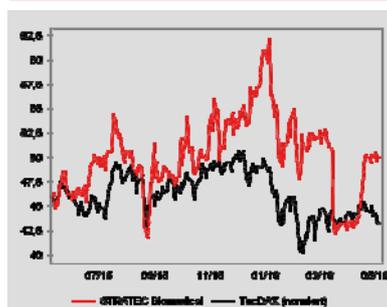


Buy EUR 62,00 Kurs EUR 50,02 Upside 24,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 61,97	Aktien Daten: Bloomberg: SBS GR Reuters: SBSG ISIN: DE0007289001	Beschreibung: OEM-Gerätehersteller und Anbieter von Verbrauchsmaterialien für den Diagnostikmarkt
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 591 Aktienanzahl (Mio.): 12 EV: 594 Freefloat MC: 344 Ø Trad. Vol. (30T): 540,54	Aktionäre: Freefloat 58,3 % Familie Leistner 41,7 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,1 KBV: 4,2 x EK-Quote: 61 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,1 x Net Debt / EBITDA: 0,1 x

Wachstum sollte zurückkehren; Aufnahme der Coverage mit Kaufempfehlung

Wir nehmen die Coverage von STRATEC mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von EUR 62 auf, aus dem sich ein Upside von rund 24% ergibt. Für einen aktuellen Kauf von STRATEC haben wir fünf Gründe ermittelt:

- **STRATEC ist ein globaler Marktführer in einem äußerst geschützten Nischenmarkt.** Unsere Analyse zeigt, dass die Wettbewerbsposition des Unternehmens durch die signifikanten Markteintrittsbarrieren einzigartig und nachhaltig ist. Vor diesem Hintergrund ist die Volatilität der Wachstumsraten und Margen keine Bedrohung, sondern u.E. eine Einstiegsgelegenheit.
- **Daher dürften die attraktiven Renditen äußerst nachhaltig sein.** Beim ROCE hat STRATEC einen eindrucksvollen Track Record von 16,5% (Tiefpunkt 2012) bis 29,8% (Höchstwert 2007) aufgebaut. Angesichts des Asset-light-Geschäftsmodells des Unternehmens und der Preismacht bedingt durch das spezielle Know-how, erachten wir dieses Niveau als nachhaltig und attraktiv. Die Diatron-Akquisition verwässert zugegebenermaßen die Renditen, aber die Konzernrenditen sollten äußerst attraktiv bleiben und das Heben von Synergien bietet zusätzliches Aufwärtspotenzial.
- **STRATEC ist eine Wachstumsstory und die gegenwärtige schwache Wachstumsphase sollte als guter Einstiegspunkt in eine strukturelle Wachstumsstory gesehen werden.** In den letzten 15 Jahren hat das Unternehmen im Schnitt ein Umsatzwachstum von 18,8% p.a. generiert. Derzeit befindet sich STRATEC in einer niedrigeren Wachstumsphase mit einem erwarteten organischen Top-Line-Wachstum von lediglich 4% in 2016. Dies ist erst die zweite Phase mit geringerem Wachstum seit 2002. Mit starken strukturellen Treibern und der Akquisition von Diatron sollte dem Unternehmen eine Rückkehr in den zweistelligen Wachstumsbereich gelingen.
- **Bewertung erscheint attraktiv, sowohl fundamental als auch relativ.** STRATEC notiert mit 23x zahlungswirksames Ergebnis 2016, 4% unter dem historischen Durchschnitt. Angesichts der Nachhaltigkeit der Renditen ist STRATEC nie ein Schnäppchen gewesen. Die fundamentale Bewertung unterstützt jedoch die Attraktivität der Aktien.
- Die jüngste Gewinnwarnung und die schwachen Q1-Ergebnisse 2016, die zu einem Aktienrückgang geführt haben, können als ausgezeichneter Einstiegspunkt gewertet werden. Ja, wir kommen damit ein wenig spät, aber das Kurspotenzial ist weiterhin attraktiv. Die Aktie notiert noch unter der 200-Tage-Linie und ist im bisherigen Jahresverlauf knapp 18% zurückgegangen. Wir erachten das Kursniveau als attraktiven Einstiegspunkt für längerfristig orientierte Investoren.

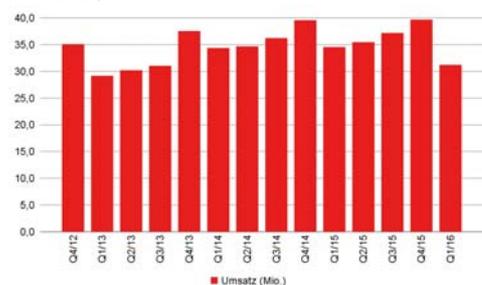


Rel. Performance vs TecDAX:	
1 Monat:	19,1 %
6 Monate:	3,5 %
Jahresverlauf:	-5,4 %
Letzte 12 Monate:	11,3 %

Unternehmenstermine:	
09.06.16	HV
21.07.16	Q2
27.10.17	Q3

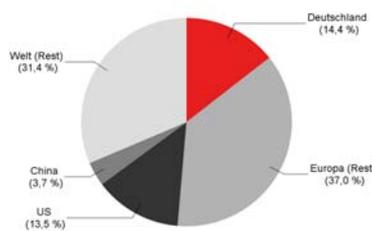
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	13,5 %	123	128	145	147	180	201	215
Veränd. Umsatz yoy		5,2 %	4,3 %	13,2 %	1,4 %	22,2 %	12,1 %	6,7 %
EBITDA	17,0 %	22	26	32	33	40	47	53
Marge		17,6 %	20,4 %	22,3 %	22,5 %	22,2 %	23,1 %	24,7 %
EBIT	15,2 %	16	19	24	27	30	35	41
EBIT adj.	17,5 %	16	19	24	27	34	39	44
Marge		12,7 %	15,2 %	16,6 %	18,3 %	18,8 %	19,5 %	20,3 %
Nettoergebnis	13,6 %	12	15	20	22	23	27	32
EPS	13,6 %	1,06	1,32	1,68	1,87	1,97	2,29	2,74
EPS adj.	15,9 %	1,06	1,32	1,68	1,87	2,19	2,56	2,91
DPS	17,9 %	0,56	0,60	0,70	0,75	0,89	1,03	1,23
Dividendenrendite		1,7 %	1,8 %	1,8 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,5 %
FCFPS		0,07	1,17	2,81	1,45	1,80	1,91	2,38
FCF / Marktkap.		0,2 %	4,0 %	7,4 %	3,0 %	3,6 %	3,8 %	4,7 %
EV / Umsatz		3,1 x	3,0 x	2,8 x	3,6 x	3,3 x	2,8 x	2,5 x
EV / EBITDA		17,7 x	14,6 x	12,7 x	15,9 x	15,0 x	12,3 x	10,3 x
EV / EBIT		24,4 x	19,5 x	17,0 x	19,6 x	19,6 x	16,3 x	13,3 x
KGV		31,1 x	25,3 x	22,6 x	26,0 x	25,4 x	21,8 x	18,3 x
KGV ber.		31,1 x	25,3 x	22,6 x	26,0 x	22,8 x	19,5 x	17,2 x
FCF Yield Potential		2,7 %	3,2 %	5,2 %	4,0 %	4,3 %	5,4 %	6,6 %
Nettoverschuldung		-5	-12	-37	-48	3	-9	-24
ROCE (NOPAT)		16,5 %	18,6 %	24,8 %	27,9 %	20,9 %	18,7 %	21,3 %
Guidance:		Umsatz in EUR Mio.: GJ16 150-154; GJ17 160-165; 2014-17: 6% CAGR; GJ16 EBIT flat						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



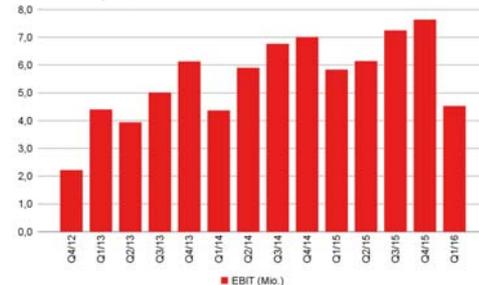
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2015; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

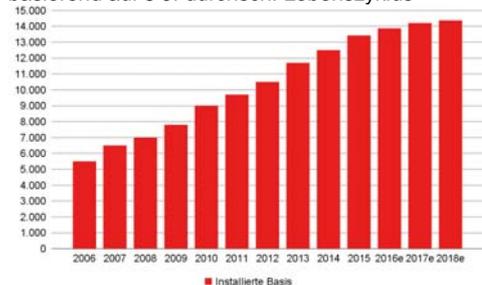
Unternehmenshintergrund

- Die 1979 gegründete STRATEC ist heute der weltweit führende Anbieter von Diagnostikautomatisierungslösungen
- Zu diesen Lösungen zählen vollautomatische Analysensysteme, Software für das Labordatenmanagement und Lösungen zur Probenvorbereitung und -stabilisierung in der molekularen Diagnostik.
- Die Analysensysteme des Unternehmens werden i.d.R. in Kooperation mit den Partnern wie z.B. DiaSorin, Siemens, Hologic, Danaher, Abbott Diagnostics, etc. entwickelt.
- Mit mehr als 12.000 weltweit installierten Systemen ist STRATEC der größte unabhängige Player im IVD-Gerätemarkt

