 2004 bis 2006 heraus, dass sich die erhofften Verbundeffekte nicht heben lassen. Das hat letztlich dazu geführt, dass wir bereits 2007 einen ersten Anteil von 10 % zurückgekauft haben. Seit 2008 sprachen wir mit Siemens auch über die jetzt erfolgte Transaktion – übrigens in bestem Einvernehmen. Das möchte ich besonders betonen. Atmosphärische Störungen hat es in keiner Form und zu keinem Zeitpunkt gegeben. Wir werden auch künftig partnerschaftlich zusammenarbeiten – wo immer es für unsere Kunden einen Mehrwert bringt. Beispielsweise ergänzen sich in der Medizintechnik die Diagnose- und Therapie-Angebote beider Unternehmen, aber auch in der Sicherheitstechnik besteht ein beachtliches Potenzial für gemeinsame Projekte.

NJ: Außerdem steht nun der Gewinn dieser Sparte allein Dräger zur Verfügung, die Minderheiten entfallen künftig?

Lescow: Nicht nur die Minderheiten entfallen, was den Gewinn je Aktie automatisch steigen

lässt. Wir profitieren von den Verbundeffekten eines integrierten Technologiekonzerns mit durchgängig funktionaler Struktur, können so die Verwaltungskosten senken und Einkaufsvolumina bündeln. Ab 2011 rechnen wir mit Einsparungen von jährlich rund € 10 Mio. Durch die Trennung wird auch unsere Steuerlast sinken. Auf Basis des Ergebnisses 2008 wären es rund € 5 Mio. gewesen. Außerdem bleibt uns mehr Spielraum für die künftige Dividendenpolitik. Erstmals in der Unternehmensgeschichte sind wir mit einer konkreten Dividendenpolitik an den Markt gegangen, 30 % des Jahresüberschusses an Aktionäre und Genussscheinhaber ausschütten zu wollen, sobald wir eine Eigenkapitalquote von 30 % erreicht haben.

NJ: Sie hätten theoretisch die Möglichkeit, jetzt auch neue Vorzugsaktien auszugeben und sich so noch mehr Kapital zu beschaffen. Gibt es Pläne in eine solche Richtung?

Lescow: Ein klares Nein. Wir werden Siemens die Option einräumen, einen Teil des Kaufpreises für den 25 %-Anteil unserer Medizintechnik in Vorzugsaktien zu wandeln. Als Investor ist uns Siemens willkommen.

NJ: Für den zurückgekauften Anteil haben Sie in etwa 0.8 bis 0.9 mal den Umsatz gezahlt. Mit Verlaub, das erscheint für Außenstehende ein stolzer Preis zu sein.

Lescow: Im Gesamtbild ist zu berücksichtigen, dass die Nettofinanzschulden in der Obergesellschaft erfasst sind. In der Medizintechnik reden wir zum 31.12.2009 hingegen von einem Nettofinanzguthaben von etwa € 187 Mio. Daher müssen Sie rund € 45 Mio. vom Kaufpreis abziehen. Bließen rund € 205 Mio. Kaufpreis für ein schuldenfreies Unternehmen übrig. Hinzu kommen die Minderheitenanteile von gut € 10 Mio. pro Jahr und der positive Steuereffekt von € 5 Mio. auf Basis von 2008.

NJ: Touché, dennoch stelle ich meine Anschlussfrage, die sich eigentlich auf die angepeilte Refinanzierung beziehen sollte, aber auch von allgemeiner Bedeutung ist: Mit welchen EBIT-Margen kalkulieren sie mittelfristig?

Lescow: Auf Konzernebene streben wir mittelfristig eine EBIT-Marge von 10 % an, wobei im Industrievergleich in der Medizintechnik höhere Margen erwirtschaftet werden als in der Sicherheitstechnik.

NJ: Wie sieht vor diesem Hintergrund Ihre Wachstumsstrategie in den kommenden Jahren aus?

Lescow: Unser Fokus liegt ganz klar auf dem weiteren Ausbau unseres Geschäfts in den



Finanzvorstand Gert-Hartwig Lescow will in drei bis fünf Jahren auf Konzernebene eine EBIT-Marge von 10 % erzielen.

Wachstumsregionen: Dem asiatischen Raum – insbesondere China –, Südamerika sowie auf der arabischen Halbinsel. In diesen Regionen sind wir im Jahr 2009 bereits stark gewachsen. Daneben erwarten wir, dass wir von den Erholungstendenzen in den USA profitieren können.

NJ: War das auch der Hintergrund für die Anhebung der eigenen Prognose am 14. Juni?

Lescow: Das hat nicht unwesentlich zu unserer höheren Prognose beigetragen.

NJ: Inwiefern belastet das Scheitern des Zukunftstarifvertrages dieses Szenario?

Lescow: Von einem Scheitern will ich nicht sprechen. Wir werden die Verhandlungen im zweiten Halbjahr 2010 fortsetzen und sicher auch zu einem vernünftigen Ergebnis kommen.

