

# Drägerwerk AG (TECDAX)

## Aktienkurs konsolidiert auf hohem Niveau – Nach Neuausrichtung weiteres Potenzial vorhanden – Genussschein Serie D mit immer noch hoher Rendite

In unserem Bericht in Nr. 8/03 hatten wir den Vorzugsaktien der Drägerwerk AG bei einem Kurs von € 36.15 ein weiteres interessantes Potenzial zugebilligt, wenn die damals genannten Ergebniserwartungen für das Geschäftsjahr 2003 und darüber hinaus sich als realistisch herausstellen sollten. Da die in der Bilanzpressekonferenz am 12.05.2004 vorgelegten Zahlen für 2003 die Erwartungen des Marktes im vollen Umfang erfüllten, legte der Kurs in der Spur um weitere 77 % zu, bevor es zu Gewinnmitnahmen kam. Bei aktuell € 53 ergibt sich aber immer noch ein Zuwachs um 46 %.

### Aktie +560 % in vier Jahren

Es sollte auch nicht vergessen werden, dass die Drägerwerk-Aktie bei unserer Erstvorstellung vor knapp vier Jahren (s. NJ 16/00) bei € 8.- und der Genussschein Serie D bei € 36 (jetzt bei knapp € 80) notierte. Der Vorstandsvorsitzende Theo Dräger, Vertreter der Familie, die unverändert alle stimmberechtigten Stammaktien hält, ging

*Das größere Geschäftsfeld Dräger Medical entwickelt sich eindeutig dynamischer als der Bereich Dräger Safety.*



in seinem einführenden Statement auch auf die seit dem Beginn der Strukturmaßnahmen im Jahr 2001 erzielten Erfolge ein, die diesen spektakulären Kursanstieg einleiteten. Die inzwischen weitgehend abgeschlossene Konzentration auf die beiden Kerngeschäftsfelder Dräger Medical und Dräger Safety sowie das Joint Venture in der Medizintechnik mit dem Siemens-Konzern stellen entscheidende Schritte zur Erreichung einer höheren Rentabilität dar. Der Dräger-Konzern gehört heute in beiden Sparten zu den „Global Playern“ mit weltweiter Präsenz in Produktion und Vertrieb. Das mittlerweile erreichte Ertragsniveau bildet eine entscheidende Voraussetzung dafür, dass der seit Unternehmensgründung vor mehr als 100 Jahren bestehende Charakter als Familienunternehmen auch künftig bewahrt werden kann. Auch auf der Führungsebene sind die Weichen bereits auf Kontinuität gestellt worden: Stefan Dräger, ein Neffe des am-

tierenden Vorstandsvorsitzenden, gehört seit 2003 dem Vorstand an und verantwortet dort den Bereich „Zentrale Aufgaben“.

### Einstieg institutioneller Investoren

Die in der Vergangenheit oft als Nachteil empfundene Beschränkung des Börsenhandels auf die stimmrechtslosen Vorzugsaktien wird vor dem Hintergrund der aufwärts gerichteten Umsatz- und Ergebniszahlen offenbar nicht mehr wahrgenommen. Vielmehr nahm nach der Aufnahme des Wertes in den TECDAX am 24.03.2003, wie die steigenden Börsenumsätze beweisen, das Interesse vor allem institutioneller Anleger an der Dräger-Vorzugsaktie noch einmal deutlich zu. Im Jahr 2003 wurden an den deutschen Börsen rd. 7 Mio. Stück gehandelt, das entspricht einem Tagesdurchschnitt von ca. 27 000 Stück. (+35 % gegenüber dem Vorjahr). Die direkte Rendite blieb auch nach der Anhebung der Dividende auf

### UNTERNEHMENSDATEN

#### Drägerwerk AG

Moislanger Allee 53/55, 23542 Lübeck  
Telefon (0451) 882-0

Internet: [www.draeger.com](http://www.draeger.com)