Wettbewerbsqualität

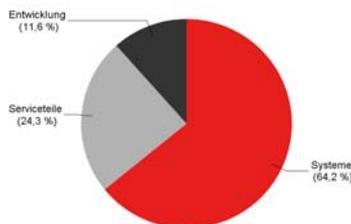
- Der Wettbewerbsvorteil ergibt sich aus führender technischer Expertise und umfangreichem Prozess-/Anwendungs-Know-how. STRATEC nutzt dies für die Lieferung von effizienten und benutzerfreundlichen Analysensystemen
- STRATEC verfügt über langfristige Erfahrungen und ausgezeichnete Beziehungen zu allen wichtigen IVD-Unternehmen – eine nur schwer replizierbare Position
- In diesem regulierten Markt sind die Markteintrittsbarrieren hoch. STRATEC erleichtert den Kunden den Zulassungsprozess aufgrund seiner Erfahrung und umfangreichen Dokumentation.
- Eine schnellere und günstigere Entwicklung von Geräten gegenüber den eigenen Lösungen der Diagnostikunternehmen fördert unverändert den Trend zur Auslagerung.
- STRATEC hat ein breites Spektrum an eigenen IP-Rechten und hält die Technologieführerschaft. Die vollständigen Workflowlösungen des Unternehmens erfüllen die Bedürfnisse der anspruchsvollen Kunden

Installierte Basis
basierend auf 5 J. durchsch. Lebenszyklus



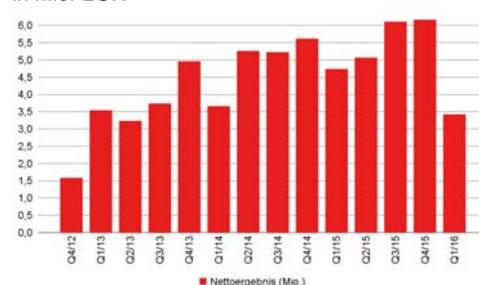
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2015; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Zusammenfassung des Investment Case	5
Unternehmensüberblick	6
Investment Case	7
Fünf Gründe für einen aktuellen Kauf von STRATEC	7
Wettbewerbsqualität	8
Analysensysteme	8
Das Produkt...	8
... und sein Wert für Kunden	9
Marktstruktur und Position von STRATEC	11
Wettbewerb	13
Renditen	15
Eingesetztes Kapital	15
Operative Profitabilität	17
Renditen	18
Fazit	19
Wachstum	20
Historisches Wachstum	20
Wachstumstreiber	21
Ausblick	22
Top-Line-Wachstum	22
Gewinne und Cashflows	23
Diatron	26
Das Geschäft	26
Die Produkte	26
Die strategische Ergänzung	27
Der Deal	28
Die Finanzdaten	28
Das Synergiepotenzial	29
Unsere Prognosen: Ergebnissteigernd...	30
... aber renditeverwässernd. Nichtsdestotrotz bleiben die Renditen hochattraktiv	30
Bewertung	32
Fundamentale Bewertung	32
Free Cash Flow Value Potential	32
DCF-Bewertung	33
Relative Bewertung	34
Peer-Group-Vergleich	34
Historische Multiplikatoren	35

Unternehmen & Produkte	36
Geschäftsüberblick	36
Geschäftsaufteilung	36
Business Units	36
Umsatz nach Unternehmensbereichen	36
Regulierung in der Diagnostikbranche	37
Globale Präsenz	37
Produktportfolio	38
Historie	40
Management board	40
Aufsichtsrat	41
Aktionärsstruktur	42
Peer group overview	43

Zusammenfassung des Investment Case

Anlagegründe

- **Wachstum sollte zurückkehren** – Mit dem um -10% yoy rückläufigen Umsatz in Q1 2016 wurde beim Wachstum klar die Talsohle erreicht. Der organische Umsatz sollte sich wieder beschleunigen und die Akquisition von Diatron trägt ab Q2 2016 dazu bei.
- **Ausgezeichneter Einstiegspunkt** – der aktuelle wachstumsbedingte Kursrückgang (ca. -18% YTD) ist eine gute Kaufgelegenheit für langfristig orientierte Investoren.
- **Neue Guidance im Juli 2016:** Mit Vorlage der H1-Ergebnisse 2016 im Juli gibt das Unternehmen einen neuen mittelfristigen Ausblick. Dieser umfasst die Akquisition von Diatron und mögliche weitere anorganische Schritte. Unseres Erachtens stärkt dies das Vertrauen des Marktes.

Bewertung

- **DCF-Modell deutet auf einen fairen Wert/Aktie von EUR 62** – den wir als unser anfängliches Kursziel nehmen
- **Die Aktie notiert mit 19.5x 2017** – rund 11% unter der Peer Group im Bereich Medizintechnologie
- **Auch die historischen Multiplikatoren sehen vorteilhaft aus**

Wachstum

- **Ausgezeichneter Track Record der durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsrate (CAGR):**
 - +19% über die letzten 15 Jahre
 - +12% über die letzten 10 Jahre
 - + 8% über die letzten 5 Jahre
- **Starke zugrundeliegende strukturelle Wachstumstreiber** schaffen Vertrauen in nachhaltiges zukünftiges Wachstum
- **Akquisition von Diatron sollte mittelfristiges Wachstum stärken: Umsatz-CAGR 2015 - 2018e: 14%**

Wettbewerbsqualität

- **Globaler Marktführer** in einer Know-how-intensiven und wachsenden Nische
- **Hohe Eintrittsbarrieren**, da gemeinsame Entwicklungsprojekte auf gegenseitiges Vertrauen und spezielles Know-how aufbauen
- **Klar differenziert:** das größte eigene IP für Diagnostikgeräte, effiziente und zeitnahe Entwicklungsprozesse, modernste Produktqualität und führende Reputation, langjährige Geschäftsbeziehungen zu praktisch allen relevanten Diagnostikunternehmen
- Aus diesen Vorteilen ergibt sich ein **hochattraktiver und nachhaltiger ROCE** von rund 20% (Tiefstwert: 17%; Höchstwert: 30%)

Warburg vs. Konsens

- **Beim Umsatz liegen wir 6%-7% über dem Konsens** in den nächsten drei Jahren.
- Bei der Profitabilität ist das Bild vielfältiger. Während wir beim EBIT für 2016 und 2017 mehr oder weniger im Rahmen liegen, **übertrifft unsere EBIT-Schätzung den Konsens 2018 um rund 8%**.
- Wir sind jedoch der Ansicht, **dass der Markt das durch Diatron entstehende Synergiepotenzial unterschätzt**. Wir haben einmalige Integrationskosten von EUR 3 Mio. verteilt über 2016 und 2017 berücksichtigt, wodurch unsere Schätzung mit dem Konsens übereinstimmt. Auf wiederkehrender Basis dürfte das Ergebnis erfreulicher sein, als der Markt erwartet.

Investitionsrisiken

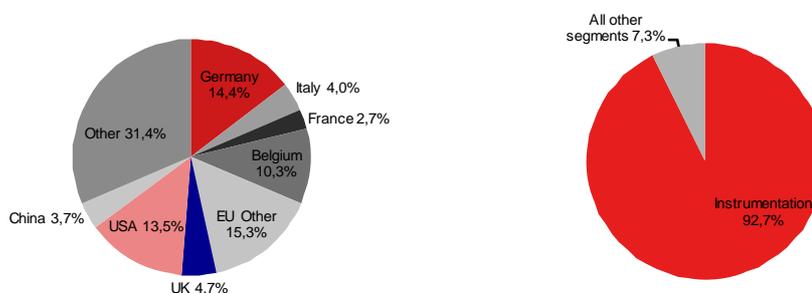
- **Kundenkonzentration:** STRATEC arbeitet mit einer begrenzten Anzahl von führenden Diagnostikunternehmen zusammen. Auf die Top 3 Kunden entfielen 2015 61% vom Konzernumsatz (70% in 2014). Diese hohe Abhängigkeit von Einzelkunden könnte sich bei Verlust eines Kunden deutlich auf das Ergebnis auswirken. Allerdings umfassen diese Zahlen den Umsatz für mehrere Analysensysteme, Entwicklungsaktivitäten, Dienstleistungen und Verbrauchsmaterialien. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Tatsache, dass STRATEC langjährige, bewährte und vertrauensvolle Beziehungen zu diesen Kunden hat, halten wir den Verlust eines Schlüsselkunden für unwahrscheinlich.
- **Kurzfristige Wachstumsdellen:** Angesichts der Abhängigkeit von einer begrenzten Kundenzahl könnte STRATEC, abhängig vom Programmiererfolg der Partner mit Endkunden, jedoch einer gewissen Volatilität bei Umsatz und Profitabilität ausgesetzt sein. Dies führte zu einer relativ schwachen Genauigkeit des Unternehmensausblicks. Die Guidance wurde mehrmals verfehlt. Der daran anschließende Kursrückgang war historisch gesehen jedoch immer ein guter Einstiegspunkt, was u.E. angesichts der starken strukturellen Wachstumstreiber des Geschäfts einleuchtet.
- **Projektrisiken:** STRATEC führt für die Partner große Entwicklungsprojekte durch. Das Risiko eines Projektverzugs oder gar eines Abbruchs oder das Risiko von Projektbudgetüberschreitungen könnte sich auf die Finanzen des Unternehmens auswirken.

