

Drägerwerk AG



MDAX-Aufsteiger aus dem hohen Norden

**Solide
Langfristanlage**

Executive Summary

Kernkompetenz: Beherrschung von Gasen. Die im Jahr 1889 gegründete Lübecker Drägerwerk AG beschäftigt sich seit ihrer Entstehung mit der Beherrschung von Gasen. Erste Einsatzgebiete waren die Narkose im Krankenhaus und die Rettung von Verunglückten im Bergbau. Aus diesen Anfängen heraus erzielte Dräger im abgelaufenen Jahr 1,2 Milliarden Euro Umsatz mit den zwei Kernsparten Medizintechnik (Medical) und Sicherheitstechnik (Safety). Das Unternehmensmotto lautet daher: „Technik für das Leben.“

Weltweit aktiver Mittelständler. Das seit 1979 mit stimmrechtslosen Vorzugsaktien an der Börse notierende Familienunternehmen ist weltweit in mehr als hundert Ländern aktiv. Mit einem Umsatzanteil von fast zwei Dritteln ist das Geschäftsfeld Medizintechnik die größte Sparte, die Problemlösungen für den Akutbereich von Krankenhäusern bereitstellt. Die Sicherheitstechnik mit einem Drittel Umsatzanteil vermarktet Geräte, die den Menschen vor Verunreinigungen in der Luft warnen und schützen sowie das Atmen unter Extremsituationen ermöglichen. Die dritte Sparte Aerospace mit knapp 2 Prozent Umsatzanteil ist Weltmarktführer bei chemischen Notsauerstoffsystemen in Flugzeugen.

Konstant wachsende, reife Märkte. Dräger bewegt sich mit seinen Produkten in reifen Märkten, die aber über ein leichtes und vor allem konjunkturunempfindliches Wachstum verfügen. Neben einer Vielzahl kleiner, zum Teil regionaler Konkurrenten trifft Dräger einerseits auf Sparten von Global Player wie Philips, Tyco oder GE, andererseits auch auf fokussierte mittelständische Konzerne wie Bacou-Dalloz und MSA (Safety) oder Datex Ohmeda (Medizintechnik). Für zukünftiges Wachstum wird es neben der Finanzkraft vor allem auf die Innovationsfähigkeit bei gleichzeitiger Kostenführerschaft der Anbieter ankommen.

Neue Dimension durch Joint Venture mit Siemens. Mit der Ende Mai 2002 angekündigten Vereinbarung eines Joint Venture zwischen Siemens Medical und Dräger im Bereich Akutmedizin stößt Dräger in eine neue Dimension vor, was sowohl das Produktangebot als auch Umsatz, Anzahl Kunden und vertrieblicher Basis betrifft. Siemens bringt aus der Medical Solutions den Bereich Elektromedizin in das JV ein und erhält dafür 35 Prozent an der Dräger Medical AG & Co. KGaA. Dräger behält Kapitalmehrheit und die unternehmerische Führung.

Nach Turnaround wieder profitabel. Nach geschäftlichen Schwierigkeiten in der zweiten Hälfte der 90er Jahre wurde 2000 ein Restrukturierungsprogramm für den Konzern eingeleitet, dass bereits Früchte trägt. Im Jahr 2001 konnte ein positives EBIT von 49,5 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Für die nächsten 2 bis 3 Jahre soll die Profitabilität auf das Niveau der stärksten Mitbewerber angehoben und die Konzern-Zielmarke von 10 Prozent beim EBIT erreicht werden.

Trotz Kursanstieg moderate Bewertung. An der Börse wurde der erfolgreiche Turnaround trotz des ausgesprochen schlechten Marktumfelds der letzten Monate mit einem Anstieg von gut 80 Prozent seit Ende 2001 belohnt. Bei einer Bewertung der Zukunftsaussichten und mit Blick auf das Wettbewerbsumfeld ist die Dräger-Aktie jedoch immer noch moderat bewertet. Gelingt die erfolgreiche Umsetzung des Joint-Ventures mit Siemens und die Steigerung der Profitabilität im operativen Geschäft, sind weitere deutliche Kurszuwächse wahrscheinlich. Die Dräger-Aktie stellt daher bei zuletzt wieder ermäßigten Kursen um 15 Euro eine attraktive Anlage für Langfrist-Investoren dar.

Kurs 30.09.2002
15,01 Euro (Xetra)

WKN Vorzugsaktie
555063

Symbol
DRW3

Handelsplätze
Frankfurt, Hamburg,
Düsseldorf, Stuttgart,
Hannover, München,
Berlin, Xetra

Börsensegment
MDAX

Marktkapitalisierung
242 Mio. Euro *)
(Vorzugsaktien 95,32 Mio. Euro,
Genussscheine 51,82 Mio. Euro)

Aktionärsstruktur
Stämme:
100% Familie Dräger *)
Vorzüge u. Genusssch.:
100% Streubesitz

*) Stammaktien nicht gehandelt;
zur Berechnung der Marktkapitalisierung
bewertet wie Vorzüge

Herausgeber:
www.gsc-research.de

Autor:
Stephan Kraemer

Kontakt:
info@gsc-research.de

Inhaltsverzeichnis



Executive Summary	1
Inhaltsverzeichnis	2
 1.) Drägerwerk: Technik für das Leben	
Druckreduzierung zum Wohle des Menschen	5
Über 100 Jahre technologische Innovationen	5
Weltweit tätiger Mittelständler	5
Drei Sparten mit unterschiedlichem Gewicht	5
Hausgemachte Probleme in den 90er Jahren	6
Turnaround in 2000 erfolgreich eingeleitet	6
Geschäftsbereich Medical macht Sprung durch JV mit Siemens	6
Kapitalstruktur beinhaltet Stämme, Vorzüge und Genussscheine	7
Unternehmerische Unabhängigkeit wichtiges Familienziel	7
 2.) Geschäftsbereich Medical	
Alles für den Akutbereich	8
Anfangen mit Sauerstoffversorgung und -überwachung im Notfall...	8
... über komplette Anästhesiearbeitsplätze...	8
... Technik für die Intensivstation...	9
... sowie Stationsgeräte zum Absaugen und für die Atemtherapie...	9
... und Atmungsunterstützung und -überwachung für den Hausgebrauch...	9
... bis hin zum Anlagenbau	10
Umsatzbedeutung der einzelnen Produktbereiche wird nicht veröffentlicht	10
Alle Preissegmente werden bedient	10
Dräger ist Trendsetter bei High-end-Produkten	10
Durchschnittlich 10 Prozent Wachstum p.a.	11
Umsatzpotenzial insbesondere in den USA	11
Dräger-Produkte adressieren 4 Prozent des Medizintechnikmarktes	11
Rund 5 Prozent Weltmarktanteil im Akutbereich	11
Markt für Akutprodukte stark fragmentiert	12
Konsolidierungsprozess in der Branche zu erwarten	12
Drei große Wettbewerber und viele Mittelständler	12
Umsätze, EBIT und Margen der meisten Wettbewerber deutlich höher	13
Dräger am ehesten mit Datex Ohmeda vergleichbar	13
Joint Venture mit Siemens schließt Lücke im Bereich Monitoring	14
Markt wächst konstant	14
Convenience und Service wichtige Erfolgsfaktoren	15
Geschäftsjahr 2002 nicht von Joint Venture beeinflusst	15
Integration wird Umsatz und Ergebnis in 2003 belasten	16



EBIT-Verbesserung ab 2004	16
Für Konsolidierungsprozess in der Branche gut gerüstet	17

3.) Safety

Personen schützen und Gase messen	18
Safety-Sparte von zwei Bereichen getragen	18
Rundumschutz am Arbeitsplatz	19
Gase erkennen und messen	19
Weltweiter Service für Geräte und Benutzer	19
Massgeschneiderte Atmung und Sauerstoff für Taucher	19
BreathingGas und DrägerDive relativ unbedeutend	20
Finanzielle Beurteilung des Produktportfolios nicht möglich	20
Konstant positive Entwicklung bei Umsatz und EBIT	20
Europa nach wie vor Kernmarkt	20
Verfügbares Zahlenmaterial zu Marktvolumen und -struktur ungeeignet	21
Wachstum in gesättigtem Markt über Akquisitionen	21
Konkurrenz durch M&A-Aktivitäten gewachsen	21
Wettbewerber erzielen hohe EBIT-Margen	22
Problemlösungen, Innovationen und Finanzkraft sind Erfolgsfaktoren	23
Organisches Wachstum bei Umsatz und EBIT	23
Positive Entwicklung für die nächsten Jahre prognostiziert	23

4.) Aerospace und Servicegesellschaften

Marktführer mit unbefriedigender Rendite	25
EBIT-Verbesserung bei weiterhin geringen Umsätzen	25
Servicegesellschaften auf dem Weg in die Selbständigkeit	25
Bis 2004 positiver EBIT-Beitrag von Aerospace und Servicegesellschaften geplant	26

5.) Finanzkennzahlen Dräger-Konzern

Starkes Wachstum in reifen Märkten	27
EBIT wächst unterproportional zum Umsatz	27
EBIT-Marge in der Vergangenheit weit vom Ziel entfernt	27
Zentralkosten reduzieren das EBIT der Sparten	28
Sanierung hat Eigenkapitalquote belastet	28
Bankenverschuldung stark gestiegen	29
Höherer Cash flow reduziert Nettoverschuldung	29
ROCE stark gestiegen, aber noch weit unter dem Ziel von 20 Prozent	30
Nach Rückgang in 2003 künftig beim EBIT starkes Wachstum erwartet	30
Ausgangssituation ist gut, die Herausforderungen enorm	31



6.) Ansätze zu einer Bewertung

Erreichen der Ertragsziele eröffnet deutliches Kurspotential	32
DCF-Methode mit zu großen Unsicherheiten behaftet	32
Umsatz- und EBIT-Multiple als Bewertungsansatz	32
„Käufer“ müsste vermutlich mehr als Börsenkapitalisierung bezahlen	33
Peer Group aus Mittelständlern als zweiter Bewertungsansatz	33
Wettbewerber mit höherer Bewertung bei besserer Profitabilität	34
KGV auf dem Niveau des Wettbewerbs	34

7.) Fazit

Boden ist bereitet, Ernte muss noch eingefahren werden	35
Wachstum von Umsatz und EBIT zunehmend im Gleichschritt	35
Turnaround mit entsprechendem Kursanstieg gewürdigt	35
Kauf für Anleger mit längerem Zeithorizont empfehlenswert	35
Kontaktadresse	36
Quellenverzeichnis	36
Haftungsausschluss	37

1.) Drägerwerk: Technik für das Leben



Druckreduzierung zum Wohle des Menschen

Die heutige Drägerwerk AG wurde 1889 von Heinrich Dräger als Werkstattfabrik „Dräger und Gerling“ in Lübeck gegründet und hat sich in den über hundert Jahren ihres Bestehens zum Weltkonzern entwickelt. Bis heute befindet sich die Konzernzentrale am Gründungssitz Lübeck, die Mehrheit des Unternehmen wird von der Gründerfamilie gehalten.

Das erste Patent von Dräger war ein Druckreduzierventil. Für die Narkose in Krankenhäusern konnte dieses Prinzip genutzt werden, um bei hoher Sicherheit für die Patienten Gase zu dosieren und zu mischen. Daraus sollte später der größte Geschäftsbereich Dräger Medical entstehen.

Eine andere Branche, die die Erfindung von Heinrich Dräger sehr gut nutzen konnte, waren Gruben- und Feuerwehren, die mit dem Grubenrettungsgerät weltweit Verunglückte retteten. Dies ist der Vorläufer des zweiten großen Geschäftsbereiches Dräger Safety.

Diese Ursprünge stellen bis heute – konsequent weiterentwickelt – die Standbeine von Dräger dar, die das Unternehmen in dem Motto zusammenfasst: „Technik für das Leben.“

Über 100 Jahre technologische Innovationen

Bereits 1907 gründete Dräger das erste Tochterunternehmen in den USA; im Zeitraum von 1909 bis 1912 wurden 46 deutsche Patente, 35 Auslandspatente und 128 Gebrauchsmuster angemeldet. Im ersten Weltkrieg wurden Atemschutzmasken, tragbare Narkosegeräte und Sauerstoffkoffer von Dräger eingesetzt. In den 30er Jahren baute Dräger dann die Gasanalysetechnik aus und entwickelte die ersten Dräger-Gasmessröhrchen.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurden neue Geräteprogramme entwickelt: Pressluftatmersysteme, Tieftauchttechnik, Langzeitbeatmung, die zentrale Versorgung von Krankenhäusern mit medizinischen Gasen und Wartungseinrichtungen etc.. Schon dieser kurze Abriss der Firmenhistorie zeigt, wie innovativ, international und technologisch breit aufgestellt Dräger seit über 100 Jahren ist.

Weltweit tätiger Mittelständler

Dräger ist heute mit über 80 Tochtergesellschaften weltweit und einem Händlernetz in mehr als 90 Ländern ein Global Player. Gesteuert wird das Unternehmen nach wie vor von der Zentrale in Lübeck durch die Drägerwerk Holding AG. Unter der Mutter angesiedelt sind die Töchter Dräger Medical mit einem Umsatzanteil von 64,1% am Gesamtumsatz, die Dräger Safety mit 33,8% und die Dräger Aerospace mit 2,1% Umsatzanteil.