NJ: Hat die neue Kapitalstruktur aus börsennotierten Stamm- und Vorzugsaktien Auswirkungen auf die ausstehenden Genussscheine?

Lescow: Eigentlich müssten wir nun auch drei Genussscheine auf die Stammaktien ausgeben. Nach unserer Kenntnis werden die derzeitigen Stammaktionäre, also die Familie Dräger, einer Ausgabe weiterer Genussscheine jedoch nicht zustimmen. Sollte die nächste Hauptversammlung der Ausgabe weiterer Genussscheine nicht zustimmen, würden wir eine Barabfindung gewähren, um einen möglichen Nachteil aus einer Gewinnverwässerung auszugleichen.

NJ: Zum Schluss bitte noch eine Aussage zum Verlauf des zweiten Quartals, das am 5. August veröffentlicht werden soll?

Lescow: Nur so viel: Mit den Monaten April und Mai waren wir, wie bereits berichtet, sehr zufrieden. Und der positive Basistrend hält an.

Das Gespräch führte Carsten Stern.

Sparte Sicherheitstechnik: Hier verbuchte Dräger sowohl beim EBITDA mit -37.6 % auf € 51.9 (83.2) Mio. als auch beim EBIT mit -50.5 % auf € 30.2 (61) Mio. starke Rückgänge. Die EBIT-Marge hat sich hier nahezu halbiert auf 4.5 (8.6) %. Hauptsächlich dafür verantwortlich war eine Auftragsstornierung für ein Tieftauchsysteem im Wert von € 26 Mio., das der Kunde aus finanziellen Gründen nicht mehr abnehmen konnte.

Der Jahresüberschuss sank 2009 auf € 32.5 (49.4) Mio. und damit auf das niedrigste Niveau der vergangenen fünf Jahre. Das entsprach einem Ergebnis je Stammaktie von € 1.14 (2.47) bzw. € 1.20 (2.53) je Vorzugsaktie. Die Investitionen lagen mit € 128 (75) Mio. über dem Vorjahresniveau. Davon entfielen € 75 Mio. auf den erworbenen Goodwill (Medizintechnik) und € 44 (69) Mio. auf Sachanlagen. Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung stiegen auf € 149 (142) Mio. Eine ganze Reihe von Innovationen in den beiden Sparten lassen in Zukunft eine verbesserte Margensituation erwarten.

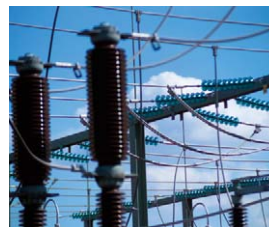
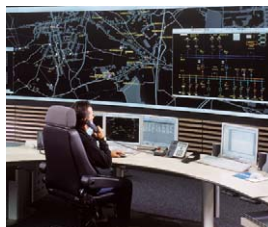
Q1 2010:

EBIT-Marge vervielfacht

Abzulesen ist diese Entwicklung bereits in den Zahlen für Q1 2010. Der Auftragszugang lag mit € 488.2 Mio. währungsbereinigt um 7.4 % über dem Vorjahreswert. Hierzu hat ein Wachstumsschub in der Region Amerika maßgeblich beigetragen. Der Auftragsbestand lag mit € 472.9 Mio. währungsbereinigt um 9 % über dem Vorjahreswert. Der Umsatz stieg um 8.1 % auf € 465.9 (425.2) Mio. Das EBIT explodierte regelrecht auf € 36.8 (6.5) Mio. Der Periodenüberschuss sprang auf € 17.3 (-1.4) Mio. bzw. € 1.38 (-0.10) je Vorzugsaktie. Wesentliche Gründe hierfür waren neben den Einsparungen aus dem Turnaround-Programm von € 11.9 Mio. einige Währungseffekte sowie ein verbesserter Produktmix. Die EBIT-Marge erreichte 7.9 (1.5) % und zeigt, welcher Hebel im Geschäftsmodell von Dräger steckt. Dieser Trend sollte sich im Jahr 2010 so fortsetzen, so dass wir der Dräger-Aktie durchaus Kurse von mindestens € 60 bis Jahresende 2010 zutrauen. Käufe bieten sich besonders an schwachen Tagen an. Angesichts der vorherrschenden Schaukelbörse werden solche Tage mit teils kräftigen Kursverlusten immer wieder vorkommen. Diese Gelegenheiten gilt es dann zu nutzen.

Carsten Stern

Profitieren Sie von unseren High-End-Lösungen für den Zukunftsmarkt Smart Grid



Energiemanagement

Steuerung und Überwachung

Übertragung

Betriebsführung
Verteilung

Smart Grids

Supergrids

Hochverfügbarkeit

Simulation

Optimierung

Workforce Management

Netznutzung

Netzberechnung

PSI 

Software für Versorger und Industrie

+49 30 2801-0 · info@psi.de · www.psi.de

DE000A0Z1JH9 · A0Z1JH · PSAN