Quelle: Warburg Research

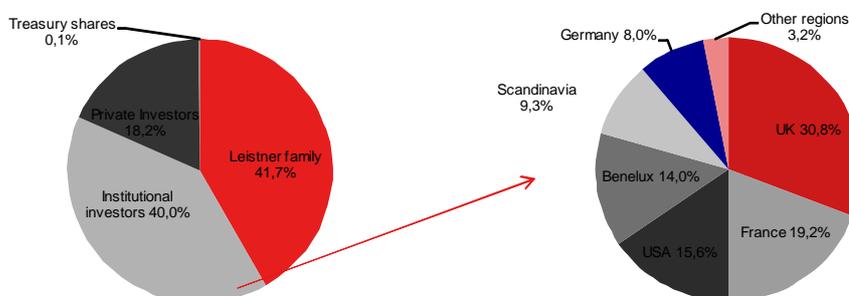
Unternehmensüberblick

	Instrumentation	Service parts	Developments and services	Group
Products	Fully automated analyzer systems and software for laboratory data management for the in vitro diagnostics and life science industries. STRATEC's analysers are marketed under its partners name (OEM supplier)	Replacement parts and consumables for its analyser systems such as pumps, cuvettes, racks, pipette tips, valves, syringes, components, etc.	STRATEC is an OEM supplier to the diagnostics industry. It develops and manufactures analyser systems in cooperation with its partners, diagnostics companies like Siemens, Roche, etc. During the development phase, STRATEC receives milestone payments and service fees	
Sales 2015 (EUR m)	94.2	35.6	16.4	146.9
% of total	64%	24%	11%	
EBIT 2015e (EUR m)*	12.0	14.2	0.7	26.9
Margin	13%	40%	4%	
Customers	Global diagnostics players such as Siemens, DiaSorin, Hologic, Immucor, bioMerieux, Abbott, Bio-Rad, Roche, etc.	The same IVD companies	The same IVD companies	
Market position / share	IVD instrumentation market volume is about USD 7.5bn; STRATEC's relevant market is some USD 1bn, giving it a market share in 2015 of some 16%. Including Diatron, it is the global number 1 in the outsourced part of the IVD instrumentation market			
Competitors	Main competitors are the diagnostics companies (in-house solutions), who still hold >60% of the IVD instrumentation market; Direct OEM competitors include Tecan, Hitachi, KMC Systems, Invetech			
Suppliers	STRATEC is an assembly-only business. It develops 100% of its machines in-house and outsources the production of parts to suppliers. The final assembly and the testing is done in-house by STRATEC. It has long-standing supplier relationships and sometimes (due to the specialisation) relies on single suppliers. However, it has full rights on all parts and could ramp-up own production to bridge an unlikely drop out of a supplier. Material prices play a minor role in the company's products. Its contracts often have an inflation adjustment clause, which in practice is never applied.			

Sales by regions, and reporting segments



Shareholder structure



* Warburg estimates; The company does not provide EBIT by segments

Quelle: Warburg Research

Investment Case

Fünf Gründe für einen aktuellen Kauf von STRATEC

Wir nehmen die Coverage von STRATEC mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von EUR 62 auf, aus dem sich ein Upside von rund 24% ergibt. Unsere Empfehlung stützt sich auf die folgenden Argumente:

Wir nehmen unsere Coverage mit einer Kaufempfehlung auf

- 1. STRATEC ist ein globaler Marktführer in einem äußerst geschützten Nischenmarkt.** Unsere Analyse deutet an, dass die Wettbewerbsposition des Unternehmens durch die signifikanten Markteintrittsbarrieren einzigartig und nachhaltig ist. Vor diesem Hintergrund ist die Volatilität der Wachstumsraten und Margen keine Bedrohung, sondern u.E. eine Einstiegsgelegenheit.
- 2. Daher dürften die attraktiven Renditen äußerst nachhaltig sein.** Beim ROCE hat STRATEC einen eindrucksvollen Track Record von 16,5% (Tiefpunkt 2012) bis 29,8% (Höchstwert 2007) aufgebaut. Angesichts des Asset-light-Geschäftsmodells des Unternehmens und der Preismacht bedingt durch das spezielle Know-how, erachten wir dieses Niveau als nachhaltig und attraktiv. Die Diatron-Akquisition verwässert zugegebenermaßen die Renditen, aber die Konzernrenditen sollten äußerst attraktiv bleiben und das Heben von Synergien bietet zusätzliches Aufwärtspotenzial.
- 3. STRATEC ist eine Wachstumsstory und die gegenwärtige schwache Wachstumsphase sollte als guter Einstiegspunkt in eine strukturelle Wachstumsstory gesehen werden.** In den letzten 15 Jahren hat das Unternehmen im Schnitt ein Umsatzwachstum von 18,8% p.a. generiert. Derzeit befindet sich STRATEC in einer niedrigeren Wachstumsphase mit einem erwarteten organischen Top-Line-Wachstum von lediglich 4% in 2016. Dies ist erst die zweite Phase mit geringerem Wachstum seit 2002. Mit starken strukturellen Treibern und der Akquisition von Diatron sollte dem Unternehmen eine Rückkehr in den zweistelligen Wachstumsbereich gelingen.
- 4. Bewertung erscheint attraktiv, sowohl fundamental als auch relativ.** STRATEC notiert mit 23x zahlungswirksames Ergebnis 2016, 4% unter dem historischen Durchschnitt. Angesichts der Nachhaltigkeit der Renditen ist STRATEC nie ein Schnäppchen gewesen. Die fundamentale Bewertung unterstützt jedoch die Attraktivität der Aktien.
- 5. Die jüngste Gewinnwarnung und die schwachen Q1-Ergebnisse 2016, die zu einem Aktienrückgang geführt haben, können als ausgezeichneter Einstiegspunkt gewertet werden.** Ja, wir kommen damit ein wenig spät, aber das Kurspotenzial ist weiterhin attraktiv. Die Aktie notiert noch unter der 200-Tage-Linie und ist im bisherigen Jahresverlauf knapp 18% zurückgegangen. Wir erachten das Kursniveau als attraktiven Einstiegspunkt für längerfristig orientierte Investoren.

Wettbewerbsqualität

- Globaler Marktführer in einem Know-how-intensiven Nischenmarkt
- Klarer Fokus auf wertschöpfende Geräte für die Kunden, weltweit führende Diagnostikunternehmen
- Sehr hohe Markteintrittsbarrieren durch langjährige und vertrauensvolle Kundenbeziehungen, gemeinsame Entwicklungen und sich unterscheidendes geistiges Eigentum (IP)
- Skalenvorteile und Erfahrung durch Bilanzstärke und standardisierte Module

Analysensysteme

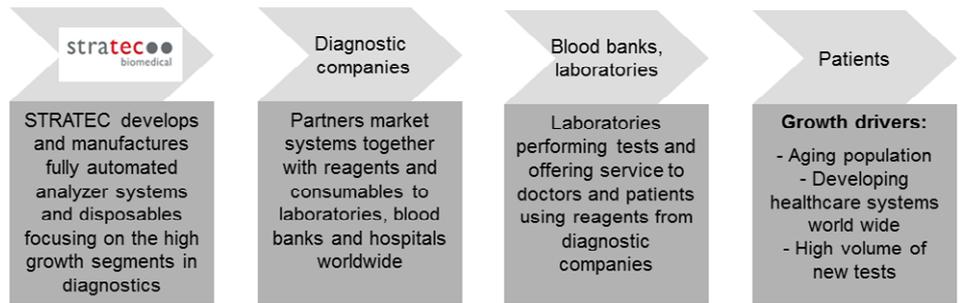
Das Produkt...

STRATEC entwickelt, entwirft und fertigt nach den Spezifikationen und in Zusammenarbeit mit seinen Blue-Chip-Kunden vollautomatische OEM-Analysensysteme und Verbrauchsmaterialien auf der Grundlage seines proprietären Know-hows. Zu den Kunden des Unternehmens zählen weltweit führende Diagnostikunternehmen, die diese Systeme zusammen mit ihren Reagenzien und Verbrauchsmaterialien an Labore, Blutbanken und Krankenhäuser weltweit vertreiben. Diese Labore, Blutbanken und Krankenhäuser führen Tests durch und bieten Ärzten unter Verwendung der Reagenzien von den Diagnostikunternehmen ihre Dienste an. Am Ende der Wertschöpfungskette befinden sich die Patienten, die letztendlich von einer überlegenen und akkurateren Diagnose und Behandlung profitieren. Ganz allgemein bietet STRATEC also die „Hardware“ in den Diagnostiksystemen, die über entscheidende Wettbewerbsseigenschaften verfügt und sich durch Folgendes abhebt:

**Differenzierung durch Komfort,
Verlässlichkeit und Effizienz**

- **Verlässlichkeit:** Mit automatischen Kontrollmechanismen (Levey-Jennings (Visualisierung) und Prävalenzberichte), In-Prozesskontrollen, der Reduzierung von Betreiber- und Systemfehlern, Erkennung des Füllstandes, Reagenzienabgabeverifizierung, Kontaminationskontrolle, Einwegpipettenspitzen mit denen eine Probenverschleppung ausgeschlossen wird, einer lückenlosen Dokumentation, etc. bieten die Maschinen von STRATEC Testqualität auf dem neuesten Stand.
- **Komfort:** Die Analysegeräte von STRATEC sind bedienerfreundlich (Touchscreen, Funktionsfelder) und können längere Zeit unbeaufsichtigt laufen, da die Ergebnisaufbereitung selbständig erfolgt, die planmäßige Wartung automatisch durchgeführt wird und Ferndiagnosen möglich sind. Ergebnisse sind jederzeit während des Prozesses verfügbar.
- **Geschwindigkeit:** Hohe Durchsatzleistung sowie Befüllung/Entnahme im laufenden Betrieb ermöglichen einen kontinuierlichen Betrieb, mehrere Tests von einzelnen Proben, automatische Testwiederholung, etc. Bis zu 240 Tests pro Stunde.
- **Flexibilität:** „Random Access“-Prinzip oder Befüllung mit Serienproben, ein breites Spektrum an Probenmaterialien (Serum, Plasma, Harn, Liquor), flexible Konfiguration.
- **Effizienz:** Lange „Walk-Away“-Zeit, hohe Durchsatzleistung, geringer Wartungsbedarf, umfassendes Menü mit hoher Anzahl an integrierten Reagenzien, erweiterte Flüssigkeitskapazitäten und umfangreiche Prüfungen, die Screening, Diagnose, Risikobewertung und Überwachung abdecken.
- **Kompatibilität:** Uneingeschränkte Vernetzbarkeit mit den Systemen und der Software der Partner, kompatibel mit Microsoft Windows, Aktivitäten werden kontinuierlich überwacht und lückenlos zurückverfolgt.