Drei Sparten mit unterschiedlichem Gewicht

Aus den Zahlen wird deutlich, dass der Bereich Dräger Medical der wichtigste Bereich ist. Dräger Medical entwickelt, produziert und vermarktet weltweit ganzheitliche Problemlösungen für das Krankenhaus- und Gesundheitswesen mit Schwerpunkt im Akutbereich. Die Produktion ist auf Standorte in Deutschland, den USA, China und den Niederlanden verteilt.

Dräger Safety entwickelt, produziert und vermarktet Geräte, Anwendungen und Dienstleistungen, die den Menschen vor Verunreinigung in der Luft warnen und schützen sowie das Atmen auch unter extremen Situationen ermöglichen. Es werden Produktionsanlagen in Deutschland, Großbritannien, den USA, China und Australien unterhalten.



Kleinsten Unternehmensbereich ist die Dräger Aerospace. Als Technologie- und Marktführer im Bereich der chemischen Notsauerstoffsysteme in Flugzeugen beliefert Dräger Aerospace fast exklusiv die weltweit größten Hersteller Boeing und Airbus.

Hausgemachte Probleme in den 90er Jahren

Trotz der guten Marktposition und hoher Innovationskraft blieb auch Dräger nicht von Krisen verschont. Anfang der 90er Jahre gab es Probleme mit einigen Auslandsgesellschaften, die mit Verlust arbeiteten. Hinzu kam Mitte der 90er Jahre bei Medical in Deutschland ein Fokus auf Dienstleistungen wie Consulting, IT oder Containerbau (Krankenhausbehelfsgebäude), die am Rande der eigentlichen Dräger-Kernkompetenz in „Technik für das Leben“-Produkte lagen – ein Trend, der durch die Gesundheitsstrukturreform von 1998 und die damit verbundenen Ausgabenkürzungen verstärkt wurde.

Für den Vertrieb in Deutschland bedeutete diese Geschäftserweiterung, dass er zum Kunden mit zahlreichen verschiedenen Produkten und Dienstleistungen kam, wodurch für beide Bereiche – sowohl Produkte als auch Dienstleistungen – eine neue Teamvertriebsstruktur benötigt wurde. In der Summe führte dies beim EBIT seit 1998 zu stark rückläufigen Ergebnissen.

Turnaround in 2000 erfolgreich eingeleitet

Nach einer Strukturanalyse wurden in 2000 vom neuen Management der Medizintechnik Restrukturierungsmaßnahmen eingeleitet, die das Jahresergebnis mit 38,3 Mio. Euro belasteten. Weitere 10 Mio. Euro wurden für die Strukturierung einer internen Teile- und Komponenten-Fertigungsgesellschaft bereitgestellt.

Bei den Maßnahmen handelte es sich im Wesentlichen um Personalreduzierungen, Lagerbereinigungen, die Aufgabe unrentabler Aktivitäten, eine Optimierung der Logistik, Standortwechsel oder die Sanierung laufender Projekte. Zeitgleich wurde auch die Umwandlung der Dräger Medizintechnik GmbH und der Dräger Sicherheitstechnik GmbH in Kommanditgesellschaften auf Aktien (KGaA) und damit in kapitalmarktfähige Einheiten vollzogen.

Im Jahr 2001 gelang der Turnaround mit einem EBIT von plus 49,5 Mio. Euro. Auch das erste Quartal schloss 2002 mit einem EBIT von 3 Mio. Euro erstmalig in der Geschichte von Dräger positiv ab. Dieser gelungene Turnaround schlug sich in der Kursentwicklung der Vorzugsaktie nieder: seit einem Tief von 7,60 Euro im Januar 2001 stieg die Aktie auf momentan etwa 18 bis 18,50 Euro an.

Geschäftsbereich Medical macht Sprung durch Joint Venture mit Siemens

Der jüngste Meilenstein in der Entwicklung von Dräger ist ein Joint Venture mit dem Siemens-Bereich Medical Solutions mit dem Ziel, die weltweiten Aktivitäten im klinischen Akutbereich zu vereinen.

Siemens bringt sein Geschäftsgebiet Elektromedizin in die Dräger Medical AG & Co. KGaA ein und erhält dafür im Gegenzug 35 Prozent am Kommanditaktienkapital. Die unternehmerische Führung bleibt weiterhin bei Dräger. Der Bereich Medical wächst durch das Joint Venture von rund 800 Mio. auf bis zu 1,2 Mrd. Euro Umsatz und von 4.800 auf 6.400 Mitarbeiter.

Kapitalstruktur beinhaltet Stämme, Vorzüge und Genussscheine



1970 erfolgte die Umwandlung des Familienunternehmens in eine Aktiengesellschaft; im Jahr 1979 ging die Drägerwerk AG mit der Ausgabe von 6,35 Mio. Vorzugsaktien dann an die Börse. Weitere 6,35 Mio. Stammaktien befinden sich in Familienbesitz und werden nicht an der Börse notiert. 1981 und 1991 wurden jeweils Kapitalerhöhungen durchgeführt.

Von 1983 bis zum Juni 1991 wurde mit der Genussscheinserie A den Dräger-Mitarbeitern die Möglichkeit gegeben, sich über diese Mischform aus Eigen- und Fremdkapital am Unternehmen zu beteiligen. Ab Juli 1991 wurde die Serie K aufgelegt, die sich durch die Möglichkeit der Kündigung des Genussscheins unter bestimmten Bedingungen von der Serie A unterscheidet. Seit der Hauptversammlung 1997 wird die Serie D begeben, für die folgende Bedingungen gelten: Wegfall der Mindestverzinsung, Kündigungsrecht, Verlustbeteiligung und entsprechende Aufholmechanismen.

Alle Serien werden an der Börse gehandelt und haben eine Kapitalisierung von rund 52 Mio. Euro. Ein größerer Teil der Genussscheine befindet sich im Besitz von Belegschaftsangehörigen, die diese als Erfolgsbeteiligung erhalten haben.

Unternehmerische Unabhängigkeit wichtiges Familienziel

Die Ausgabe von Genussscheinen diente dem Zweck, dem Unternehmen Finanzmittel zukommen zu lassen, ohne die „Alleinherrschaft“ der Familie Dräger zu gefährden. Die Unabhängigkeit der Gesellschaft und die Mehrheit am Unternehmen ist für die Familie Dräger auch für die Zukunft ein zentrales Anliegen. Zukünftige Kapitalmaßnahmen werden nur erfolgen, wenn sie die Stimmrechtsmehrheit der Familie Dräger nicht gefährden. Die aktuelle Aktionärs- und Kapitalstruktur ist der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen.

Kapitalform	Stück	Nennwert	Nominal	Anteil GK	Besitzverhältnisse
Stammaktien	6,35 Mio.	2,56 €	16,256 Mio.	50,0%	Familie Dräger
Vorzugsaktien	6,35 Mio.	2,56 €	16,256 Mio.	50,0%	Streubesitz
Genussscheine Serie A, D + K	1,41 Mio.	25,56 €	36,127 Mio.	-	Streubesitz, vor allem Mitarbeiter

Quelle: Geschäftsbericht Dräger 2001

Die Kapitalstruktur macht nochmals den Charakter eines Familienunternehmens deutlich, da die Familie Dräger mit einem Anteil von 50 Prozent am Grundkapital die Stimmrechtsmehrheit besitzt.

2.) Geschäftsbereich Medical



Alles für den Akutbereich

Im mit Abstand größtem Geschäftsbereich bietet Dräger Produkte und Dienstleistungen entlang der Patientenprozesskette im Akutbereich an: beginnend mit der Notfallaufnahme über den Operationssaal und den Intensivpflegebereich bis zur Versorgung zu Hause.

Die Kunden von Dräger – weltweit zu 99 Prozent Krankenhäuser – erzielen durch diesen prozessualen Ansatz einen Mehrwert gegenüber Einzellösungen für jeden der oben genannten Bereiche: zum einen mittels Kostensenkung durch Optimierung der klinischen Abläufe und Prozesse, zum anderen durch die resultierende Verbesserung der Behandlungsqualität.

Dräger bietet Produkte und Dienstleistungen in folgenden Akutsektoren an:

Notfall	OP und Anästhesie	Intensivmedizin	Stationsgeräte	Home Care	Anlagenbau
Beatmung	Anästhesie-Arbeitsplätze	Intensivbeatmung	Absaugung	Sauerstofftherapie	Medizinische Gasversorgungsanlagen
Monitoring	Datenmanagement	Wärmetherapie	Atemtherapie	Schlaftherapie	Vorsorgungseinheiten
Transport-Inkubator	Versorgungseinheiten	Informations-Technologien	Sauerstoff-/Aerosoltherapie	Heimbeatmung	
	OP-Leuchten	Versorgungseinheiten	Schienenzubehör	Diagnostik	
				Dienstleistungen	

Anfangen mit Sauerstoffversorgung und -überwachung im Notfall...

Im Produktbereich „Notfall“ werden drei Produktfamilien angeboten:

- **Beatmung:** Sauerstoffgeräte der „Oxylog“-Familie, die von der einfachen Sauerstoffversorgung bis zur hochqualifizierten Transportversorgung alle Anforderungen erfüllen.
- **Monitoring:** die Dialog 2000-Produktfamilie beinhaltet vom Hand-Pulsoximeter bis zum Multiparameter-Monitor eine Palette von Überwachungsgeräten für die Sauerstoffversorgung.
- **Transport-Inkubator:** der Transport-Inkubator ist ein Transportsystem mit integrierter Transportbeatmung, Absaugung und Zubehör, das bei Luft- und Landetransporten eingesetzt wird.

... über komplette Anästhesiearbeitsplätze...

Für den Operationssaal und die Anästhesie kann der Kunde von Dräger komplette Arbeitsplätze erhalten, einschließlich IT-Auswertungen, Raumgestaltung und Leuchten:

- **Anästhesiearbeitsplätze:** die Palette reicht von modularen Anästhesiegeräten bis zum vollintegrierten Arbeitsplatz.

- Datenmanagement „Recall AIMS“: alle Daten der anästhesiologischen Prozesskette werden automatisiert und standardisiert aufgezeichnet.
- Deckenversorgungseinheiten für die komplett bodenfreie Gestaltung der OP-Räume.
- Spezielle OP-Leuchten zur optimalen Ausleuchtung des OP-Feldes.



...Technik für die Intensivstation...

Dräger stellt Geräte bereit, die nach der OP auf der Intensivstation benötigt werden, wenn die Patienten noch nicht in der Lage sind, selbst zu atmen oder den Wärmehaushalt des Körpers nicht regulieren können.

- Intensivbeatmung: die „Evita“-Familie liefert Beatmungsgeräte für Frühgeborene und Erwachsene.
- Wärmetherapie: Wärmebetten für offene und Inkubatoren für geschlossene Pflege.
- Informations-Technologien: der „ICM Intensive Care Manager“ erstellt qualitativ hochwertige Dokumentationen aus den Daten der Beatmungsgeräte und der Wärmetherapie, die auch zur Abrechnung der Krankenhausleistungen geeignet sind.
- Versorgungseinheiten: Dräger gestaltet komplett bodenfreie Arbeitsplätze, um Stolperfallen zu vermeiden und hygienische Vorteile zu erzielen.

...sowie Stationsgeräte zum Absaugen und für die Atemtherapie...

Die Stationsgeräte von Dräger unterstützen die OP durch Absaugungen und liefern Patienten mit Atemwegserkrankungen spezielle Inhalationsgeräte.

- Absaugung: Geräte, die Absaugungen im OP, Bronchusabsaugungen und Dauerdrainage vornehmen.
- Atemtherapie: Inhalationsgeräte, die eine spezielle Therapieform bei Atemwegserkrankungen erlauben.
- Sauerstoff-/Aerosoltherapie: Produkte für mobile Sauerstoffversorgung und -therapie.
- Schienenzubehör: Gelenkarme und Leuchten für die Station.

... Atmungsunterstützung und -überwachung für den Hausgebrauch...

Patienten, die dauerhaft auf Unterstützung durch künstliche Beatmung angewiesen sind bzw. eine Überwachung des Schlafs benötigen, können durch Dräger-Produkte die Therapie zu Hause durchführen.

- Sauerstofftherapie: portable Sauerstoffgeräte für den privaten Einsatz.
- Schlaftherapie: Therapiegeräte für einen natürlichen Schlafrhythmus.
- Heimbeatmung: Die Produktfamilie „RespiCare“ sorgt für invasive und nicht-invasive Atemunterstützung.
- Diagnostik: in diesem Segment befinden sich Produkte zur Überwachung der Sauerstoffsättigung und Herzfrequenz, der Bewahrung vor dem plötzlichen Kindstod und der Schlafanalyse,
- Dienstleistungen: Beratung und Service für die Patienten rund um Neuauslieferungen, Einlagerung, Wartung der Geräte und Notdienst.

...bis hin zum Anlagenbau

Im Bereich Anlagen und Systeme übernimmt Dräger für die Krankenhäuser die komplette Systemlösung für die zentrale medizinische Gasversorgung, das heißt Planung und Ausführung aller Gasversorgungsanlagen wie Flaschenbatterie-, Druckluft- und Vakuumanlagen.

**Umsatzbedeutung der einzelnen Produktbereiche wird nicht veröffentlicht**

Eine Einschätzung zur Bedeutung der einzelnen Produkte für den Gesamtbereich Medical lässt sich nicht vornehmen, da Dräger aus Wettbewerbsgründen traditionell keine Umsatz-, Ertrags- oder Absatzzahlen für einzelne Produkte oder Produktbereiche herausgibt.