ISIN DE0005550636

6.35 Mio. Stück stimmrechtslose Vorzugsaktien, 6.35 Mio. nicht börsennotierte Stammaktien, AK € 32.51 Mio.

letzte HV am 13.06.2004,  
letzte Dividende € 0.40

Börsen: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart (geregelter Markt)

Kurs am 18.06.2004:  
€ 53 (Ffm), 64 H / 34 T

#### Genussscheine:

Serie A ISIN DE0005550651 € 75

Serie K ISIN DE0005550677 € 75.50

Serie D ISIN DE0005550719 € 76

KGV 31 (2004), 18e (2005), 13 e(2006)

Börsenwert der Vorzugsaktien: € 337 Mio.

Streubesitz 100 %

*Ein weiterer Kursanstieg setzt bei der Drägerwerk AG ein Gewinnwachstum oberhalb des jeweils geschätzten KGV voraus.*



€ 0.40 (0.35) mit 0.8 % bescheiden, da der Vorstand der inneren Stärkung des Unternehmens Vorrang einräumt. Bei einem Ergebnis je Aktie von € 2.12 (1.38) nach Anteilen Dritter betrug die Ausschüttungsquote 19 %. Für renditebewusste Anleger hatten wir auf die Genusscheine Serie D hingewiesen, die auf Grund ihrer langen Laufzeit bis 2026 eindeutig Eigenkapitalcharakter tragen und die seinerzeit bei einem Kurs von € 51.50 eine Rendite von 7.4 % boten. Bei einer Ausschüttung von € 4.- (3.50) beträgt die Rendite beim aktuellen Kurs von € 76 immer noch 5.2 %. Einschließlich des Kursgewinns boten auch die Genusscheine D eine erfreuliche Rendite.

### Fokussierung auf zwei Sparten

Unterhalb der Drägerwerk AG als Holding sind mit der Dräger Medical AG & Co. KGaA (Kapital rd. € 79 Mio., Beteiligung 65 %, Rest bei Siemens) und der Dräger Safety AG & Co. KGaA (Kapital € 25.7 Mio., Beteiligung 100 %) die Führungsgesellschaften der beiden Kerngeschäftsfelder angesiedelt, die ihrerseits weltweit über zahlreiche Produktions- und Vertriebsgesellschaften verfügen. Das Joint Venture mit Siemens in der Medi-



*Mit Stefan Dräger ist bereits die nächste Generation der Familie im Vorstand der Drägerwerk AG vertreten.*

zintechnik ist mit wirtschaftlicher Wirkung vom 01.07.2003 begründet worden. Überschneidungen im Produktionsprogramm der beiden Partner hat es kaum gegeben; die Integration der Aktivitäten wurde als gelungen bezeichnet. Dräger Medical bietet ein umfangreiches Spektrum von Problemlösungen in den Bereichen Notfall, OP/Anästhesie, Intensiv, Perinatal und Home Care an. In der Weltliga

wird derzeit der dritte Platz hinter den US-Gesellschaften Tyco und GE Medical eingenommen; das Produktionsprogramm ist allerdings bei Dräger sehr viel breiter aufgefächert. Der angestrebte Turnaround ist vollständig gelungen. Die Marktposition ist in diesem Jahr durch Zukäufe nochmals verbessert worden.

Auch Dräger Safety ist mit den Aktivitäten Gasmesstechnik, Personenschutz und Systemlösungen international aufgestellt. Das Unternehmen bewegt sich in einem noch sehr fragmentierten Markt. Die strategischen Maßnahmen umfassen hier vor allem eine Stärkung des weltweiten Vertriebs- und Service-Netzwerks sowie eine zunehmende Fokussierung auf die Wachstumsmärkte USA und Asien. Es werden zudem ständig neue, innovative Produkte entwickelt.

Erfolgreich verlief die Trennung von dem defizitären Bereich Dräger Aerospace, dessen Verkauf einen Buchgewinn von € 20.2 Mio. erbrachte. Weitere Randaktivitäten sind im laufenden Jahr verkauft worden, so dass die Konzentration auf die Kerngeschäftsfelder abgeschlossen ist. Verblieben ist lediglich die Dräger Inter-services GmbH (Logistik), die behalten werden soll.