Wertschöpfungskette Diagnostikgeräte



Quellen: Unternehmensangaben, Warburg Research

Globaler Marktführer und Geschäftsbeziehungen mit praktisch allen führenden Diagnostikunternehmen...

Da sich STRATEC seit 1979 auf vollautomatische Analysensysteme im Bereich der In-vitro Diagnostik spezialisiert, wurde jetzt die Marktführerschaft erreicht. Das Unternehmen konzentriert sich auf spezielle Marktsegmente und Technologien, aber generell werden dieses Tests tagtäglich millionenfach benutzt, um viele weitverbreitete Krankheiten zu diagnostizieren und den Erfolg der Behandlungen zu überwachen.

Ein klares Zeichen für die starke Marktposition von STRATEC ist die Tatsache, dass mit acht der zehn größten globalen Diagnostikunternehmen und 15 der 20 größten zusammenarbeitet wird. Auf die Top 10 entfallen rund 72% des gesamten IVD-Marktes und auf die Top 20 ca. 87% des Marktes.

... führen zu hohen Markteintrittsbarrieren und nachhaltiger Marktposition

Da die Kooperation mit Diagnostikunternehmen umfangreich ist und gemeinsame Entwicklungen beinhaltet, die ein vertrauensvolles Verhältnis voraussetzen, ist die Kundenloyalität hoch. Laut Angaben von STRATEC ist noch nie ein Kunde verloren gegangen. Die Marktstruktur sowie das erforderliche hohe Maß an Know-how und die damit verbundenen langjährigen, vertrauensvollen Kundenbeziehungen errichten hohe Markteintrittsbarrieren. Dies in Verbindung mit der beeindruckenden Kundenliste des Unternehmens schafft ein hohes Vertrauen in die Nachhaltigkeit der führenden Marktposition von STRATEC.

STRATEC beliefert das „Who is Who“ im IVD-Markt

Revenue in USD bn		
1.	Roche Diagnostics	8,9
2.	Danaher	5,0
3.	SIEMENS	4,8
4.	Abbott Diagnostics	4,7
5.	Thermo Fisher	3,3
6.	Alere	2,3
7.	Ortho Clinical Diagnostics	1,9
8.	Systemx	1,9
9.	bioMerieux	1,7
10.	BIO-RAD	1,4
11.	BECTON DICKINSON	1,3
12.	Hologic / Gen-Probe	1,2
13.	CH Werfen	1,0
14.	Grifols (incl. Novartis diagnostics business unit)	0,8
15.	QIAGEN	0,7
16.	Diagnostica Stago	0,6
17.	DiaSorin	0,6
18.	Agilent / Dako	0,6
19.	EUROIMMUN	0,4
20.	Immucor	0,4

- Customer STRATEC Instrumentation
- Customer STRATEC Data management
- Not a STRATEC customer

Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

... und sein Wert für Kunden

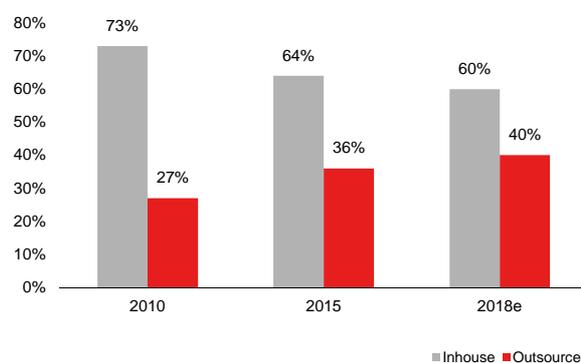
STRATEC entwickelt Geräte für In-vitro Proben tests. Damit steht das Unternehmen im direkten Wettbewerb mit seinen wichtigsten Kunden, den großen Diagnostikkonzernen, die im Grunde alle ihre eigenen Geräte entwickeln. Kernkompetenz und wesentliches Unterscheidungsmerkmal der Diagnostikunternehmen ist jedoch die Entwicklung und Vermarktung von Reagenzien. Das sind die Stoffe, die in Verbindung mit speziellen anderen Stoffen eine Reaktion hervorrufen. Diese Reaktion ist messbar und wird als

Beispiel genommen, um das Vorhandensein einer speziellen Infektion zu bestätigen.

Rund 80% des USD 50 Mrd. umfassenden IVD-Marktes werden mit diesen Verbrauchsmaterialien (Reagenzien und Chemie) generiert. Diagnostikunternehmen vertreiben ihre eigenen Reagenzien zusammen mit den Instrumenten als Systemlösung an Labore, Blutbanken und Forschungsinstitute. Ihr Geld verdienen Diagnostikunternehmen primär mit Reagenzien und die Analysensysteme werden oftmals kostenlos in Verbindung mit langfristigen Lieferverträgen für Verbrauchsmaterialien bereitgestellt.

Gleichzeitig nehmen die regulatorischen, technischen und softwarebezogenen Anforderungen mit komplexeren, variablen und schnelleren Geräten im Markt stetig zu. Diese Marktstruktur öffnet eine Nische für spezialisierte Player wie STRATEC, deren konkretes Know-how, von dem alle Marktteilnehmer profitieren, zu einem kontinuierlich steigenden Anteil an ausgelagerten Geräteentwicklungen führt:

IVD-Gerätemarkt: eigene vs. ausgelagerte Entwicklungen



Quellen: Unternehmensangaben, Warburg Research

Diagnostikunternehmen profitieren von ausgelagerten Entwicklungen

Durch die Auslagerung der Entwicklung von Analysensystemen an spezialisierte OEM-Lieferanten wie STRATEC entstehen für Diagnostikunternehmen klare Vorteile. In einem gemeinsamen Entwicklungsprojekt ist STRATEC für die Entwicklung der Hard- und Software sowie für die regulatorische Zulassung und Dokumentation verantwortlich, während der Partner für Marketing und Vertrieb des Systems an den Endkunden verantwortlich ist. Der Wert für Kunden ergibt sich aus der:

- **Entwicklungsgeschwindigkeit:** Durch die Spezialisierung und den Fokus von STRATEC auf die Geräteentwicklung für ein breites Spektrum von Diagnostikunternehmen wurde ein großer Pool an eigenen Technologien und IP-Rechten erlangt, der in der Regel bei STRATEC bleibt. Mithilfe dieser Spezialisierung und des Know-hows kann STRATEC ein neues Analysensystem in drei bis vier Jahren entwickeln. Dies vergleicht sich mit unternehmenseigenen Entwicklungen von ca. fünf bis sechs Jahren, da die eigenen Entwicklungsteams für neue Geräte auch wieder die Standardkomponenten entwickeln müssen. Innerhalb einer Lebensdauer von bis zu 20 Jahren sind diese veraltet und in der Regel haben sich die technischen Standards weiterbewegt. Folglich bietet STRATEC einen erheblichen zeitlichen Vorteil gegenüber eigenen Entwicklungen.
- **Kostenvorteil:** Durch die Auslagerung der Entwicklungsarbeit an einen OEM-Lieferanten haben Diagnostikunternehmen einen signifikanten Kostenvorteil, der u.E. bei bis zu 40% gegenüber eigenen Projekten liegen kann. Dieser Kostenvorteil basiert auf:
 - der deutlich schnelleren Entwicklungszeit. Die größten mit den Entwicklungen in Verbindung stehenden Kostenpositionen sind Personalkosten. Rund zwei Drittel der Mitarbeiter bei STRATEC sind hochqualifizierte Ingenieure. Damit hat die Entwicklungsarbeit eine direkte

Auswirkung auf die Kosten.

- Als externer Partner der Diagnostikunternehmen verpflichtet sich STRATEC vertraglich zu Kosten- und Zeitbudgets, sodass unvorhergesehene Kosten unwahrscheinlich sind.
- **Risikovorteil:** In unmittelbarem Zusammenhang mit dem vorangegangenen, wird bei den Diagnostikunternehmen auch das Entwicklungs- und Haftungsrisiko an STRATEC „ausgelagert“. In einer frühen Projektphase, nach der ersten Evaluierung, unterzeichnen die Partner einen Vertrag, in dem auch die Entwicklungszeiten und der Preis je Gerät festgelegt wird. Angesichts des hervorragenden Rufs von STRATEC und dem Know-how im Projektmanagement ist der gesamte Entwicklungsprozess mit weniger Risiken für das Diagnostikunternehmen verbunden.
- **Qualitätsvorteil:** Als Marktführer im „ausgelagerten“ IVD-Gerätemarkt steht STRATEC bei Innovationen in vorderster Reihe. Einziges Ziel des Unternehmens ist die Entwicklung der branchenführenden Analysegeräte und die Ingenieure des Unternehmens sind fortlaufend an Entwicklungsprojekten beteiligt. Über die Jahre hat STRATEC eine Vielzahl an eigenen Technologien und IP-Rechten sowie das Prozess-Know-how erlangt. Durch eine Partnerschaft mit STRATEC erhalten Diagnostikunternehmen Geräte auf dem neusten Stand.