Um einen Eindruck von der Strategie und den Preisen der Produkte zu bekommen, wird der Produktbereich OP und Anästhesie im Folgenden betrachtet. Dräger Medical offeriert den Krankenhäusern im Bereich der Anästhesie-Arbeitsplätze drei unterschiedliche Kategorien von Geräten:

- im Standardsegment die Geräte Fabius, Narkomed Family und Titus
- im mittleren Segment die Gerätetypen Julian und Cato
- im gehobenen Segment die Physio Flex, Cicero und Narkomed 5000.

Alle Preissegmente werden bedient

Die Entscheidung eines Krankenhauses für einen Gerätetyp hängt zwar auch von den Kosten ab, in erster Linie aber von der Nutzung, die das Krankenhaus mit dem Gerät beabsichtigt. Für eine Blinddarmoperation reicht ein Gerät der mittleren Klasse, für Herzoperationen wird ein Gerät aus dem oberen Segment benötigt, weshalb Dräger Produkte in allen Preisklassen anbietet.

Das Beispiel der Anästhesie-Arbeitsplätze macht allerdings deutlich, dass Dräger zu viele verschiedene Produkte in einem Segment anbietet. Diese Form der Selbstkannibalisierung wurde erkannt; bis Anfang 2003 2002 werden die bestehenden Produkte in allen Segmenten durch nur noch ein Nachfolgeprodukt abgelöst. Dies reduziert für Dräger Produktions-, Lagerhaltungs- und Vermarktungskosten, ohne dass die Kunden einen Nachteil erleiden.

Dräger ist Trendsetter bei High-end-Produkten

Nach eigenen Aussagen verdient Dräger mit den Produkten im unteren und mittleren Segment wesentlich mehr Geld als im gehobenen Segment. Dieses besitzt jedoch Trendsetter- und Imagecharakter und erfüllt damit eine wichtige Funktion für die günstigeren Produkte.

Eine vergleichbare Aufteilung in drei Segmente realisiert Dräger Medical in der Intensivmedizin mit den Produkten Savina (Standard), Evita 2 dura (mittel) und Evita 4 (gehoben) für die Beatmung von Patienten. Im Unterschied zur Anästhesie wird schon jetzt nur ein Produkt je Preissegment angeboten.

Für Dräger ist die Intensivmedizin die Renommiersparte innerhalb von Dräger Medical. Mit den Evita-Produkten setzt Dräger die Standards für Beatmungsgeräte auf der Intensivstation.

Durchschnittlich 10 Prozent Wachstum pro Jahr erreicht

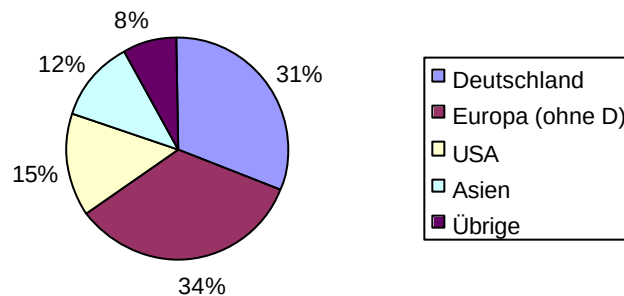
Der Unternehmensbereich Dräger Medical erzielt seit Jahren im Schnitt ein Umsatzwachstum von rund 10 Prozent. Wurden im Jahr 1995 erst 476 Mio. Euro Umsatz erzielt, so waren es in 2001 schon 805 Mio. Euro. Auch im ersten Quartal 2002 hat sich das Wachstum mit 14 Prozent auf 168 (Vj.: 150) Mio. Euro fortgesetzt.



Das erste Quartal brachte für Medical ein Novum: mit einem EBIT von 4 Mio. Euro wurde der erste Gewinn im umsatzschwachen ersten Quartal in der Geschichte der Sparte erreicht. Zum Wachstum in den ersten drei Monaten haben die Bereiche Anästhesie, HomeCare und IT sowie deutliche Steigerungen in den Regionen Asien und USA besonders beigetragen.

Umsatzpotenzial insbesondere in den USA

Die Umsätze (2001) von Dräger Medical verteilen sich wie folgt auf die Regionen:



Da die USA der weltgrößte Markt für Medizintechnik-Produkte sind, hat Dräger in diesem Markt auch das größte Potenzial, seine Umsätze nennenswert zu steigern. Die Bedeutung des Heimatmarktes Deutschland wird sich daher – bezogen auf den Umsatzanteil – relativ zu den anderen Märkten abschwächen.

Dräger-Produkte adressieren 4 Prozent des Medizintechnikmarktes

Der weltweite Umsatz mit Medizintechnikprodukten betrug 2001 rund 250 Mrd. Euro. Der Akutsektor, in dem Dräger Medical tätig ist, umfasst davon nur 7 Prozent oder 17 Mrd. Euro. Von diesen 17 Mrd. Euro sind 39 Prozent abzuziehen, da sie Einwegartikel oder In- und Transfusionstherapie betreffen, für die Dräger keine Produkte anbietet.

Der Markt für Akutprodukte wächst jährlich mit 3 bis 4 Prozent. Dräger hat daher in den vergangenen Jahren mit durchschnittlich 10 Prozent Wachstum deutlich stärker zulegen können als viele Wettbewerber.

Rund 5 Prozent Weltmarktanteil im Akutbereich

Mit einem Umsatz von über 800 Mio. Euro errechnet sich für Dräger ein Weltmarktanteil von 5 Prozent, bezogen auf die 17 Mrd. Euro. Definiert man den relevanten Markt enger, in dem nur der Bereich betrachtet wird, in dem Dräger Medical Produkte anbietet, erhöht sich der Weltmarktanteil auf rund 8 Prozent. Weltweit – unter Einbeziehung des gesamten Medizintechnik-Marktes – rangiert Dräger hinter Konzernen wie Siemens und General Electric etwa an zehnter Stelle der größten Anbieter von Medizintechnik-Produkten.

Markt für Akutprodukte stark fragmentiert

Im Unterschied zu anderen Teilmärkten der Medizintechnik wie Dialyse (weniger als zehn Wettbewerber) oder bildgebenden Diagnoseverfahren (weniger als 30 Wettbewerber) ist der Markt für Akutprodukte stark fragmentiert: mehr als 200 Wettbewerber teilen sich den Umsatz von 17 Mrd. Euro.

Zum Vergleich: die weniger als 30 Wettbewerber bei den bildgebenden Diagnoseverfahren erzielen rund 30 Mrd. Euro Umsatz.



Konsolidierungsprozess in der Branche zu erwarten

Zunehmender Kostendruck und die Erwartung der Krankenhäuser, über one-stop-shopping alles aus einer Hand von einem Ansprechpartner zu bekommen, wird unter den Anbietern zu einer Konsolidierung führen, die in einigen Jahren zu einem ähnlichen Verhältnis von Marktvolumen und Anzahl Wettbewerber führen kann wie im Segment der bildgebenden Diagnoseverfahren.

Dass dieser Prozess von den Kunden forciert wird, verdeutlichen folgende Zahlen aus einer Untersuchung des Zentrums für Innovation in der Gesundheitswirtschaft: pro Woche kontaktiert ein Krankenhaus durchschnittlich 300 bis 500 Lieferanten. Die Kosten pro Bestellvorgang liegen bei 30 bis 60 Euro. Auch wenn der Bestellrhythmus bei Produkten mit einem Wert von mehreren Tausend Euro seltener erfolgt als bei Einwegmaterial, wird der Aufwand für die Krankenhäuser bei der Vielzahl an Lieferanten deutlich und damit der Trend, mit weniger Lieferanten intensiv zusammen zu arbeiten.

Dräger sieht sich aufgrund der Ausrichtung als familiengeführtes, unabhängiges Unternehmen in der Rolle des Akquisiteurs oder strategischen Partners und nicht in der Position des Übernahmekandidaten für den anstehenden Konsolidierungsprozess.

Drei große Wettbewerber und viele Mittelständler

Im Sektor Akutprodukte trifft Dräger auf drei Weltkonzerne und mehrere Mittelständler. Unter diesen verfolgt insbesondere Datex Ohmeda einen mit Dräger vergleichbaren Ansatz, nämlich die gesamte Wertschöpfungskette im Bereich der Akutpflege produktmäßig abzudecken. Die folgende Übersicht verdeutlicht die Schwerpunkte der wichtigsten Wettbewerber und die Position von Dräger:

	Notfall	OP/Anästhesie	Intensivmedizin	Stationsgeräte	Monitoring	Home Care	IT	Anlagenbau
Dräger	x	X	X	X	x	x	x	X
Siemens		x	X		X		x	
Philips	x				X		x	
GE					X		x	
Tyco (MNPB)			X	X		x		
Viasys			X	x	x			
Datex Ohmeda		X		x	X		x	
Respironics						X		
ResMed						X		

x = einige Produkte

X = volle Abdeckung

Quelle: Dräger Roadshow, April 2002

Erkennbar wird, dass die großen Wettbewerber die komplette Prozesskette nicht abdecken und ihren Schwerpunkt im Monitoring haben. Dieser Bereich ist wiederum bei Dräger schwächer ausgeprägt. Vor diesem Hintergrund gewinnt das Joint Venture mit Siemens zusätzlich an Bedeutung (*ausführlich zu diesem Thema am Ende des Abschnitts*).



Wettbewerber wie **Respironics** und **ResMed** haben im Bereich HomeCare eine starke Stellung mit einfacheren Produkten, aber guter Marge. Diese Unternehmen versuchen derzeit, stärker in den stationären Bereich vorzudringen und etablierte Anbieter zu verdrängen.

Umsätze, EBIT und Margen der meisten Wettbewerber deutlich höher

Einen Überblick über die Größenverhältnisse der wichtigsten Mitbewerber von Dräger, bezogen auf die erzielten Umsätze, Ergebnisse und Margen, wird aus der folgenden Übersicht deutlich:

Wettbewerber	Umsatz 2001 (in Mio. EUR)	EBIT 2001 (in Mio. EUR)	EBIT-Marge in Prozent
Siemens	7.200	808 *)	11,22
Philips	4.834	-199	-4,12
GE	8.409	1.803	21,44
Tyco **)	8.833	1.804	20,42
Viasys	358	29	8,10
Datex Ohmeda	714	100	13,98
Respironics	422	56	13,25
ResMed	47	13	27,87
Durchschnitt			13,11
Dräger	805	39	4,84

Quelle: Geschäftsberichte der Firmen

*) 808 Mio. Euro sind EBITA, also vor Goodwill-Abschreibungen

***) Operating Income inkl. Sparte mit Filmen und Filmprodukten; Tyco wurde bei der Durchschnittswertberechnung nicht berücksichtigt

Beim Vergleich der EBIT-Margen ist Vorsicht geboten, da insbesondere die Big Player mit ihren Produkten nicht nur den Akutbereich bedienen, sondern zum Teil Einwegmaterial bzw. kardiologische Apparate oder – wie **Tyco** – komplett andere Sparten in einer Zahl zusammen fassen. Bei **Philips** machen sich hohe Goodwill-Abschreibungen aufgrund größerer Akquisitionen (Agilent) bemerkbar, die das Ergebnis ins Minus rutschen lassen.

Dräger am ehesten mit Datex Ohmeda vergleichbar

Will man aus dem Vergleich eine Benchmark für Dräger Medical ableiten, bietet sich dafür in erster Linie **Datex Ohmeda** an, eine Tochter der finnischen Instrumentarium, da diese Firma ähnlich aufgestellt ist wie Dräger und sich bislang zudem in der gleichen Größenklasse bewegte.

Gelänge es Dräger, genau so profitabel zu arbeiten wie Datex Ohmeda, so läge das EBIT nicht bei 39, sondern bei rund 110 Mio. Euro. Dass solche Renditen im Markt für Medizintechnik nicht unrealistisch sind, beweist der Blick auf den Durchschnitt der EBIT-Marge aller acht Wettbewerber.

Wenngleich die Verbesserung bei Dräger von 2000 mit einem EBIT von 9,1 Mio. Euro auf 39 Mio. Euro in 2001 bereits erheblich war, sind dennoch im Vergleich zum Wettbewerb erhebliche Anstrengungen notwendig, um zweistellige EBIT-Margen zu erzielen.



Joint Venture mit Siemens schließt Lücke im Bereich Monitoring

Ein Schritt in Richtung Global Player und Vervollständigung der Produktpalette und damit in letzter Konsequenz zur Verbesserung des EBIT's ist das Ende Mai präsentierte Joint Venture (JV) mit Siemens, dass allerdings noch unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch die Kartellbehörden steht. Geschäftliche Auswirkungen dieses JV sind nach Genehmigung nicht vor 2003 zu erwarten.

Siemens bringt im Rahmen des JV sein Geschäftsgebiet Elektromedizin in die Dräger Medical AG & Co. KGaA ein und erhält dafür im Gegenzug 35 Prozent. Die unternehmerische Führung verbleibt bei Dräger; dies war eine Voraussetzung für das Zustandekommen der Partnerschaft. Es spricht für die Kompetenz von Dräger Medical, dieses Ziel erreicht zu haben. Siemens sieht den Bereich Elektromedizin nicht als seine Kernkompetenz und war deswegen bereit, dieses Geschäftsgebiet bei einem Partner einzubringen.