Anzeige

PARTNER FÜR DEN MITTELSTAND

### Dienstleistungen rund um den Kapitalmarkt



- Börsenzulassungsverfahren
- Börseneinbeziehungsverfahren
- Verbriefung von Aktien
- Betreuung von Aktien im Sekundärmarkt
- Girosammelverwahrung
- Begleitung von Kapitalmaßnahmen

## Medical-Sparte expansiv – Safety-Sparte stabil

Im Gesamtkonzern wuchs der Umsatz 2003 um 6.0 % auf € 1.4 (1.3) Mrd. In der Medical-Sparte betrug das Umsatzplus 8.2 % auf € 918 (848) Mio., womit 64.9 (63.6) % des Konzernumsatzes generiert wurden. In der Safety-Sparte blieb der Umsatz mit 1.3 % auf € 477 (471) Mio. relativ stabil, so dass der Anteil im Konzern auf 33.8 (35.3) % sank. Der Auslandsanteil im Konzern beträgt 71.4 (71.7) %, wobei sich der Umsatz in Asien mit € 203 (176) Mio. besonders erfreut entwickelte.

## Überproportionaler Ergebniszuwachs

Im Dräger-Konzern verbesserte sich das EBIT vor Einmalaufwendungen im Zusammenhang mit dem Joint Venture mit Siemens um mehr als ein Drittel auf € 96 (72) Mio.; die operative Marge konnte auf 6.8 (5.4) % ausgeweitet werden. Unter Einrechnung des Sonderaufwands von € 32 (6) Mio. gab es mit € 64 (66) Mio. kaum Veränderungen. Auf Grund der höheren Eigenkapitalquote bildete sich die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) auf 11.2 (13.5) % zurück. Die übrigen Aufwandspositionen änderten sich nur wenig, so dass der Sonderaufwand das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit mit € 50.4 (51.2) Mio. leicht unter den Wert des Vorjahrs drückte. Nach dem außerordentlichen Ertrag aus der Veräußerung von Dräger Aerospace von € 20.2 Mio. und nach Ertragsteuern von € 25.1 (23.7) Mio. verblieb ein Ergebnis vor der Ausschüttung auf das Genussskapital, die € 5.7 (4.9) Mio. erforderte, von € 43.5 (24.8) Mio. Vom Jahresüberschuss des Konzerns von € 37.8 (19.8) Mio. stehen konzernfremden Gesellschaftern € 11.0 (2.3) Mio. zu. Nach Einstellung von € 22.2 (13.4) Mio. in die Rücklagen verbleibt ein Bilanzgewinn von € 4.7 (4.1) Mio. Das Ergebnis je Aktie

verbesserte sich zwar auf € 2.98 (1.56), doch sind nach Anteilen Dritter nur € 2.12 (1.38) anzusetzen (+54 %). Die Drägerwerk AG als Obergesellschaft weist einen Bilanzgewinn von € 61.4 (16.1) Mio. aus.

Interessant ist ein Blick auf die Einzelsegmente. Dräger Medical erzielte einen Jahresüberschuss (nach Einmalaufwendungen von € 20 Mio.) von € 39 (41) Mio. und ein EBIT von € 91 (77) Mio. mit einer Marge von 10.0 (9.0) %. Dräger Safety stellte mit einem Jahresüberschuss von € 25 Mio. und einem EBIT von € 40 (41) Mio. die Vorjahreszahlen ein. Vor allem Wechselkurseinflüsse ließen die EBIT-Marge auf 8.3 (8.9) % sinken.

## Eigenkapitalquote kräftig erhöht

Die Bilanzsumme des Dräger-Konzerns weitete sich nach dem Joint Venture mit Siemens in der Medizintechnik um 42 % auf € 1.2 (0.85) Mrd. stark aus. Im Anlagevermögen von € 337 (201) Mio. sind immaterielle Vermögensgegenstände von € 159 (23) Mio. enthalten. Im größeren Umlaufvermögen von € 0.84 (0.63) Mio. legten die liquiden Mittel auf € 186 (42) Mio. zu, nachdem € 158 Mio. durch die Bildung des Joint Venture zugeflossen sind.