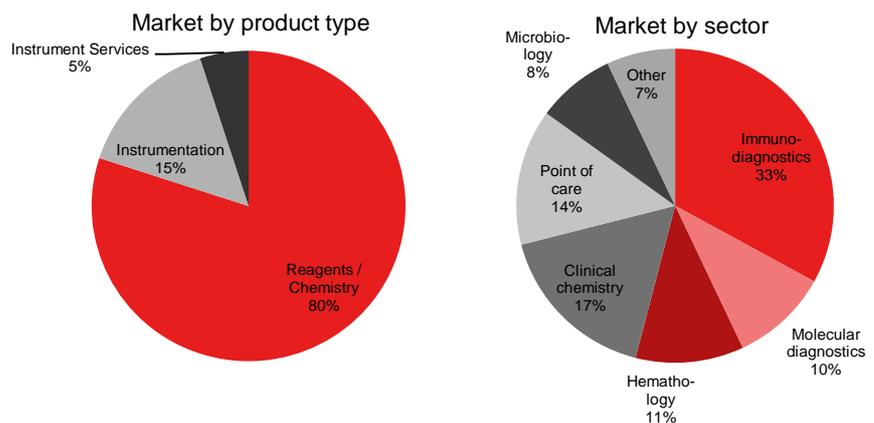
Wettbewerbsvorteil nimmt im Zeitverlauf zu

Vor dem Hintergrund eines stetig wachsenden Pools an Technologie- und Prozess-Know-how sowie eigener IP-Rechte sollten die zuvor beschriebenen Differenzierungsaspekte u.E. nachhaltig sein und perspektivisch sogar zunehmen. Als Fazit bewerten wir die Wettbewerbsqualität von STRATEC als sehr hoch.

Marktstruktur und Position von STRATEC

Der globale In-vitro Diagnostikmarkt (IVD = in einem Glas im Gegensatz zu In-vivo = im lebenden Organismus) wird für 2015 auf USD 50 Mrd. geschätzt (Quelle: Kalorama). Je nach Produktart und Prüfverfahren lässt sich der IVD-Markt in unterschiedliche Segmente unterteilen:

IVD-Markt: Produktarten und Segmente



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research; rote Sektoren= STRATECs Tätigkeitsfelder

2015 lag der Wert des IVD-Gerätemarktes bei USD 7,5 Mrd., wovon rund 64% (USD 4,8 Mrd.) auf eigene Projekte der Diagnostikunternehmen zurückzuführen ist. Rund 36% (USD 2,7 Mrd.) des gesamten IVD-Gerätemarktes wurde an OEM-Lieferanten wie STRATEC ausgelagert. Wird dies mit den betreffenden Produktsegmenten von STRATEC kombiniert, lag der gemäß STRATEC adressierbare Markt des Unternehmens bei ca. USD 1 Mrd., d.h., dass STRATEC einen Marktanteil von ca. 16% seines adressierbaren Marktes hält. Bei einer Zugrundelegung des gesamten ausgelagerten Gerätemarktes (USD 2,7 Mrd.) liegt der Marktanteil von STRATEC bei lediglich 6%.

Führend in seiner Nische

Wir ziehen daraus die folgenden Schlussfolgerungen:

- Der IVD-Markt wird von Verbrauchsmaterialien dominiert, dem Kerngeschäft der Blue-Chip-Diagnostikunternehmen wie Roche, Danaher, Siemens, Abbott, Thermo Fisher, etc.
- Diese Diagnostikunternehmen dominieren auch den wesentlich kleineren Gerätemarkt. Durch die signifikanten Wettbewerbsvorteile der OEM-Lieferanten gewinnt der Outsourcing-(OEM)-Markt jedoch weiterhin Marktanteile.
- Der OEM-Markt ist noch stark fragmentiert, wobei STRATEC der größte Player ist. Da die Beziehungen zwischen OEM-Lieferanten und Diagnostikunternehmen auf gegenseitiges Vertrauen und eine intensive Kooperation sowie einem hohen Grad an erforderlichem Know-how aufbauen, sollte der Markt u.E. ein „Closed Shop“ sein.
- Vor diesem Hintergrund halten wir weitere Marktanteilsgewinne durch STRATEC für äußerst wahrscheinlich.

STRATEC sollte weitere Marktanteile gewinnen

Wettbewerb

Wie zuvor erläutert, sind die Hauptwettbewerber noch die Diagnostikunternehmen, die den Gerätemarkt mit einem Anteil von 64% dominieren. Es gibt jedoch starke Gründe für einen wachsenden OEM-Markt.

Die direkten Wettbewerber von STRATEC sind die anderen OEM-Lieferanten im IVD-Gerätemarkt. Soweit wir wissen, gibt es keinen anderen Pure-Play-Wettbewerber. Der engste Peer ist Tecan, ein Schweizer Anbieter von Laborgeräten. Zu den anderen relevanten OEM-Lieferanten zählen Hitachi, Invetech und KMC Systems.

Überblick der Wettbewerbslandschaft

Company	Product Range	Website	Comments
Independent supplier			
Tecan	Automated laboratory Instruments for IVD applications and life science research, Consumables and Reagents	www.tecan.com	<ul style="list-style-type: none"> - Direct peer for STRATEC with sales of CHF 189.1m (EUR 174.5m) in 2015 in the OEM Partnering segment - CHF 77.5m (EUR 71.6m) revenue in Instruments only compared to EUR 94m of STRATEC - Company seeks to bolster recurring profits by offering full services including reagents and consumables, which is the area of expertise for Tecan's partners (Big diagnostics players) - Strategy includes marketing instruments under Tecan's brand
Integrated divisions			
Hitachi Group Hitachi High Technologies Science and Medical Systems	Electron Microscopes, Scientific Instruments, Medical Products, Biotechnology Products, such as IVD equipment, After Service and Consumables	www.hitachi-hightech.com	<ul style="list-style-type: none"> - Offers a wide range of instrument products and clinical chemistry and immunodiagnostics (STRATEC excl. Diatron does not offer clinical chemistry) - Equipment is just one of many constituents - Sales of JPY 77.1bn (EUR 594m) in IVD equipment, after service and consumables - Intensive collaboration with Roche in the market of IVD analyzer solutions - Explicitly states that expansion of global sales of immunodiagnostics analyzers is on the way
Danaher Group Danaher Life Science & Diagnostics Invetech	Instruments for Laboratory Diagnostics, Point-of-Care Diagnostics, Cell Therapy, and Life Sciences and also Industrial and Consumer Products	www.invetech.com	<ul style="list-style-type: none"> - Danaher Life Science & Diagnostics generates USD 8.2bn (EUR 7.5bn) and EBIT of USD 1.1bn (EUR 1bn). - Invetech founded in 1960 to provide contract R&D product development services - became member of Danaher Group in 2007 - Partners include Abbott and Bio-Rad
Elbit Systems of America KMC Systems	Instruments for Cell Therapy, Diagnostic Imaging, Hematology, Life Sciences, Microbiology, Point of Care & Molecular Diagnostics	www.kmcsystems.com	<ul style="list-style-type: none"> - Small player in the business area of STRATEC - Segment 'Other' only USD 96m (EUR 88m), thereof KMC the biggest segment among four activities - Core competencies of Elbit are airborne and naval systems and products for defense applications such as military aircraft

Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Hauptwettbewerber im IVD-OEM-Markt

Tecan: Tecan ist ein führender globaler Anbieter von automatischen Laborgeräten und Lösungen im Bereich Life Science. Mit Sitz Männedorf, Schweiz, hat das Unternehmen 1.300 Mitarbeiter und ein Vertriebs- und Servicenetzwerk in 52 Ländern. Die beiden Geschäftssegmente sind Life Science Research (Endkundengeschäft) und OEM Partnering. Tecan verfolgt eine etwas andere Strategie als STRATEC, da der Fokus des Unternehmens stärker auf der Visibilität der Marke Tecan liegt. Im GJ 2015 betrug der Umsatz CHF 440,3 Mio. (EUR 412,5 Mio.) bei einem EBITDA von CHF 84 Mio. (EUR 78,1 Mio.). Dabei entfielen 41% vom Umsatz auf Geräte, 36% auf Dienstleistungen sowie Ersatzteile, Verbrauchsmaterialien und Entwicklungsfinanzierung und 23% auf Komponenten. Tecan ist ein an der SIX Swiss Exchange notiertes Unternehmen.

Hitachi High Technologies: Hitachi High Technologies ist Teil des multinationalen Konglomerats Hitachi Group mit Sitz in Tokio, Japan und u.a. im Bereich Wissenschaft & Medizinsysteme tätig. Der Umsatz dieses Bereichs liegt bei JPY 163,3 Mrd. (EUR 1,2 Mrd.). Hitachi High Technologies ist Partner von führenden Reagenzienherstellern (insbesondere Roche) und entwickelt und fertigt gemeinsam klinische Analysensysteme, auf die gleiche Art wie STRATEC. Die Partnerschaft mit Roche wurde im April 2014 für ein weiteres Jahrzehnt verlängert. Hitachis Geschäft mit IVD-Diagnostikgeräten, einschließlich Service und Verbrauchsmaterialien, belief sich auf JPY 77,1 Mrd. (EUR 594 Mio.).