Der strategische Fit des Joint Ventures ist in der Ergänzung der oben dargestellten Schwerpunkte im Produktbereich zu sehen. Dräger Medical ist überall in der Prozesskette im Akutbereich gut vertreten – mit Ausnahme der Bereiche Monitoring und IT. Siemens hat hingegen seine Stärken im Monitoring als Nummer 3 weltweit mit 8 Prozent Marktanteil nach Philips (Agilent) mit 27 und GE mit 23 Prozent sowie der Anbindung des Akutbereiches an die IT-Infrastruktur des Krankenhauses, besetzt zum Teil aber auch die anderen Felder. Diese Doppelungen werden abgebaut, so dass die Kosten insgesamt sinken werden.

Zusätzlich erhält Dräger über das Joint Venture durch den hohen Auslandsanteil am Umsatz bei Siemens und den weltweiten Vertrieb mit intensiven Kontakten zu den Krankenhäusern eine deutlich internationalere Aufstellung mit einer Vielzahl neuer Kunden und installierten Basen.

Addiert man die Umsätze beider Bereiche, so ergibt sich ein Umsatzvolumen von 1,2 Mrd. Euro (davon 800 Mio. Euro von Dräger) mit 6.400 Mitarbeitern, von denen 4.800 aus dem bisherigen Dräger-Konzern stammen.

Da das organische Wachstum in einem nur leicht wachsenden Markt langsam und kostenintensiv vonstatten geht und andererseits die Kunden immer stärker kostengünstige Komplettlösungen verlangen, liegt der Schluss nahe, dass zukünftig weitere Joint Ventures oder Übernahmen erfolgen werden. Dräger hat sich bei Gelingen der Partnerschaft mit Siemens eine gute Ausgangsposition für die einsetzende Konsolidierungsphase erarbeitet.

Markt wächst konstant

In der Vergangenheit ist der Markt für Medizintechnik weltweit mit Raten zwischen 3 und 4 Prozent gewachsen. Zukünftig ist das stärkste Wachstum – allerdings von niedriger Basis – aus den nicht-industrialisierten Ländern zu erwarten. Die USA werden aber mit einem Weltmarktanteil von 40 Prozent auch langfristig der bedeutendste Markt bleiben.

Die zukünftige Marktentwicklung wird von mehreren Entwicklungen bestimmt, deren Auswirkungen auf die Marktentwicklung sich heute nicht quantifizieren lassen, aber wesentlichen Einfluss auf Anbieter von Produkten haben werden, deren wichtigste die folgenden Faktoren sind:

- Sinkende Budgets von Krankenhäusern
- Politischer Druck auf Senkung der Gesundheitskosten
- Immer älter werdende Bevölkerung in den Industrieländern
- Verstärktes Bewusstsein für Gesundheit in der Bevölkerung
- Ausbau der häuslichen Betreuung und Pflege
- Steigender Einsatz von Informationstechnologien in Krankenhäusern
- Rasche Folge technologischer Innovationen
- Hinwendung zur einzelfallbezogenen Behandlung und
- Einführung von Fallpauschalen für bestimmte Behandlungen.



Die Auflistung verdeutlicht, dass etliche Punkte ein starkes Wachstum dieses Marktes erwarten, andere Punkte aber das genaue Gegenteil vermuten lassen, da der Kostendruck durch immer mehr ältere Patienten in Zukunft zunehmen wird und die meisten Gesundheitssysteme in den westlichen Ländern damit die Grenzen der Finanzierbarkeit überschreiten.

Convenience und Service wichtige Erfolgsfaktoren

Zukünftig wird der Anbieter erfolgreich sein, der den Kunden in den Entwicklungsprozess seiner Produkte mit einbindet, ihm Komplettlösungen realisiert und damit gegenüber Einzellösungen Kosten reduziert. Immer mehr Aufgaben, die nicht zur Kernkompetenz des Krankenhauses gehören, werden auf die Anbieter verlagert. Daneben spielen Produktqualität und Funktionalität weiter eine wichtige Rolle, sind aber Voraussetzung, um im Markt überhaupt eine Chance zu haben. Der absolute Preis des Produktes wird durch den zunehmenden Kostendruck an Bedeutung gewinnen.

Geschäftsjahr 2002 von Joint Venture nicht beeinflusst

Für Dräger Medical stellt sich neben den Marktherausforderungen die Bewältigung der im Zuge des JV mit Siemens anfallenden Integrationsaufgaben. Unter der Annahme, dass dieses genehmigt wird, steht 2003 bei Dräger unter dem Schwerpunkt der Neuausrichtung der Sparte Medical. Dies betrifft alle Bereiche von der Entwicklung über die Produktion bis zum Vertrieb und der Verwaltung.

Um zu einer Einschätzung der zukünftigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung zu kommen, sind neben den Prognosen der Unternehmen eigene Annahmen zu treffen. Da beide Firmen keine detaillierten Umsatz- und Ergebniszahlen für die einzelnen Segmente und Produkte veröffentlichen, sind die zu treffenden Annahmen mit einer größeren Unsicherheit behaftet.

Für 2002 kann die Prognose von Dräger nach dem bisherigen Geschäftsverlauf übernommen werden. Das JV wird in 2002 keinen Einfluss auf Umsatz und EBIT haben, da eine Genehmigung erst ab dem 4. Quartal zu erwarten ist.

Integration wird Umsatz und Ergebnis in 2003 belasten

Für 2003 ist das JV zu berücksichtigen. Dräger selbst hat zu Umfang und Auswirkungen des Joint Ventures hinsichtlich der Ertragslage bisher keine Stellung genommen. In einer Pressemitteilung vom 30. Mai 2002 wurde das maximale Umsatzvolumen mit 1,2 Mrd. Euro angegeben.

Erfahrungsgemäß führt die Zusammenführung zweier Firmen zu erheblichen Mehrkosten in der Angleichung der IT, Restrukturisierungskosten in Folge von Personalentlassungen und Standortschließungen, Entwicklung und Penetration eines neuen Marktauftritts sowie des Zeitaufwands, die Management und Mitarbeiter für die Umsetzung des JV aufbringen müssen.

Bezogen auf den Umsatz entstanden in vergleichbar gelagerten Zusammenschlüssen oder Joint Ventures Integrationskosten von 0,5 bis 1 Prozent entstanden. Bei EADS (Dasa, Aerospatiale Matra und CASA), Syngenta (Teile von Astra Zeneca und Novartis) und Daimler/Chrysler betrugen die fusionsbedingten Restrukturierungskosten je etwa 0,5 Prozent, bei Kontron/ICS und Sauer/Danfoss rund 1 Prozent. Bei Dräger wären damit Kosten von um die 10 Mio. Euro zu erwarten (bei 1,2 Mrd. Euro Umsatz sind das etwas über 0,8 Prozent).



Ferner ist davon auszugehen, dass durch Produktbereinigungen bei Überschneidungen im Produktprogramm (insbesondere bei den Beatmungsgeräten) Umsatzausfälle entstehen oder einzelne Kunden aus anderen Gründen verloren gehen. Ein Abschmelzen des addierten Umsatz in Höhe von 10 bis 20 Prozent ist daher einzukalkulieren.

Bei einem addierten Umsatz von 1,2 Mrd. Euro gehen wir daher unter Berücksichtigung eines Wachstums von 5 Prozent beim Umsatz in 2002 von einem Umsatz in Höhe von 1,1 Mrd. Euro für 2003 in der Modellrechnung aus (*Umsatz in 2003 ohne Abschmelzen: 1,26 Mrd. Euro, d.h. 160 Mio. Euro Rückgang bzw. 12,7 Prozent*).

EBIT-Verbesserung ab 2004

Bei der EBIT-Marge wird ab dem kommenden Jahr unterstellt, dass die für 2002 angepeilten 7 Prozent wieder erreicht werden, aufgrund der Belastungen aus der Integration aber noch keine Verbesserung stattfindet. Zusätzlich belasten Einmalkosten für Restrukturierung (Entlassungen, Standortschließungen etc.) das Ergebnis im nächsten Jahr nach unserer Schätzung 10 Mio. Euro.

Positiv wird sich der Ausbau des Vertriebsnetzes und die erweiterte Kundenbasis insbesondere für die Dräger-Produkte bemerkbar machen. Diese Effekte werden aber erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung wirksam, so dass sie für die Betrachtung von 2003 nicht berücksichtigt werden.

In 2004 sollten keine weiteren Restrukturierungskosten anfallen. Als Wachstum ist durch verstärkte Vertriebsaktivitäten und eine breitere Kundenbasis mit einer Größenordnung von rund 10 Prozent über dem Marktwachstum von 3 bis 4 Prozent, bezogen auf das gesamte Produktportfolio, zu rechnen. Diese Wachstumsraten wurden in der Vergangenheit von Dräger Medical erreicht.

Beim EBIT sollte eine Marge erzielt werden, die höher liegt als die EBIT-Margen von Dräger aus 2001 (4,8%) und 2002e (7%), aber unter der von Siemens Medical erreichten EBITA-Größe von rund 11 Prozent. Aus Vorsichtsgründen wird von einer EBIT-Marge in Höhe von 8 Prozent ausgegangen, was immer noch deutlich unter der Zielgröße von Dräger in Höhe von 10 Prozent liegt und weit entfernt von den 13 bis 14 Prozent der besten Wettbewerber.

Daraus ergibt sich folgende Planrechnung bis 2004:

	2002	2003	2004
Umsatz (in Mio. EUR)	850	1.100	1.210
EBIT (in Mio. EUR)	60	67	97
davon EBIT-Anteil Dräger *)	60	44	63
EBIT-Marge (in %)	7,1	6,1	8,0

*) ab 2003 anteilig 65 Prozent gemäß der Aufteilung des Kommanditkapitals mit Siemens

Quelle: HV-Bericht Dräger, Geschäftsbericht Siemens, GSC-eigene Berechnungen

Für Konsolidierungsprozess in der Branche gut gerüstet

Als Fazit zum Geschäftsbereich Medical kann festgehalten werden, dass Dräger durch Verbesserungen bei den Prozessen den ergebnismäßigen Turnaround in 2001 geschafft hat. Auch 2002 befindet sich bisher auf dieser Trendlinie. Jedoch ist es Dräger bislang noch nicht gelungen, das deutlich über dem Markt liegende Wachstum beim Umsatz in entsprechende Profitabilität umzusetzen. Im Vergleich zu den besten Wettbewerbern besteht bei der EBIT-Marge deutliches Potenzial nach oben.

Mit dem Siemens-JV beginnt eine neue Dimension bei Umsatz, Image, weltweiter Präsenz, aber auch zu beherrschender Komplexität. Geht man davon aus, dass über 50 Prozent solcher Transaktionen (Quelle: A.T. Kearney Global PMI Survey 1998) zu einer Verschlechterung der Profitabilität führen und 50 Prozent aller Allianzen in den USA innerhalb von vier Jahren scheitern, ist der Erfolg des JV nicht vorprogrammiert. Dennoch überzeugt die Logik, die hinter diesem Deal steht, und die klare unternehmerische Verantwortung bei einem Partner.

Sollte das starke Umsatzwachstum der vergangenen Jahre ab dem Jahr 2004 wieder aufgenommen werden und sich parallel die Profitabilität in Richtung der besten Wettbewerber entwickeln, sind Ergebnisse jenseits der 100-Mio.-Euro-Grenze denkbar.

3.) Geschäftsbereich Safety



Personen schützen und Gase messen

Der nach Medical zweitgrößte Geschäftsbereich von Dräger mit einem Umsatzanteil von 33,8 Prozent bzw. 425 Mio. Euro Umsatz ist die Dräger Safety. Dräger Safety bietet für Menschen, die sich in gefährvollen Umgebungen befinden, Schutz durch entsprechende Kleidung und Ausrüstung bzw. zur Prävention von Gefährdungen entsprechende Analysegeräte.

Die Sparte besteht im Kern aus 3 Säulen:

- Produkte für den Personenschutz und
- Produkte der Gasmesstechnik
- Service

Zielgruppen für Dräger Safety-Produkte finden sich in allen Berufsgruppen, die speziellen Gefahren im Zusammenhang mit Gasen, Rauch, Hitze oder Wasser ausgesetzt sind, vor allem also

- Feuerwehr
- Bergwerksgesellschaften
- Chemische Industrie
- Polizei und Militär
- Energieunternehmen
- Industriesektor.

Die hohe Anzahl der Kundengruppen sorgt dafür, dass kein einzelner Kunde mehr als 2 Prozent der Umsätze auf sich vereinigt und Dräger dadurch unabhängiger von Entwicklungen bei einzelnen Kunden ist. Zudem führt die Bedienung mehrerer Branchen sowie des öffentlichen und privaten Sektors zu einer gewissen konjunkturellen Unabhängigkeit.