Auf der Passivseite fällt die starke Zunahme des Eigenkapitals auf € 499 (170) Mio. bzw. 41.7 (20.1) % der Bilanzsumme ins Auge. Während Aktienkapital (€ 32.5 Mio.) und Genussscheine (bei einem Nominalwert von € 36.1 Mio. mit € 74.8 Mio. passiviert) unverändert blieben, erhöhten sich die Gewinnrücklagen auf € 126 (14) Mio. aus der Siemens-Transaktion. Die Anteile Konzernfremder (im Wesentlichen der 35%ige Anteil der Siemens AG an Dräger Medical) sind mit € 222 (6) Mio. ausgewiesen. Die Rückstellungen sind auf € 307 (283) Mio. angestiegen, während bei den Verbindlichkeiten ein leichter Abbau auf € 380

(385) Mio. gelang. Allerdings erhöhten sich die Bankschulden auf € 223 (181) Mio.

## Weiteres Wachstum angestrebt

Im ersten Quartal 2004 nahm der Auftragseingang um 6 % auf € 350 (330) Mio. zu, der Konzernumsatz um 11.7 % auf € 313 (280) Mio. Das operative EBIT erreichte € 14.8 (12.5) Mio. (+ 18.4 %) und bedeutet eine Marge von 4.7 (4.5) %. Der Periodenüberschuss von € 13.4 (2.2) Mio. bzw. € 0.83 (0.10) je Aktie ist allerdings nicht vergleichbar, weil € 9.0 Mio. aus der Veräußerung der IT-Servicegesellschaften vereinnahmt worden sind. Für das Gesamtjahr strebt der Dräger-Konzern ein Umsatzwachstum um rd. 11 % auf € 1.57 Mrd. bei einem operativen EBIT von € 124 (96) Mio. an. Damit würde eine Marge von 7.9 (6.8) % erreicht. Die Zielvorstellung für 2006 sind 10 % oder mehr. Für den Jahresüberschuss ist eine Zahl von € 46 (38) Mio. in der Planung. Dabei ist zu berücksichtigen, dass auf den Siemens-Konzern erstmals für ein volles Jahr € 24 (11) Mio. entfallen werden, so dass der Gewinn je Aktie (nach Minderheiten) nur € 1.73 (2.12) ausmachen würde. Dieser Rückgang soll 2005 mehr als aufgeholt werden. Von der Sparte Medical werden mit einem Umsatzanstieg um 18.7 % erneut stärkere Impulse erwartet als aus dem Bereich Safety, für den ein kleines Plus von 1 % geplant ist.

Claus Müller  
Finanzanalyst DVFA

## FAZIT

Der nachhaltig gelungene Turn-around nach den 2001 eingeleiteten Maßnahmen zur Neupositionierung der Drägerwerk AG sowie das gelungene Joint Venture in der Medizintechnik mit Siemens (verbunden mit einer deutlichen Verbesserung der Eigenkapitalquote) führten zu einer wesentlich höheren Bewertung an der Börse. Dennoch liegt der Börsenwert aller Aktien nur bei der Hälfte des Umsatzes. Das KGV wäre zudem niedriger, wenn nicht der Siemens-Anteil herausgerechnet wird. Voraussetzung für einen weiteren Kursanstieg ist ein dauerhaftes Gewinnwachstum oberhalb des jeweils erwarteten KGV. Die Dividende dürfte auf bescheidenem Niveau bleiben, da diese „Familiengesellschaft“ weiter auf einen hohen Thesaurierungsanteil bedacht sein wird. Eine Alternative bietet nach wie vor insbesondere der Genussschein der Serie D, der bei einer 10%igen Erhöhung der Ausschüttung mit 5.7 % rentiert.

C. M.