Invetech: Invetech bietet Entwicklungs- und Fertigungsdienste an und liefert Geräte an Life Science-, IVD- und Medizinunternehmen. Die Geschäftsbereiche des Unternehmens sind Diagnostik, Point-of-Care, Zelltherapie, Life Sciences, Industrie- und Konsumgüter. Das Unternehmen gehört zu Danaher, einem Konglomerat mit Sitz in Washington, USA und einem Umsatz von USD 20,6 Mrd. (EUR 18,5 Mrd.). Das Segment Life Science und Diagnostik trägt 40% zum Gesamtumsatz bei und weist ein EBIT von USD 1,1 Mrd. (EUR 1 Mrd.) auf.

KMC Systems: KMC Systems ist ein integrierter Maschinenhersteller und Auftragsfertiger für hochentwickelte Diagnostik-, Biomedizin-, Zelltherapie- und Point-of-Care-Geräte. Das Unternehmen entwickelt und fertigt IVD-Plattformen, therapeutische Liefersysteme und volumenstarke Geräte für die Laborautomatisierung. Es gehört zum NASDAQ-notierten Unternehmen Elbit Systems of America, einem weltweit tätigen Konglomerat mit den Geschäftssegmenten gewerbliche Luftfahrt, Verteidigung, Innere Sicherheit und medizinische Instrumente.

Renditen

- Starke Bilanz mit hoher Nettoliquidität
- Wertsteigernde Produkte ermöglichen hohe operative Margen, aber aufgrund der Abhängigkeit von einzelnen Kunden und Produkten ist die Profitabilität anfällig für kurzfristige Schwankungen
- Äußerst attraktive und nachhaltige Renditen zwischen 16% und 30%

Eingesetztes Kapital

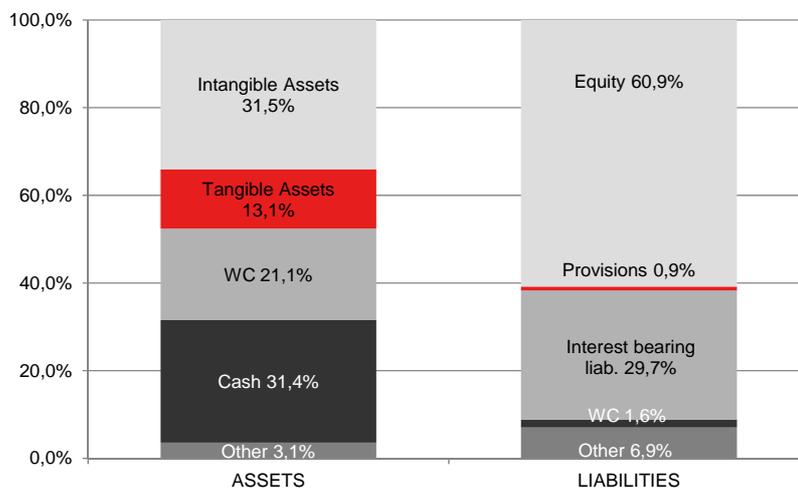
STRATEC verfügt über eine sehr gesunde Bilanz, die sich durch ein hohes Eigenkapital und reichlich Nettoliquidität auszeichnet. Materielle Vermögenswerte, auf die 13% der Bilanz entfallen, spielen eine untergeordnete Rolle, da der Mehrwert von STRATEC im Entwicklungs-Know-how und damit der Arbeitskraft liegt. Die Kernprodukte des Unternehmens, Analysegeräte, werden in sechs, vorwiegend eigenen Standorten weltweit, von denen zwei (Birkenfeld, Deutschland; Beringen, Schweiz) die Hauptproduktionsstandorte sind, entwickelt, konstruiert, montiert und getestet. Die anderen Standorte führen Anpassungen an lokale Standards durch oder sind auf Spezialisierungen fokussiert. Diatron bringt einen Produktionsstandort in Budapest, Ungarn und eine Tochtergesellschaft in Florida, USA ein.

Da STRATEC nur einsatzbereit gelieferte Teile montiert, sind keine großen Maschinen an der Produktion beteiligt. Das Anlagevermögen, das die Betriebs- und Geschäftsausstattung (EUR 4,9 Mio.) sowie Grundstücke und Gebäude (EUR 11,3 Mio.) umfasst, ist für das Geschäft nicht entscheidend und der Investitionsbedarf ist mit EUR 0,8 Mio. bis EUR 3,4 Mio. im Allgemeinen niedrig, mit Ausnahme von 2010, als das Unternehmen die Fertigungsstätten in Deutschland und der Schweiz erweitert hat und dafür EUR 8,6 Mio. aufwendete.

Immaterielle Vermögenswerte machen per Ende des Geschäftsjahres 2016 geschätzte EUR 79 Mio. aus (EUR 30,9 Mio. per Ende 2015) und umfassen vornehmlich aktivierte Entwicklungskosten (EUR 25 Mio.) sowie immaterielle Werte aus der Akquisition von Diatron (WRe EUR 49 Mio.).

Die Bilanz (s.u.) reflektiert STRATECs Nutzung eines Überbrückungsdarlehens zur Finanzierung der Akquisition von Diatron. Das Unternehmen befindet sich noch in Verhandlungen für weitere Akquisitionen. Sobald diese abgeschlossen sind, wird sich das Unternehmen u.E. um langfristige Kreditvereinbarungen bemühen und Teile der Liquidität zur Finanzierung des anorganischen Wachstums verwenden.

Starke Bilanz (2016e)



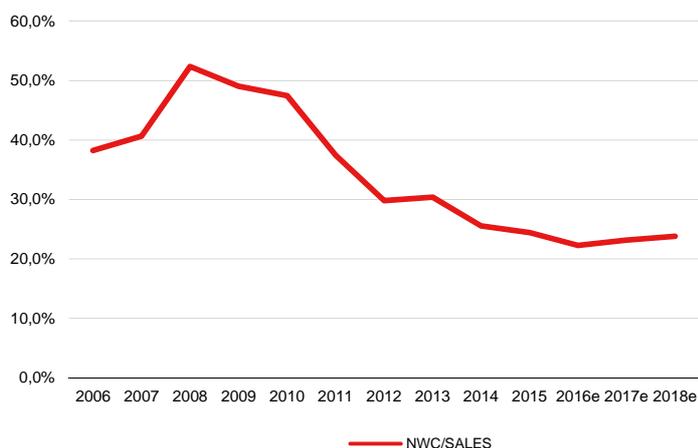
Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

STRATECs Geschäft hat eine niedrige Kapitalintensität

**Working Capital Anforderungen
sind hoch und stellen einen**

Das Working Capital ist hingegen ein wichtiges Wettbewerbsmerkmal des Geschäfts und mit EUR 42 Mio. die zweitgrößte Position neben der Liquidität auf der Aktivseite der Bilanz. Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen für Projekte, die STRATEC in Zusammenarbeit mit und für seine Kunden durchführt, werden aktiviert und als unfertige Leistungen (Vorräte) bzw. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ausgewiesen. Da die Gesamtdauer eines Projekts bis zu 20 Jahre betragen kann, schätzen Kunden (neben dem Know-how) die Solidität der Unternehmensbilanz und die Verlässlichkeit von STRATEC als langfristigen Partner. Als größter unabhängiger Player in diesem Marktsegment ergibt sich aus der Bilanzstärke und dem -volumen ein klarer Wettbewerbsvorteil für STRATEC, da sich Projekte in größerem Ausmaß finanzieren lassen.

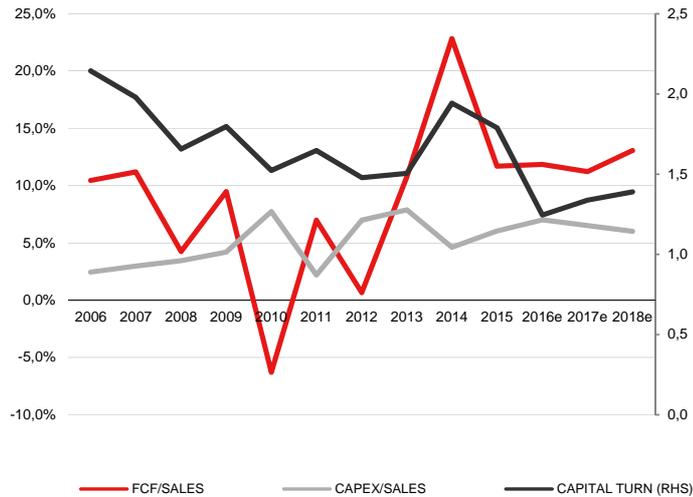
Die Working Capital Anforderungen sind hoch und liegen historisch gesehen zwischen 25% und 50% vom Umsatz. In den letzten Jahren hat das Unternehmen den Vorratsbedarf konstant zugunsten der Cashflow-Generierung reduziert. Das ist das Ergebnis einer effizienteren Projektplanung, von Lernkurveneffekten, einem wachsenden Prozess-Know-how und der Standardisierung von speziellen Komponenten. Die steile Änderung zwischen der Phase vor 2010 und nach 2010 (s. nachfolgende Tabelle) erklärt sich durch eine Bilanzierungsänderung. Ab 2011 werden nicht durch Vorauszahlungen abgedeckte Entwicklungskosten als immaterielle Vermögenswerte erfasst (zuvor Vorräte). Perspektivisch rechnen wir mit einem relativ stabilen NWC:

Hohe Working Capital Anforderungen


Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Durch die oben erwähnte Optimierung des NWC konnte das Unternehmen den FCF deutlich steigern, wodurch sich auch die Kapitaleffizienz mit einem seit 2012 steigenden Kapitalumschlag verbessert hat. Vor dem Hintergrund der Bilanzverlängerung durch die Akquisition von Diatron im Geschäftsjahr 2016 sollte der Kapitalumschlag jedoch wieder auf ein Niveau von ca. 1,5x zurückkehren, was sich kurzfristig negativ auf den ROCE des Unternehmens auswirkt.