Safety-Sparte von drei Bereichen getragen

Neben den oben genannten drei Hauptsegmenten existieren zwei weitere Geschäftsfelder bei der Dräger Safety; die darin angebotenen Produkte sind in der folgenden Übersicht aufgegliedert:

Personenschutz	Gasmesstechnik	Service	BreathingGas	DrägerDive
umluftunabhängige Atemschutzgeräte	mobile Messtechnik	Ersatzteilversorgung	Atemschutzsysteme	Sporttaucher
Masken und Filter	stationäre Messtechnik	i-punkt	Atemluftversorgungssysteme	Militärtaucher
Schutzanzüge	Atemalkoholmessgeräte	Kundendienst	Druckkammern und Systeme	
Fluchtgeräte	Bio-Check	Seeschiffservice		
Helme & Kommunikation		Seminare		
Wärmebildkameras				
Prüfgeräte				

Rundumschutz am Arbeitsplatz



Im Produktbereich Personenschutz führt Dräger ein nahezu komplettes Angebot für Arbeitsplätze in gefährvoller Umgebung wie bei Bränden oder im Bereich explosiver Anlagen:

- Umluftunabhängige Atemschutzgeräte zum Schutz vor schadstoffhaltiger Luft und Sauerstoffmangel; für kurze Einsätze bis zu einer halben Stunde Pressluftatmer, für längere Einsätze Kreislaufgeräte
- Masken und Filter zum Schutz vor festen und flüssigen Partikeln
- Schutzanzüge: gasdichte Chemikalienschutz- und Spritzschutzkleidung
- Fluchtgeräte: gewährleisten sofortigen Atemschutz bei Flucht aus gefährlicher Umgebung
- Helme & Kommunikation: Helme inklusive dazugehöriger Freihandkommunikationsgeräte
- Wärmebildkameras: ermöglichen trotz starker Sichtbehinderung das Erkennen von Brandherden bei Feuerwehreinsätzen oder das präventive Instandhalten von industriellen Anlagen
- Prüfgeräte: überprüfen die Funktionsfähigkeit der Produkte

Gase erkennen und messen

In der Gasmesstechnik sind alle Produkte, die Gase messen zum Schutz von Personen, zum Nachweis der Fahruntüchtigkeit oder zur Diagnose von Schadstoffen in Privathaushalten:

- Mobile Messtechnik: Geräte, die Gefahrstoffe beim Feuerwehreinsatz messen oder explosive und toxische Gase in der Industrie nachweisen
- Stationäre Messtechnik: dieselben Funktionalitäten wie mobile Geräte, werden aber zur kontinuierlichen Überwachung eingesetzt
- Atemalkoholmessgeräte: dienen zum Nachweis von Alkohol im Blut bei (Verkehrs-)Kontrollen
- Bio-Check: liefert für Privatpersonen die Diagnose von Schadstoffen in Innenräumen

Weltweiter Service für Geräte und Benutzer

Die jederzeitige Funktionsfähigkeit der Geräte ist aufgrund ihres Einsatzes in kritischen Situationen extrem wichtig. Dräger bietet dafür schnelle Verfügbarkeit von Ersatzteilen weltweit, einen rund um die Uhr erreichbaren Kundendienst und neben Informationen im Internet zur Reparatur und Überholung der Geräte auch Anwender- und Gerätewartungsseminare. Ein spezieller Service wird für Seeschiffe angeboten, bei denen Dräger-Produkte im Einsatz sind.

Maßgeschneiderte Atmung und Sauerstoff für Taucher

BreathingGas erstellt kundenspezifische Atemgas-Systeme für Situationen mit nicht atembare Luft, z.B. Gas, Rauch oder im Wasser. Darunter fallen Atemschutzsysteme, Atemluftversorgungssysteme sowie Druckkammern und -systeme. DrägerDive stellt Sauerstoffgeräte für unterschiedliche Einsatzbedingungen und Zielgruppen her, insbesondere Sport- und Militartaucher.

BreathingGas und DrägerDive relativ unbedeutend

Die zwei letztgenannten Produktsegmente BreathingGas und DrägerDive spielen vom Umsatz her keine Bedeutung und werden im Folgenden nicht vertieft. Bei DrägerDive hat sich Dräger für den wenig lukrativen Bereich Sporttauchen bereits auf die reine Produktion der Sauerstoffgeräte zurückgezogen und überlässt den Vertrieb dem weltweit führenden Wassersportanbieter Aqualung.



Finanzielle Beurteilung des Produktportfolios nicht möglich

Die genaue Einschätzung hinsichtlich Bedeutung und Profitabilität einzelner Produktsegmente oder Produkte ist bei Dräger Safety ebenfalls nicht möglich, da auch für diese Sparte keine detaillierten Zahlen ausgewiesen werden. Es sind nur in Einzelbereichen Aussagen möglich, die Anhaltspunkte darüber geben, wo Dräger stark im Markt ist und der Profit generiert wird.

Bei den Pressluftatmern und Kreislaufgeräten ist Dräger im Segment Personenschutz Weltmarktführer und mit allen anderen Produkten des Personenschutzes jeweils unter den ersten drei Anbietern weltweit. Bei der Gasmesstechnik sind die Atemalkoholmessgeräte Weltmarktführer. Die Wettbewerbsposition von Dräger Safety im Kerngeschäft ist somit als gut zu bezeichnen.

Konstant positive Entwicklung bei Umsatz und EBIT

Beim Blick auf die zahlenmäßige Entwicklung der Sparte Safety ist ein kontinuierlicher Anstieg bei Umsatz und Ertrag festzustellen.

Entwicklung der Umsätze und des EBIT von 1998 bis 2001

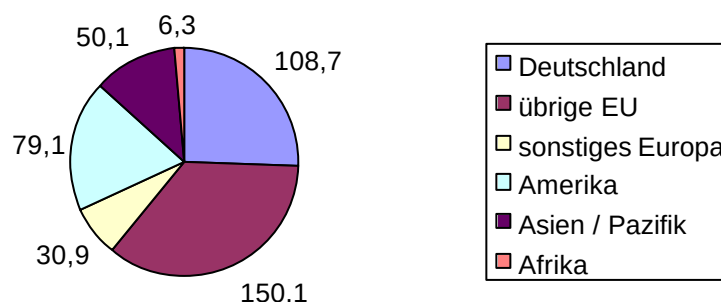
	1998	1999	2000	2001
Umsatz (in Mio. EUR)	324	343	382	425
EBIT (in Mio. EUR)	17	23	27	30
EBIT-Marge (in %)	5,2	6,7	7,1	7,1

Quelle: Dräger Road show, April 2002

Europa nach wie vor Kernmarkt

Die regionale Verteilung der Umsätze zeigt den nach wie vor starken Deutschland- bzw. Europa-Anteil von Dräger Safety.

Aufteilung der Umsätze in 2001 nach Regionen in Mio. Euro



Quelle: Dräger Geschäftsbericht 2001

Potenzial liegt für Dräger Safety ebenso wie für Dräger Medical in den USA und im Raum Asien/Pazifik. In diesen Regionen erzielte Dräger – von einer niedrigeren Basis aus – die größten prozentualen Zuwächse beim Umsatz in 2001 mit 26,2 Prozent in den USA und 21,6 Prozent im Raum Asien/Pazifik.



Verfügbares Zahlenmaterial zu Marktvolumen und -struktur ungeeignet

Im Gegensatz zum detaillierten Zahlenmaterial über die Marktgröße und –segmente in der Medizintechnik sind die verfügbaren Zahlen zum Markt für Sicherheitstechnik für Benchmarks und Wettbewerbsvergleiche ungeeignet. Dies liegt einerseits an der Zersplitterung des Marktes in viele kleine Anbieter, die nur einzelne Produkte anbieten, andererseits an einer weit gefassten Definition des Marktes für Sicherheitstechnik, die Gebäudebewachung und Schließsysteme genauso umfasst wie Atemschutzmasken.

Für das Segment Personenschutz existiert eine Schätzung von dem Dräger-Wettbewerber Bacou-Dalloz, der für diesen Bereich ein Weltmarktvolumen in Höhe von 11,5 Mrd. Euro (2001) annimmt. Im Bereich Gasmesstechnik finden sich Zahlen von 2000 über die Größe des US-Marktes: Frost & Sullivan geht hier von einem Volumen etwas oberhalb von 300 Mio. Euro p.a. aus. Rechnet man diese Zahl auf den Weltmarkt hoch, wird man auf ein Weltmarktvolumen von etwas mehr als 1 Mrd. Euro kommen.

Diese Zahlen sollen nur eine Orientierung darstellen und im Folgenden keine weitere Verwendung finden, da keine weiteren Quellen gefunden werden konnten, die diese Zahlen bestätigen, und für den Autor nicht nachvollziehbar ist, was in die Berechnung der Marktvolumina an Produktgruppen eingeflossen ist.

Wachstum im gesättigten Markt über Akquisitionen

Der Markt für Sicherheitstechnik ist ein gesättigter Markt. Die durchschnittliche Wachstumsrate weltweit wird auf 2,2 Prozent geschätzt. Für Teilbereiche wie die Gasmesstechnik wird mit etwas höheren Wachstumsraten von 4 bis 5 Prozent gerechnet. Insgesamt ist dieser Markt zwar kein boomender Sektor, dafür aber konstant in der Entwicklung, preisstabil und wenig konjunkturrempfindlich.

Dräger Safety ist es gelungen, das durchschnittliche Marktwachstum in den letzten Jahren zu übertreffen – insbesondere in 2000 und 2001 mit jeweils über 11 Prozent Zuwachs – und damit Marktanteile zu gewinnen. Für die Zukunft wird überdurchschnittliches Wachstum in erster Linie über Akquisitionen zu erreichen sein. Dadurch lassen sich Lücken im Produktportfolio schließen, weiße Flecken auf der Landkarte beheben, Kundenzugänge erkaufen oder Größenvorteile nutzen. Marktteilnehmer gehen daher von einer verstärkten Konsolidierung aus.

Konkurrenz durch M&A-Aktivitäten gewachsen

Die wichtigsten Wettbewerber von Dräger sind durch Übernahmen bzw. Zusammenschlüsse in den vergangenen Jahren bereits erheblich gewachsen.

Der amerikanische Mischkonzern **Tyco International Ltd.**, der im Bereich Medical ebenfalls als Wettbewerber von Dräger auftritt, erzielt mit seiner Sparte „Fire and Security Services“ über 10 Mrd. Euro Umsatz. Das ist mehr als das zwanzigfache von Dräger, wenngleich die Produkte und Produktgruppen nicht 1:1 vergleichbar sind. Allein die Übernahmen von Scott Technologies im Mai 2001 und die Sparte elektronische Sicherheitssysteme von Cambridge Protection Industries im Juli 2001 haben zu einem Umsatzzuwachs von über einer Milliarde Euro geführt. Finanzkraft und Größe von Tyco sind ein Wettbewerbsvorteil gegenüber Dräger. Andererseits muss Tyco noch den Beweis antreten, dass es in der Lage ist, dieses schnelle Wachstum profitabel zu bewältigen.

Der zweite Konkurrent, der von der Größe her vor Dräger liegt, ist die **Mine Safety Appliances Company (MSA)** mit Zentrale in Pittsburgh, USA, die in den letzten Jahren ebenfalls über Akquisitionen stark gewachsen sind. In den vergangenen zwei Jahren kamen vier Unternehmen unter das Dach der MSA-Gruppe: ISI Group, ein etablierter Hersteller von Infrarot-Kameras (2000), CairnsHelmets of Clifton (2000), eingeführter Feuerwehrhelmproduzent, Surety Manufacturing and Testing (2001) aus Kanada, ein führender Anbieter von Sicherheitsausrüstung und Rettungssystemen, und CGF Gallet of France (2002), ein führender Anbieter von Kopfschutz für Feuerwehr, Polizei und Militär. Trotz dieser „Einkaufstour“ liegt die Verschuldung unter 30 Prozent der Bilanzsumme. Die erfolgreiche Integration muss MSA ähnlich wie Tyco erst noch nachweisen.



Die anderen wesentlichen Wettbewerber von Dräger haben ihren Schwerpunkt entweder im Bereich Personenschutz oder Gasmesstechnik.

Die Schweizer **Zellweger Luwa Group** ist ein namhafter Wettbewerber in der Gasmesstechnik, die durch den Kauf von namhaften Marken in diesem Bereich in der Vergangenheit stark gewachsen ist. Zu den akquirierten Firmen gehören Sieger, MDA Scientific, Neotronics und Solomat. Zellweger hat sich dadurch sehr viel breiter aufgestellt und erzielt hohe Margen.

Im Personenschutz heißt der Hauptwettbewerber von Dräger **Bacou-Dalloz**. Das französische Unternehmen ist im Jahr 2001 aus den Unternehmen Group Bacou und Christian Dalloz SA entstanden. Nach eigener Einschätzung ist man Weltmarktführer im Personenschutz mit einem Marktanteil von 7 Prozent. Mit der Philosophie, ihren Kunden „von Kopf bis Fuß“ kompletten Schutz aus einer Hand zu liefern, sind die Franzosen im Markt sehr erfolgreich.

Weitere Wettbewerber im Bereich Gasmesstechnik sind **Lion/CMI**, **Intoximeters** und **Riken Keiki**, die mit Dräger in bestimmten Teilbereichen konkurrieren – Intoximeters hat seinen Schwerpunkt bei Alkoholmessgeräten – und keine Zahlen veröffentlichen. Auf eine detailliertere Vorstellung wird daher verzichtet.

Im Personenschutz gehören **3M** und **North** zu weiteren Mitbewerbern von Dräger. 3M als weltweit tätiger Multi bietet eine Vielzahl von Produkten im Bereich Personenschutz an. Ein direkter Vergleich zu Dräger ist aufgrund des hoch verdichteten Zahlenmaterials von 3M – mit Personenschutzprodukten werden auch grafische Systeme, Filme und Autozubehör in einer Umsatzzahl aggregiert – nicht möglich. North veröffentlicht keine Zahlen.

Wettbewerber erzielen hohe EBIT-Margen

Umsatz, EBIT und EBIT-Margen ausgewählter Wettbewerber in 2001

Wettbewerber	Umsatz 2001 in Mio. EUR	EBIT 2001 in Mio. EUR	EBIT-Marge in %
Tyco *)	10.529	1.690	16,1
MSA	542	59	10,9
Zellweger **)	167	29	17,4
Bacou-Dalloz ***)	928	97	10,5
Durchschnitt			12,9
Dräger	425	30	7,1

Quelle: Geschäftsberichte der Firmen

*) Operating Income; bei Durchschnittswertberechnung wurde Tyco nicht berücksichtigt

**) nur Zellweger Analytics

***) Pro-forma-Ergebnis nach Zusammenschluss von Bacou und Dalloz

Die Vergleiche der EBIT-Margen sind aufgrund unterschiedlicher rechtlicher und wirtschaftlicher Ausgangssituationen in den einzelnen Heimatländern der Wettbewerber nur eingeschränkt möglich. Dennoch kann für Dräger ein gewisses Potenzial nach oben erkannt werden. Dies wird von Dräger offensichtlich ähnlich beurteilt, da ab 2005 eine EBIT-Marge von über 10 Prozent angestrebt wird.



Problemlösungen, Innovationen und Finanzkraft sind Erfolgsfaktoren

Für eine zukünftig überdurchschnittliche Entwicklung als Anbieter im Markt für Sicherheitstechnik ist das Angebot maßgeschneiderter Kundenlösungen ein wichtiger Erfolgsfaktor. Nur wer seinen Kunden statt Einzelprodukten Problemlösungen verkauft, kann sich vom Wettbewerb differenzieren. Zu diesen „Maßanzügen“ gehört beispielsweise der shut-down-Service von Dräger, den man als „Rundum-sorglos“-Paket bezeichnen kann. Dräger übernimmt dabei die gesamte Vorbereitung, Planung, Betreuung und Ausstattung großer Wartungsmaßnahmen von Industrieanlagen in Fragen der Sicherheitstechnik.

Aufgrund der unterschiedlichen gesetzlichen Vorschriften in den einzelnen Ländern ist die Kenntnis der Regularien für Produkte der Sicherheitstechnik für alle Anbieter ein weiterer Erfolgsfaktor, über den eine Differenzierung allerdings schwer gelingt, da das Erfüllen dieses Faktors Voraussetzung ist, um in dem Markt unternehmerisch tätig zu sein. Die Fähigkeit, ständig Innovationen im Markt erfolgreich lancieren zu können, ist gerade in gesättigten Märkten ein weiterer wichtiger Wettbewerbsvorteil.

Die oben dargestellten Beispiele der Wettbewerber von Dräger verdeutlichen, dass die Finanzkraft der Unternehmen in diesem Markt eine entscheidende Rolle spielt, um nennenswertes Wachstum zu generieren.

Organisches Wachstum bei Umsatz und EBIT

Dräger Safety ist in diesem Markt- und Wettbewerbsumfeld gut aufgestellt. Der Bereich wächst schneller als der Markt und erzielt eine EBIT-Marge von rund 7 Prozent. Die Profitabilität soll durch Organisationsveränderungen und neue innovative Produkte auf eine zweistellige EBIT-Marge erhöht werden.

Im Gegensatz zu den großen Wettbewerbern hat Dräger das Wachstum der vergangenen Jahre organisch erreicht. Für die Zukunft wird dies nicht ausreichen, um im Vergleich zu den wesentlichen Wettbewerbern nicht an Größe zu verlieren. Dennoch hält man eine Fusion oder einen Kauf bei Dräger derzeit für wenig wahrscheinlich. Denkbar ist, dass die Sparte Safety in einigen Jahren an die Börse gebracht wird. Die Konstruktion mit der KGaA hat dafür die Voraussetzung geschaffen.

Für die mittelfristige Planung wird unterstellt, dass nach dem guten Start in 2002 (Umsatz im 1. Quartal plus 14 Prozent, EBIT-Wachstum plus 54,7 Prozent) für das 2002 insgesamt ein zehnprozentiges Umsatzwachstum und als EBIT-Marge die von Dräger prognostizierte Marke von 8,0 Prozent erreicht wird. Dies erscheint konservativ nach den in 2002 bislang erzielten Werten, die konjunkturelle Weltlage bietet derzeit aber keinen Anlass, Erwartungen höher zu schrauben.

Positive Entwicklung für die nächsten Jahre prognostiziert

Für 2003 und 2004 gehen wir nach heutigen Informationen von einem weiter organischen Wachstum aus, also ohne größere Akquisition. Da sich beim prozentualen Wachstum der Basiseffekt mit jedem weiteren Jahr immer stärker bemerkbar macht, reduzieren wir das Wachstum beim Umsatz für 2003 auf 8 und für 2004 auf 7 Prozent.

Durch die in der Vergangenheit erreichte kontinuierliche Verbesserung der EBIT-Marge ist eine hohe Wahrscheinlichkeit gegeben, dass sich dieser Prozess auch in den nächsten zwei Jahren fortsetzt. Für 2003 rechnen wir mit einer Marge von 8,5 und für 2004 von 9,0 Prozent. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, dass das EBIT nicht durch hohe Goodwill-Abschreibungen aufgrund von Akquisitionen belastet wird.



Daraus ergeben sich die folgenden Zielgrößen:

	2002	2003	2004
Umsatz (in Mio. EUR)	468	505	541
EBIT (in Mio. EUR)	37,4	42,9	48,7
EBIT-Marge (in %)	8,0	8,5	9,0

Quelle: GSC-eigene Schätzungen

Sollten diese Steigerungen erreicht werden, so würde Dräger damit die Lücke bei der EBIT-Marge zu seinen Wettbewerbern verkürzen.

4.) Aerospace und Servicegesellschaften



Marktführer mit unbefriedigender Rendite

Die Dräger Aerospace stellt Passagier-Notsauerstoffsyste-me, Rauchschutzgerä-te für Besatzungsmitglieder, tragbare Sauerstoffgeräte und die Sauerstoffversor-gung für Eurofighter-Piloten und Fallschirmspringer her. Für die Internationale Raumstation und den Space Shuttle liefert Dräger Sensoren.

Mit 28 Mio. Euro Umsatz in 2001 trägt diese Sparte nur etwas mehr als 2 Pro-zent zum gesamten Umsatz der Gruppe bei. Mit einem EBIT von 0,4 Mio. Euro wurde eine geringe EBIT-Marge von 1,4 Prozent erzielt. Dennoch ist Dräger mit Aerospace Technologie- und Marktführer im Bereich der chemischen Notsauer-stoffsysteme (80 Prozent Marktanteil beim Großflugzeugbau). Einziger nennens-werter Wettbewerber ist wieder Tyco mit seiner Tochtergesellschaft Scott.

Rund Dreiviertel des Umsatzes wird in der zivilen Luftfahrt erwirtschaftet, der Rest im Militär- und Raumfahrtbereich. Bei einigen Flugzeugtypen ist Dräger alleiniger Lieferant für Boeing und Airbus bei Notsauerstoff-Versorgungssyste-men. In diesem Bereich erzielt Dräger 15 Mio. Euro Umsatz, also etwas mehr als die Hälfte von des gesamten Geschäftsfeldes Aerospace.

Trotz der Marktführerschaft war dieses Geschäftsfeld bislang nicht profitabel zu bewirtschaften. Das hängt unter anderem damit zusammen, dass Dräger z.B. für Airbus Entwicklungskosten nicht nur vorfinanzieren, sondern komplett ohne finanziellen Ausgleich tragen muss.

EBIT-Verbesserung bei weiterhin geringen Umsätzen

Ein Wachstum kann Dräger zukünftig über das Ersatzgeschäft erreichen. Dies wird aber frühestens in 5 Jahren sein, da die installierten Systeme erst nach 10 Jahren gewechselt werden und die jetzigen erst 4 bis 5 Jahre alt sind.

Nach 28 Mio. Euro Umsatz im Jahr 2001 bei einem EBIT von 0,4 Mio. Euro plant Dräger für die Folgejahre mit keinem größerem Wachstum beim Umsatz, aber einer deutlichen Verbesserung der EBIT-Marge von 4,5 Prozent in 2002 bis 9 Prozent im Jahr 2005.

Da dieser Geschäftsbereich im Verhältnis zu Medical und Safety für Dräger un-bedeutend ist und hier auch strategisch kein drittes Standbein gesehen wird, ist ein Verkauf dieser Sparte eine denkbare Option.

Servicegesellschaften auf dem Weg in die Selbständigkeit

Neben den drei Sparten konsolidiert Dräger sechs Servicegesellschaften, die aus ehemaligen Betriebsabteilungen entstanden sind. Rechtlich werden sie als GmbH geführt und sollen eigenständig am Markt auftreten, internen Kunden Marktpreise anbieten und schwarze Zahlen erzielen.

Die **Dräger ProTech GmbH** entwickelt und fertigt Einzelteile und Komponenten überwiegend für Gesellschaften der Dräger-Gruppe. Aufgrund zu geringer Wirt-schaftlichkeit wurden in den letzten Jahren über 200 Arbeitsplätze abgebaut. ProTech erzielt einen Umsatz von 40,9 Mio. Euro, davon 38,7 Mio. Euro mit Dräger. 2001 lag das EBIT bei -2,6 Mio. Euro.

Die **Dräger Electronics GmbH** ist zum 1.1.2001 aus der ProTech entstanden und beliefert Konzerngesellschaften mit elektronischen Baugruppen für deren

Produkte. Bei einem Umsatz von 27,5 Mio. Euro wurde ein EBIT von –4,3 Mio. Euro erzielt. Da Bemühungen um einen Verkauf des Unternehmens nicht zum Erfolg führten, wird das Unternehmen zum 30.09.2003 geschlossen.



Als Weiterbildungsgesellschaft der Dräger-Gruppe ist die **DrägerForum GmbH** aktiv, erzielt jedoch immer hin ein Viertel des Umsatzes von insgesamt 4,8 Mio. Euro auch mit fremden Kunden. Zum Ergebnis liegen keine Angaben vor.

Die **Dräger Interservices GmbH** ist im Bereich Logistik und Produktrücknahme für Recycling tätig und erreichte bei einem Gesamtumsatz von 26,1 Mio. Euro ein EBIT von 2,0 Mio. Euro. Auch hier wird der Umsatz ausschließlich mit Dräger-Gesellschaften generiert.

In der **Dräger InTek GmbH** wurden zum 1.1.2001 die Standortbetriebe aus der Dräger Interservices GmbH in eine eigene Gesellschaft ausgegliedert. Das EBIT betrug 0,7 Mio. Euro bei einem Umsatz von 13,2 Mio. Euro.

Die für die Umsetzung der IT-Aufgaben und -projekte zuständige **Dräger Syne-matic GmbH** erreichte einen Umsatz von 33,8 Mio. Euro bei einem positiven Ergebnis.

Bis 2004 positiver EBIT-Beitrag von Aerospace und Servicegesellschaften geplant

Für die folgenden Jahre bis 2004 plant Dräger über alle sechs Servicegesellschaften ein EBIT in der Nähe der schwarzen Null. Aerospace plant, eine EBIT-Marge von 9 Prozent zu erreichen, was bei einer nur geringen Umsatzsteigerung in den nächsten Jahren ca. 3 bis 4 Mio. Euro entspräche.

Aufgrund der untergeordneten Bedeutung dieser Bereiche für das Ergebnis der Dräger-Gruppe wird auf eine detaillierte Planung der einzelnen Gesellschaften verzichtet und die oben gemachten Annahmen für die Konzernbetrachtung im nächsten Abschnitt übernommen.

5.) Finanzkennzahlen Dräger-Konzern



Starkes Wachstum in reifen Märkten

Der Dräger-Konzern konnte in den letzten Jahren deutlich stärker beim Umsatz wachsen als die einzelnen Märkte, in denen Dräger tätig ist. Dadurch hat Dräger Marktanteile gewonnen. Die wesentlichen Konkurrenten, insbesondere im Bereich Safety, haben ihr zum Teil noch stärkeres Wachstum hingegen vor allem über verstärkte Akquisitionen erzielt. Da Dräger diese Wachstumsraten organisch erreicht hat, ist die Leistung besonders hoch einzuschätzen.

Umsatzentwicklung von 1997 bis 2001 in Mio. Euro

	1997	1998	1999	2000	2001
Umsatz (in Mio. EUR)	863	932	1.021	1.134	1.257
Veränderung gg. Vorjahr		8,0%	9,5%	11,1%	10,8%

Quelle: Road show, April 2002

EBIT wächst unterproportional zum Umsatz

Die gute Entwicklung beim Umsatz konnte beim Ergebnis nicht nachvollzogen werden. Erst in 2001 konnte das Niveau von 1998 wieder überschritten werden. In 1999 und 2000 war die EBIT-Entwicklung sogar rückläufig. Die Gründe dafür wurden in den vorangegangenen Abschnitten erläutert.

EBIT-Entwicklung von 1997 bis 2001 in Mio. Euro

	1997	1998	1999	2000	2001
EBIT (in Mio. EUR)	38	43	39	30	49
Veränderung gg. Vorjahr		13,2%	-9,3%	-23,1%	63,3%

Quelle: Road show, April 2002

Betrachtet man die Entwicklung über einen längeren Zeitraum von 1997 zu 2001 und eliminiert damit Schwankungen im Jahresvergleich, stellt man fest, dass der Umsatz in diesem Zeitraum um knapp 46 Prozent angestiegen ist, das EBIT hingegen lediglich um 29 Prozent.