Investitionen inkl. aktivierte F&E, Cashflows und Kapitalumschlag



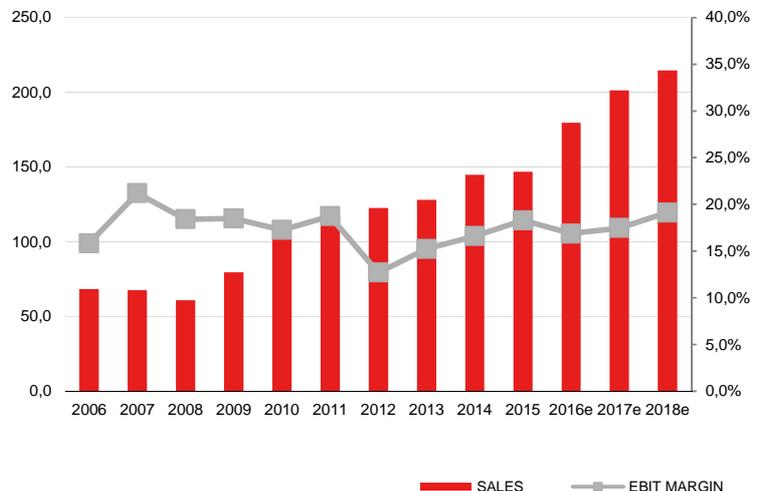
Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Operative Profitabilität

STRATEC hat einen Track Record mit operativen Margen im Bereich von 13% bis 21%. Diese Schwankungen ergeben sich im Wesentlichen aus der Terminierung der großen Entwicklungsprojekte, der Lebensdauer der Analysensysteme, dem Produktmix und in geringerem Maße durch Skaleneffekte.

Dabei ist anzumerken, dass STRATEC trotz der Schwankungen bei den operativen Margen über eine starke Preisposition verfügt. Kunden schätzen die Tatsache, dass STRATEC durch das eigene geistige Eigentum praktisch zur Hälfte der Zeit und Kosten von unternehmenseigenen Entwicklungen hochmoderne Analysensysteme anbieten kann. STRATEC vereinbart Rahmenverträge mit größtenteils festgelegten Verkaufspreisen und einem definierten Mengenspielraum. Diese Verträge beinhalten einige Preisklauseln (Abschläge bei Überschreiten der Obergrenze, Strafen bei Unterschreiten der unteren Volumengrenze) und manchmal auch Inflationsanpassungen. Skaleneffekte auf Lieferantenseite gehen zugunsten von STRATEC. Darüber hinaus sind anfängliche Entwicklungsverluste bei einzelnen Projekten durch die wachsende installierte Basis des Unternehmens und das absolute Umsatzniveau auf Konzernebene weniger relevant, was ein weiterer positiver Aspekt zunehmender Größe ist, aber insgesamt ist das operative Gearing begrenzt.

Umsatz und EBIT-Marge

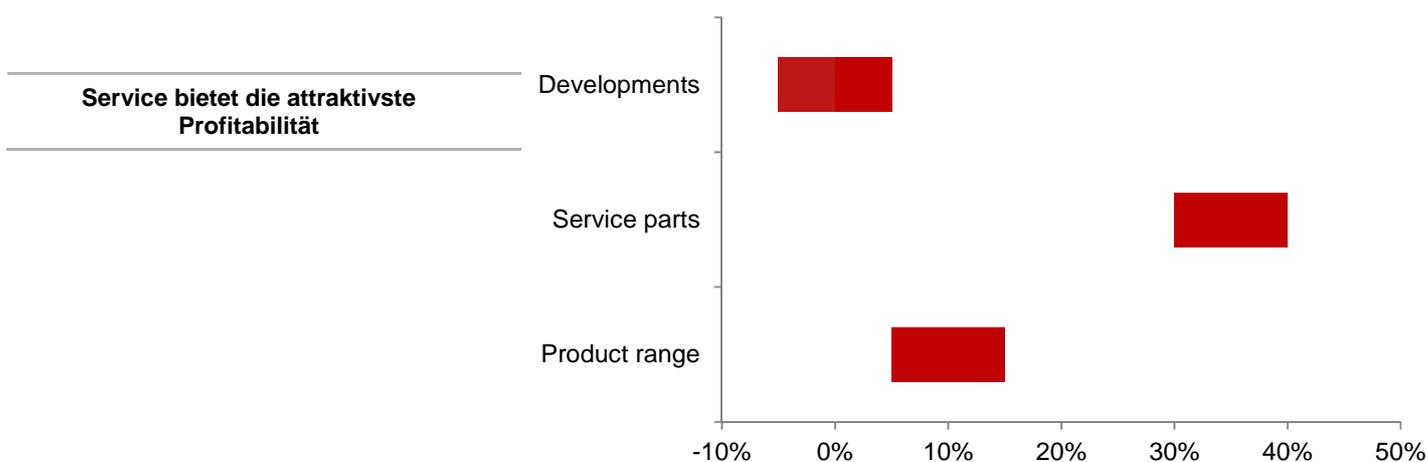


Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Nachhaltige operative Marge im mittleren zweitstelligen Bereich

Ein typisches Analysensystem hat ab Inbetriebnahme eine Lebensdauer von bis zu 25 Jahren, während der Analysensysteme drei- bis viermal ersetzt werden könnten (eine Systemlebensdauer von rund vier bis fünf Jahren). Vor der tatsächlichen Einführung des Systems liegt eine drei- bis vierjährige Entwicklungsphase. Zunächst legen die Partner die Spezifikationen des Projekts fest. Nachdem STRATEC die ersten Studien (technische Realisierbarkeit, Marktpotenzial, Patente, etc.) durchgeführt hat, wird ein Vertrag abgeschlossen, der den Zeitrahmen und die finanziellen Bedingungen präzisiert. Der Entwicklungsprozess umfasst die Entwicklung von Prototypen, die Lieferung von Validierungseinheiten, die Dokumentation und den regulatorischen Zulassungsprozess. Während der Entwicklungsphase erhält STRATEC zwar Meilensteinzahlungen, diese decken die tatsächlichen Kosten im Allgemeinen jedoch nicht vollständig ab. STRATEC liefert keine Profitabilitätsdaten pro Segment. Wir schätzen, dass die Ersatzteile/Verbrauchsmaterialien die bei weitem höchste Profitabilität bieten:

Geschätzte EBIT-Marge pro Segment



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Perspektivisch sollte sich für STRATEC u.E. weiteres Margenpotenzial ergeben und zwar durch:

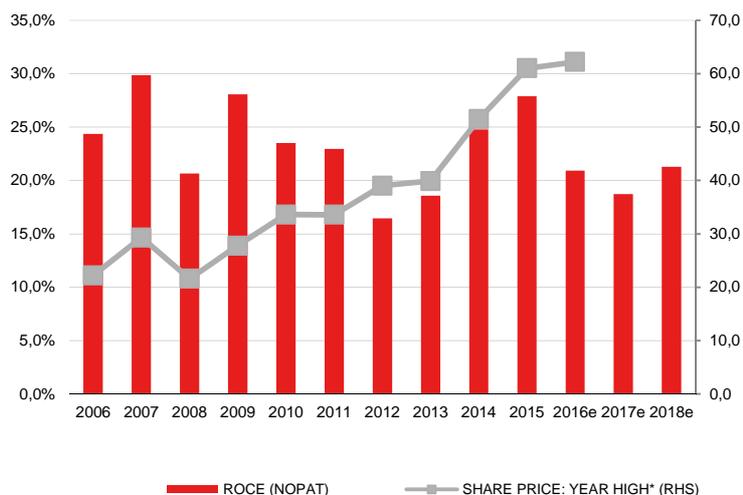
- Wachsenden Anteil von Ersatzteilen auf einer reifer und größer werdenden installierten Basis
- Effizientere Entwicklungsprozesse aufgrund wachsender Erfahrung und IP-Pool
- Skaleneffekte bei Gemeinkosten
- Synergien durch die Akquisition von Diatron, die in den Bereichen Verwaltung, IT, Einkauf sowie gemeinsame Entwicklung und gemeinsame Produktplattformen erwartet werden.

Unseres Erachtens ist es jedoch unwahrscheinlich, dass STRATEC strukturell Margen über seiner historischen Grenze generiert.

Renditen

Bei der Generierung von Überrenditen hat STRATEC einen starken Track Record aufgebaut. Die folgende Grafik deutet zwar auf eine gewisse Zyklizität bei den Renditen, es konnten jedoch selbst im Rezessionsjahr 2012 (16,5%) Renditen auf das eingesetzte Kapital erwirtschaftet werden, die deutlich über den Kapitalkosten liegen (auf ca. 7% geschätzt).

Die Akquisition von Diatron dürfte die Renditen in naher Zukunft jedoch verwässern. Wir sind der Ansicht, dass der erste Beleg für Synergien, die die Rendite auf ein höheres Niveau steigern, einen Kurstreiber darstellt.