EBIT-Marge in der Vergangenheit weit vom Ziel entfernt

Noch schlechter fällt der Vergleich aus, wenn die Entwicklung der EBIT-Margen betrachtet wird.

Entwicklung der EBIT-Margen von 1997 bis 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
Umsatz (in Mio. EUR)	863	932	1.021	1.134	1.257
EBIT (in Mio. EUR)	38	43	39	30	49
EBIT-Marge	4,4%	4,6%	3,8%	2,6%	3,9%

Quelle: Road show, April 2002

Auch in 2001 wurde noch nicht wieder das Niveau der Jahre 1997 und 1998 erreicht. In dieser Betrachtung unberücksichtigt bleiben die Restrukturierungskosten aus 2000, die das Vorsteuerergebnis für das betreffende Jahr auf ein Minus von 34 Mio. Euro drückten.



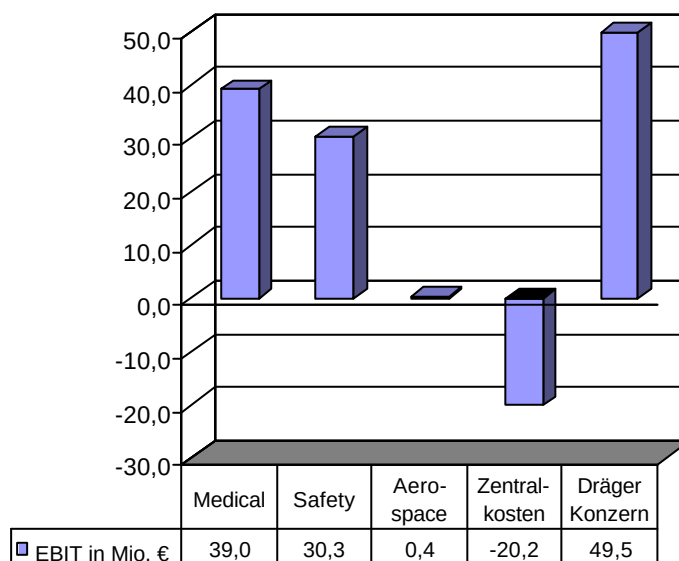
Zentralkosten reduzieren das EBIT der Sparten

Die deutliche Steigerung des EBIT von Dräger Medical (2000: 9,1 Mio. Euro, 2001: 39,0 Mio. Euro) wurde im vergangenen Jahr durch eine Verschlechterung des Ergebnisbeitrages im Bereich der Konzernzentralen, Konzerndienste und Konsolidierungen fast auf die Hälfte reduziert, da sich das EBIT hieraus von -7,4 auf -20,2 Mio. Euro verschlechterte. Der niedrige Vorjahreswert ist durch die Auflösung einer Konzernrückstellung begründet; für die Zukunft sind hier jährlich zwischen 15 und 20 Mio. Euro zu erwarten.

Bei der Betrachtung der EBIT-Beiträge in 2001 der einzelnen Segmente wird deutlich, dass die beiden Sparten Medical und Safety 140 Prozent vom EBIT erwirtschaften, der Anteil von Aerospace zu vernachlässigen ist und die Konzerndienste, Konzernzentralen und Konsolidierungen in 2001 einen großen Teil des EBIT wieder aufgebraucht haben.

EBIT-Beiträge nach Segmenten in 2001 in Mio. Euro

EBIT der einzelnen Konzernteile



Quelle: Geschäftsbericht 2001

Sanierung hat Eigenkapitalquote belastet

Durch die in 2000 vorgenommenen Restrukturierungsmaßnahmen hat sich die EK-Quote von 1999 auf 2000 um fast ein Drittel auf 19 Prozent reduziert. Trotz des positiven Geschäftsverlaufs in 2001 gelang es Dräger noch nicht, die EK-Quote nennenswert zu steigern. Das Ziel einer EK-Quote von 30 Prozent – wie noch in 1998 erreicht – wird langfristig angestrebt. Mittelfristig soll ein Niveau von 25 Prozent erreicht werden.

Entwicklung der EK-Quote von 1997 bis 2001



	1997	1998	1999	2000	2001
Bilanzsumme (in Mio. EUR)	690	759	866	854	867
Eigenkapital (in Mio. EUR)	183	227	238	162	172
EK-Quote	26,5%	29,9%	27,5%	19,0%	19,8%

Quelle: Road show, April 2002

Gelingt die von Dräger erwartete EBIT-Verbesserung, so kann die EK-Quote in den nächsten 2 bis 3 Jahren auf 25 Prozent ansteigen. Die derzeitige Quote von rund 20 Prozent ist nicht als Besorgnis erregend einzustufen, bietet aber auch kein komfortables Polster.

Bankenverschuldung stark angestiegen

Analog zum Abschmelzen des Eigenkapitals sind die kurzfristigen Verbindlichkeiten in 1999 und 2000 stark gestiegen. Zins und Tilgung konnten aus dem Cash flow bezahlt werden. Dennoch sind kurzfristige Verbindlichkeiten in gleicher Höhe wie das Eigenkapital, also 20 Prozent der Bilanzsumme, zu viel und sollten kurzfristig auf das Niveau von 1997 gebracht werden.

Entwicklung der kurzfristigen Verbindlichkeiten von 1997 bis 2001

	1997	1998	1999	2000	2001
kurzfr. Verbindl. (Mio. EUR)	100	111	159	186	173
Veränderung gg. Vorjahr		11,0%	43,2%	17,0%	-7,0%

Quelle: Road show, April 2002

Höherer Cash flow reduziert Nettoverschuldung

Die Kennziffer Nettoverschuldung zu EBITDA gibt Auskunft über den Zeitraum, den das Unternehmen benötigt, um mit Hilfe des Cash flow die kurz- und langfristigen Fremdvverbindlichkeiten tilgen zu können. Je höher die Kennziffer, desto länger würde eine komplette Rückzahlung in Anspruch nehmen. Entsprechend desto zurückhaltender sind potenzielle Fremdkapitalgeber mit der Vergabe von Darlehen. Eine Kennziffer von der Größe 4 ist für Kreditverhandlungen bereits als problematisch anzusehen.

Entwicklung der Kennziffer Nettoverschuldung zu EBITDA von 1999 bis 2002e

	1999	2000	2001	2002 (e)
Nettoverschuldung (Mio. EUR)	251	268	241	227
EBITDA in Mio. EUR	83	76	95	109
Quotient	3	3,5	2,5	2,1

Quelle: Road show, April 2002, GSC-eigene Berechnungen

Die Entwicklung bei Dräger zeigt zum einen die Schwierigkeiten zu Beginn des Turnarounds (3,5) und zum anderen die positiven Ergebnisse der vergangenen zwei Jahre nach Einleitung der Restrukturierung. Mit einer Kennziffer von voraussichtlich 2,1 Ende 2002 ist ein für die Unternehmensentwicklung unkritischer Wert erreicht.

ROCE stark gestiegen, aber noch weit unter dem Ziel von 20 Prozent



Das ROCE (Return On Capital Employed) gibt an, welche finanziellen Mittel das Unternehmen in den Geschäftsbetrieb investieren muss und welche Verzinsung es dafür erhält. Geht man davon aus, dass der risikolose Zinssatz bei zwischen 4 und 5 Prozent liegt, sollte das ROCE aufgrund des unternehmerischen Risikos deutlich darüber liegen. Ansonsten wäre jeder Investor gut beraten, sein Geld in festverzinslichen Anleihen anzulegen.

Entwicklung des ROCE in Prozent von 2000 bis 2002e

	2000	2001	2002 (e)
Medical	2,6	12,3	18,9
Safety	18,7	19,4	20,9
Aerospace	10,8	5,6	10,8
Dräger Konzern	5,5	9,2	11,4

Quelle: Road show, April 2002, GSC-eigene Berechnungen

Klar erkennbar ist, dass Dräger selbst im Restrukturierungsjahr 2000 über dem „Mindest-ROCE“ lag. Das selbst gesteckte Ziel eines ROCE von 20 Prozent für den Konzern konnte Dräger bislang jedoch nicht erreichen und ist mit voraussichtlich 11,4 Prozent auch in laufenden Jahr ein gutes Stück davon entfernt.

Außer der Sparte Safety kam in den letzten Jahren kein Bereich an diese Zielmarke heran. Für 2002 soll zusätzlich der Hauptumsatzträger Medical mit 18,9 Prozent in die Nähe der 20-Prozent-Marke kommen. Erkennbar ist die deutliche Verbesserung von Medical seit 2000, die wesentlich zur Verbesserung des Ergebnisses im Konzern beitrug.

Der Dräger Konzern muss neben Aerospace die Konzernservicegesellschaften berücksichtigen, so dass sich für Dräger insgesamt ein ROCE in der Nähe von 11 Prozent für 2002 ergeben wird. Der Weg, der eingeschlagen wurde, zeigt positive Ergebnisse, das Erreichen der ROCE-Zielgröße auf Konzernebene wird aber noch zwei bis drei Jahre Zeit benötigen.

Nach Rückgang in 2003 künftig beim EBIT starkes Wachstum erwartet

Aus dem Zusammenführen der Prognosen der Einzelsparten (Medical, Safety und Aerospace) bis 2004 und der Berücksichtigung der Konzerngesellschaften wird für den Dräger Konzern eine Planrechnung bis 2004 aufgestellt.

Schätzungen GSC Research für den Dräger Konzern bis 2004 in Mio. EUR

		2002 (e)	2003 (e)	2004 (e)
Medical	Umsatz	850	1.100	1.210
	EBIT	60	44 *)	63 *)
Safety	Umsatz	468	505	541
	EBIT	37	43	49
Aerospace	Umsatz	29	30	31
	EBIT	1	2	3
Zentralkosten	Umsatz	**))	**))	**))
	EBIT	-22	-18	-15
Dräger Konzern	Umsatz	1.347	1.635	1.782
	EBIT	76	71	100

*) ab 2003 wird der EBIT-Anteil gerechnet, der auf Dräger entfällt

**) entfällt wegen Konsolidierung

Diese Prognoserechnung geht davon aus, dass neben dem bereits angekündigten Joint Venture mit Siemens keine weiteren Käufe oder Partnerschaften mit Kapitalbeteiligungen getätigt werden. Sie unterstellt zudem, dass es Dräger gelingt, die Servicegesellschaften profitabel zu betreiben, in Partnerunternehmen einzubringen oder zu schließen. Aerospace verbleibt als Konzernteil mit einer geringen Umsatz- und Ergebnisbedeutung.



Bei der EBIT-Betrachtung spielt die Ausschüttung auf die Genussscheine (das Zehnfache der Dividende auf Vorzüge) keine Rolle, da dieser Betrag aus dem Jahresüberschuss bezahlt wird. Unterstellt man für 2002 fiktiv eine Dividende von 0,30 Euro je Aktie bzw. 3 Euro je Genussschein, so würden bei 1,4 Mio. Genussscheinen rund 4,2 Mio. Euro ausgeschüttet.

Selbst wenn die Dividende den vor der Restrukturierung gezahlten Höchstwert von 0,42 Euro je Aktie, entsprechend 4,20 Euro je Genussschein, künftig wieder erreicht, spielt diese Größenordnung daher bei der Bewertung von Dräger keine entscheidende Rolle.

Ausgangssituation ist gut, die Herausforderungen enorm

Als Fazit kann aus dieser Prognose festgehalten werden, dass

- Dräger in diesem Jahr das EBIT um über 50 Prozent verbessern kann
- das JV mit Siemens ab 2003 einen Quantensprung im Markt für Medizintechnik bringt
- 2003 ein Jahr der Konsolidierung und Neuausrichtung des Bereiches Dräger Medical wird
- in 2004 eine knapp 6-prozentige EBIT-Marge erreicht wird.

Das Resümee der Finanzkennzahlen lässt den Schluss zu, dass Dräger ein insgesamt solide finanziertes Unternehmen ist. Die Eigenkapitalausstattung kann und muss ebenso wie die Profitabilität im operativen Geschäft jedoch gesteigert werden.

Die Zahlen der letzten zwei Jahre geben Anlass zu Optimismus und auch die Ergebnisse des ersten Halbjahres 2002 stimmen positiv: das Umsatzwachstum lag im Konzern bei 11 Prozent (bei Medical 7, bei Safety 20 Prozent), es wurde eine EBIT-Steigerung bei Safety von 15 auf 23 Mio. Euro und bei Medical von 2 auf 20 Mio. Euro erreicht, was zu einer Verbesserung des Konzernjahresüberschusses von –11 auf +11 Mio. Euro führte. Zum Vergleich: im Gesamtjahr 2001 lag der Konzernjahresüberschuss bei 10 Mio. Euro.

Für die zweite Jahreshälfte ist Dräger zuversichtlich, die Ziele für das Jahr 2002 mit einem Umsatzplus zwischen 6 und 8 Prozent bei deutlich zweistelligem Ergebniswachstum zu erreichen. Gelingt zusätzlich die erfolgreiche Umsetzung des Joint Ventures mit Siemens, so wächst Dräger beim Umsatz und Ertrag in neue Größenordnungen.

6.) Ansätze zu einer Bewertung



Erreichen der Ertragsziele eröffnet deutliches Kurspotential

Bei der Frage einer angemessenen Bewertung von Dräger stellt sich die Frage, über welchen Ansatz festgestellt wird, ob die Aktie Spielraum nach oben hat oder als angemessen bewertet gilt.

Im Folgenden soll anhand von zwei Ansätzen untersucht werden, ob Dräger weiteres Kurspotenzial bietet. Zum einen wird anhand eines fiktiven Verkaufs ein Preis ermittelt und der derzeitigen Börsenkapitalisierung gegenübergestellt. In dem zweiten Ansatz wird über einen Peer Group-Vergleich die Bewertung von Dräger im Verhältnis zu seiner börsennotierten Konkurrenz aufgezeigt.

Hierbei werden bewusst diese Firmen zum Vergleich herangezogen, mit denen Dräger in seinen Kerngebieten im direkten Wettbewerb steht, obwohl sie jeweils anderen rechtlichen sowie wirtschaftlichen Bedingungen in ihren Heimatländern unterliegen. Um diese Unterschiede etwas zu nivellieren, wird beim Vergleich der Unternehmen auf das EBIT Bezug genommen, da dies eine international übliche Bezugsgröße darstellt und individuelle Steuersituationen außen vor lässt.

Deutsche Vergleichsunternehmen werden unberücksichtigt gelassen, da sie, wenn überhaupt, nur in kleinen Teilen in direkter Konkurrenz zu Dräger stehen.

DCF-Methode mit zu großen Unsicherheiten behaftet

Auf eine Wertermittlung von Dräger nach der DCF-Methode (Discounted Cash Flow) wird verzichtet, da in die Berechnung zu viele Variablen einfließen, deren minimale Veränderung zu fast 100 Prozent Abweichung beim Unternehmenswert führen können.

Beispielsweise beeinflussen die Wahl des Diskontierungsfaktors, der angenommenen jährlichen Wachstumsraten und die Höhe der geschätzten Cash flows jeder für sich den Endwert in einem Ausmaß, dass diese Methode eine gewisse Beliebigkeit erzeugt; abgesehen davon reichen die Prognosezeiträume derart weit in die Zukunft, dass eine einigermaßen valide Vorhersage unmöglich wird.

Umsatz- und EBIT-Multiple als Bewertungsansatz

Würde Dräger heute an einen Investor als Ganzes verkauft, wäre ein Wert zu ermitteln, der weitgehend unabhängig vom derzeitigen Kurs der Aktie ist. Ohne in eine tiefgreifende Due Dilligence einzusteigen – was auch nicht Gegenstand dieser Studie sein kann – gibt es Faustformeln, die eine Näherung an das erlauben, was professionelle M&A-Spezialisten für den Kauf eines Unternehmens bereit sind zu zahlen.

Derzeit ist es üblich, für ein etabliertes Unternehmen mit einem längeren Track Record das sechs- bis zehnfache eines Jahres-EBIT zu zahlen. Natürlich kommen die individuellen Unternehmensumstände für die Beurteilung des Einzelfalls hinzu, diese Faustformel liefert jedoch einen Anhaltspunkt. Für die Prognose wird im Folgenden von dem Mittelwert ausgegangen, einem EBIT von acht.

Ein weiterer Ansatz, einen Unternehmenswert zu ermitteln, geschieht über den Umsatz, den das betreffende Unternehmen erzielt. Der eingesetzte Multiplikator hängt von der Branche des betreffenden Unternehmens ab. Die Bandbreite ist sehr groß, bewegt sich in den meisten Fällen aber zwischen 0,5 und 2. Für diese Modellrechnung wird für das gesamte Unternehmen Dräger vom Faktor 1 ausgegangen.

In beiden Modellrechnungen wird die Nettoverschuldung nicht berücksichtigt und die Werte anhand der Zahlen aus dem Jahr 2002 errechnet, da 2003 durch das JV mit Siemens erhebliche Prognoserisiken aufweist.



Dies führt zu folgendem Ergebnis auf Basis der Zahlen für 2002e:

	Firmenwert
Ermittlung auf EBIT-Basis	608 Mio. EUR
Ermittlung über Umsatzmultiple	1.347 Mio. EUR
Börsenkapitalisierung *)	242 Mio. EUR

*) Stämme, Vorzüge und Genussscheine

Quelle: Venture Capital Magazin 7/02, GSC-eigene Berechnungen

Die Genussscheine wurden bei der Börsenkapitalisierung einbezogen und damit zum Eigenkapital hinzugerechnet, obwohl sie eine Zwitterstellung zwischen Eigen- und Fremdkapital einnehmen.

„Käufer“ müsste vermutlich mehr als Börsenkapitalisierung bezahlen

Die deutliche Differenz zwischen der Ermittlung auf EBIT-Basis im Vergleich zur Errechnung über Umsatzmultiple wird erklärbar durch die mit 6 Prozent noch relativ niedrige EBIT-Marge. Erreichte Dräger bei diesem Umsatz die Zielmarke von 10 Prozent, so läge die Firmenwertberechnung auf EBIT-Basis über einer Milliarde Euro.

Im Vergleich zur derzeitigen Marktkapitalisierung (Stämme, Vorzüge, Genussscheine) von rund 242 Mio. Euro bei einem Kurs der Vorzüge von 15 Euro und der Genussscheine von durchschnittlich 37 Euro ist selbst beim niedriger ausfallenden Wert über die EBIT-Berechnung ein hohes Potenzial für die Kursentwicklung erkennbar.

Für die Kursentwicklung negativ ist jedoch die Konstellation mit den nur im Familienbesitz liegenden Stammaktien und den an der Börse notierten, vollständig im Streubesitz befindlichen Vorzugsaktien. Dies wird mit einem Abschlag auf den Kurs honoriert.

Peer Group aus Mittelständlern als zweiter Bewertungsansatz

Die Unternehmen, die sich aufgrund ihrer geschäftlichen Ausrichtung mit Dräger am besten vergleichen lassen und eine Börsennotiz haben, sind

- Datex Ohmeda (Instrumentarium)
- Bacou-Callos
- MSA

Mit diesen drei Unternehmen wird sowohl der Bereich Medical (Datex Ohmeda) als auch der Bereich Safety (Bacou-Dallos, MSA) abgedeckt. Zudem sind sie aufgrund der ähnlichen Unternehmensgröße gut mit Dräger vergleichbar.

Die großen Wettbewerber wie Siemens, Tyco, GE oder Philips sind auf vielen anderen Geschäftsfeldern aktiv und dadurch mit Dräger nicht unmittelbar vergleichbar. Daher wird auf ein Benchmark mit diesen Wettbewerbern verzichtet.

Wettbewerber mit höherer Bewertung bei besserer Profitabilität

Umsatz, EBIT in 2001 und aktuelle Marktkapitalisierung der Peer Group

	Marktkap. in Mio. EUR	Umsatz in Mio. EUR	Marktkap. zu Umsatz	EBIT in Mio. EUR	Marktkap. zu EBIT
Datex Ohmeda	1.180	714	1,7	100	11,8
Bacou-Dalloz	596	928	0,6	97	6,1
MSA	470	542	0,9	59	8,0
Dräger	242	1.257	0,2	49	4,9

Quelle: Geschäftsberichte und Börseninformationsdienste

Mit Quotienten von 0,2 (Marktkapitalisierung zu Umsatz) und 4,9 (Marktkapitalisierung zu EBIT) liegt Dräger deutlich unter den Werten der Benchmark-Gruppe. Bei diesem Vergleich wichtiger Kennzahlen zeigt sich, dass Dräger hohes Wertsteigerungspotenzial besitzt, wenn der Profit aus dem erzielten Umsatz nachhaltig gesteigert werden kann. Nur dies würde eine wesentlich höhere Bewertung rechtfertigen.

Positiv fällt die Geschwindigkeit auf, mit der Dräger in den letzten zwei Jahren das ROCE und EBIT bei Medical und Safety verbessert hat. Kann diese Dynamik auf den gesamten Konzern übertragen werden, so liegt eine Bewertung wie beim ersten Ansatz und damit deutlich über der heutigen Marktkapitalisierung im Bereich des Möglichen.

KGV auf dem Niveau des Wettbewerbs

Dass die Voraussetzung der deutlichen Ergebnisverbesserung erfüllt sein muss, zeigt ein Blick auf das KGV der Peer Group für das laufende Geschäftsjahr.

KGV der Peer Group für 2002

	KGV 02 (e)
Datex Ohmeda	17
Bacou-Dalloz	22
MSA	14
Dräger	10

Quelle: Börseninformationsdienste

Betrachtet man die 02er-KGV's der Wettbewerber und von Dräger, so kann daraus unter Berücksichtigung der Perspektiven eine Unterbewertung von Dräger abgeleitet werden.

7.) Fazit



Boden ist bereitet, Ernte muss noch eingefahren werden

Dräger ist ein weltweit tätiger Hightechnologiekonzern, der zunehmend profitabler arbeitet. Die „Hausaufgaben“ wurden in Angriff genommen und werden weiterhin sukzessiv umgesetzt. Mit dem angekündigten Joint Venture im Bereich Medical mit Siemens unternimmt Dräger einen großen Schritt in Richtung Global Player und stellt sich damit der nächsten großen Herausforderung. Die erfolgreiche Integration – nach Genehmigung durch die Kartellbehörden – wird das Jahr 2003 bei Dräger bestimmen.

Wachstum von Umsatz und EBIT zunehmend im Gleichschritt

Zuversichtlich stimmen die Wachstumsraten beim Umsatz, die seit Jahren über dem Marktwachstum liegen. In der jüngeren Vergangenheit gelang es zudem, das EBIT der beiden wichtigsten Sparten auf ein vergleichbares Wachstum zu trimmen. Die selbst gesteckten Ziele beim EBIT (10 Prozent vom Umsatz) und ROCE (20 Prozent auf das eingesetzte Kapital) werden auf Konzernebene aber voraussichtlich erst in zwei bis drei Jahren erreicht werden.

Turnaround mit entsprechendem Kursanstieg gewürdigt

Die konsequente Restrukturierung seit 2000, die mittlerweile zu einem dauerhaften Prozess bei Dräger geworden ist, wurde von der Börse bereits mit einem deutlichen Kursanstieg entsprechend gewürdigt. Die Aufnahme in den MDAX per Ende Juli 2002 und die verstärkte Investor Relations-Arbeit wird zusätzlich dafür sorgen, dass die Dräger-Aktie ins Blickfeld eines breiteren Anlegerpublikums rückt.

Kauf für Anleger mit längerem Zeithorizont empfehlenswert

Kurzfristig ist nach dem steilen Anstieg der Notierung mit einer Seitwärtsbewegung zu rechnen. Trotz des schwachen Marktumfelds hielt sich der Kurs der Dräger-Vorzugsaktie zunächst drei Monate stabil zwischen 17 und 19 Euro, bevor der Kurs unter dem Einfluss der Marktentwicklung noch einmal nachgab und sich zuletzt auf leicht ermäßigtem Niveau um die 15 Euro bewegte.

Gibt es keine negativen Unternehmensmeldungen, ist das Rückschlagspotenzial als begrenzt einzustufen. Sollten die ehrgeizigen Ziele beim Umsatz, EBIT und ROCE bis 2005 schrittweise erreicht werden, sind deutliche Kurssteigerungen auf Sicht von zwei bis drei Jahren fundamental gerechtfertigt.

Kontaktadresse

Drägerwerk AG
Moislinger Allee 53-55
23 558 Lübeck



Internet: <http://www.draeger.com/>

Ansprechpartner Investor Relations:

Dr. Welf Böttcher

Tel.: 0451 / 882-2201

Fax: 0451 / 882-3944

Email: welf.boettcher@draeger.com

Quellenverzeichnis

Dräger Geschäftsberichte 2000 und 2001

Dräger Präsentation Road show, April 2001

Dräger Homepage

GSC Research: HV-Berichte 2001 und 2002

Siemens medical, Analystenkonferenz, Juni 2001

Studie von Frost & Sullivan, Gas Detection: „Consolidation is just around the Corner“, Mai 2001

Studie „Zulieferbeziehungen in der Gesundheitswirtschaft“, Zentrum für Innovation in der Gesundheitswirtschaft, Ostwestfalen-Lippe, 2001

Verschiedene Internetseiten, v.a. von Wettbewerbern:

www.3m.com,

www.bacou-dalloz.com,

www.ge.com,

www.instrumentarium.fi,

www.intox.com,

www.mergers-and-akquisitions.de,

www.mpd-components.com,

www.msanet.com,

www.philips.com,

www.resmed.com,

www.respironics.com,

www.siemensmedical.com,

www.tycoint.com,

www.viasyshealthcare.com,

www.zeluwa.com

Haftungsausschluss

Jedes Investment in Aktien ist mit erheblichen Risiken verbunden und kann im schlimmsten Fall bis zum Totalausfall führen. Diese Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der Aktien dar. Die Studie ist teilweise eine subjektive Betrachtung bzw. Einschätzung des Autors und beruht auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für Fehler jeglicher Art kann dennoch keine Haftung übernommen werden. Zahlen, Daten und Fakten stammen großteils aus Unternehmensangaben bzw. den genannten Quellen. Interessierte Anleger sind nachdrücklich dazu aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen. Die genutzten Informationen wurden im Wesentlichen den Geschäftsberichten und Unternehmensmitteilungen der genannten Gesellschaften entnommen.