ROCE und Jahreshöchstwerte beim Aktienkurs


Renditen sind etwas volatil, bleiben im Zyklus jedoch attraktiv

Quelle: Warburg Research; *2016 bis 2.5.

Fazit

STRATEC hat ein Asset-light Geschäftsmodell, bei dem lediglich die Montage durchgeführt wird, mit niedrigen Investitionsanforderungen, einer starken Cashflow-Generierung und geringer werdenden Netto Working Capital Anforderungen. Große Entwicklungsprojekte wirken sich erheblich auf die F&E-Aufwendungen, operativen Margen und Renditen aus. Die Akquisition von Diatron sollte die Renditen bis zur Hebung deutlicher Synergien etwas verwässern. Nichtsdestotrotz sind die Kapitalrenditen attraktiv und nachhaltig höher als die Kapitalkosten, selbst in Rezessionsjahren wie zuletzt 2012, als der ROCE mit 16,5% ansprechend blieb.

Wachstum

- Langfristiges Marktwachstum durch strukturelle Trends
- Starker historischer Track Record
- Marktkonsolidierung und Outsourcing sollten sich fortsetzen
- Warburg schätzt anhaltendes zweistelliges Wachstum (CAGR 15-18): Umsatz +14%, EBIT +15%, FCF +18%

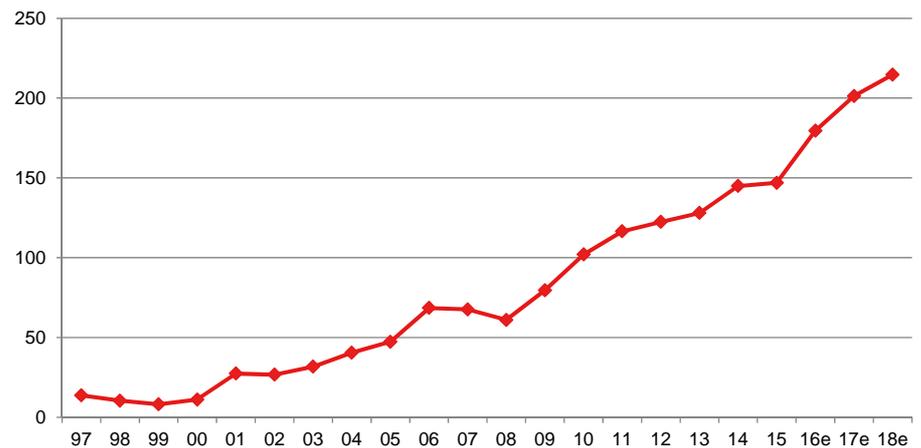
Historisches Wachstum

STRATEC ist eine Wachstumsstory. Der starke Track Record des Unternehmens ist ein klarer Beleg dafür. Nachfolgend haben wir die durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstumsraten (CAGR) des Unternehmens für ausgewählte Zeiträume rückwirkend vom laufenden Geschäftsjahr aufgezeigt:

Starke Historie mit zweistelligem Umsatzwachstum

- +14% über die letzten 18 Jahre;
- +19% über die letzten 15 Jahre;
- +12% über die letzten 10 Jahre;
- +8% über die letzten 5 Jahre;

STRATEC: Langfristiger Track Record Umsatz (EUR Mio.)



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

In der jüngsten Geschichte gab es nur eine Phase mit rückläufigem Umsatz und eine Phase mit niedrigerem Wachstum:

- In den beiden Jahren 2007 (-1,3%) und 2008 (-9,7%) ging der Umsatz jeweils zurück. Grund hierfür war eine signifikante Konsolidierung auf Kundenseite des Unternehmens. 2006 erwarb Siemens mit der Diagnostics Products Corp. (im April 2006 bekannt gegeben) und der Bayer Diagnostics Corp. (im Juni 2006 bekannt gegeben) zwei der größten Kunden von STRATEC. Während der daran anschließenden Integrationsphase verlor Siemens erhebliche Marktanteile, was auch für STRATEC spürbar wurde, dessen Aufträge für diesen speziellen Kunden in diesem Zeitraum um ca. -50% zurückgingen.
- 2015 berichtete das Unternehmen ein verhaltenes Wachstum von +1,4% und am 16. März 2016 reduzierte STRATEC die mittelfristige Umsatzprognose (2014-2017) von einer CAGR von 8%-12% auf eine CAGR von 6%. Hauptgrund für die niedrige Wachstumsrate war das schleppende Geschäft mit einem speziellen Kunden in China, der unserer Ansicht nach Siemens gewesen sein dürfte. Die Wachstumsverlangsamung zeigte sich bereits in H2 2015 mit einer einfacheren jährlichen Vergleichsbasis aber einem weiterhin verhaltenen Wachstum. Während

**Diatron kompensiert niedrigeres
organisches Wachstum**

die Aufträge mehrerer Kunden an der unteren Grenze der Prognose lagen, blieb dieser spezielle Partner hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück. Scheinbar hat das Unternehmen auch Aufträge für Q1 und Q2 2016 gekürzt, was STRATEC zur Reduzierung der mittelfristigen Prognose veranlasste.

Trotz dieser jüngsten Wachstumsdelle prognostizieren wir aufgrund des organischen Wachstums im mittleren einstelligen Bereich und der Akquisition von Diatron für die nächsten drei Jahre (2015-2018) ein Umsatz-CAGR von 14%. STRATEC scheint sich in Verhandlungen für weitere Add-on-Akquisitionen zu befinden und will die mittelfristige Guidance mit Vorlage der Ergebnisse für das erste Halbjahr 2016 im Juli 2016 aktualisieren.

Wachstumstreiber

**STRATEC hat Markt deutlich
überflügelt**

Der Markt für In-vitro Diagnostiktests profitiert von starken strukturellen Treibern, die laut Unternehmen in den letzten 11 Jahren zu einem durchschnittlichen Marktwachstum von ca. 8% geführt haben. Im gleichen Zeitraum wuchs STRATEC jährlich um rund 12% und hat den Markt damit aufgrund von Marktanteilsgewinnen und einem steigenden Anteil ausgelagerter Geräteentwicklungen deutlich überflügelt.

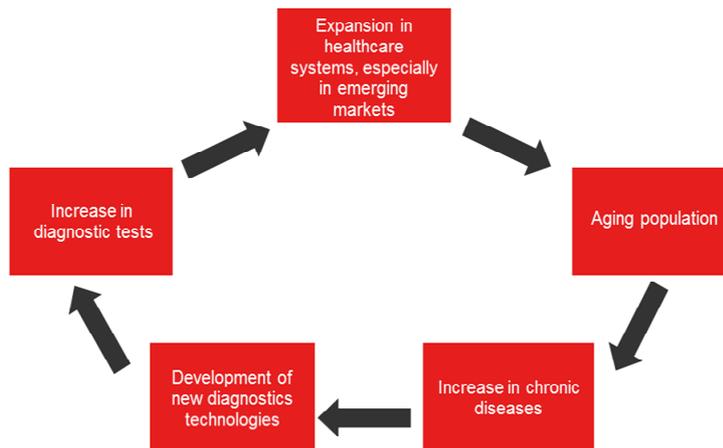
Die folgenden strukturellen Faktoren sollten als nachhaltige Treiber für das zukünftige Wachstum des IVD-Marktes wirken:

- **Demographie:** Die Mutter aller Treiber: Die Diagnostikbranche profitiert von einer wachsenden Weltbevölkerung und einer zunehmend älteren Bevölkerung mit steigenden Diagnostikanforderungen.
- **Chronische Krankheiten:** Laut Schätzungen der WHO werden die durch nicht-übertragbare Krankheiten (noncommunicable diseases, NCD) verursachten Todesfälle von 38 Mio. in 2012 auf 52 Mio. bis 2030 zunehmen (Quelle: WHO: „Global status report on NCD 2014“). Bei den vier größten NCDs, die für 82% des NCD-Todesfälle verantwortlich sind, handelt es sich um Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Krebs, chronische Atemwegserkrankungen und Diabetes. Die steigende Prävalenz dieser Krankheiten fördert die Nachfrage nach Diagnostik.
- **Neue Technologien:** Die Diagnostikbranche entwickelt ständig neue und verbesserte Test für eine stetig wachsende Zahl von Anwendungen auf Basis neuer medizinischer Entdeckungen und neuer Diagnostikmöglichkeiten. Personalisierte Behandlung durch molekulare Diagnostik, mit der die DNA und RNA von Patienten analysiert wird, sind ein starker Treiber für die Branche geworden.
- **Gesundheitssysteme:** Die weltweiten Ausgaben für Gesundheitssysteme nehmen zu. Laut WHO stiegen die Gesundheitsausgaben als Prozentsatz des weltweiten BIP insgesamt von 7,4% in 1995 auf 8,7% in 2013. Besonders stark ist dieser Anstieg in Entwicklungs- und Schwellenländern. Aber auch in den Industrieländern steigen die Gesundheitsausgaben weiter an. So hat sich z.B. die Zahl der Versicherten in den USA durch den Affordable Care Act „Obamacare“ bis Ende 2015 um ca. 18 Mio. Menschen erhöht.
- **Infrastruktur:** Durch den weltweiten Infrastrukturausbau hat sich der Zugang zu medizinischer Versorgung verbessert.
- **Regulierung:** Die zunehmende Regulierung der Diagnostikbranche ist ein weiterer starker Wachstumstreiber für STRATEC. Oftmals werden manuelle Testverfahren durch halb- oder sogar vollautomatische Methoden zugunsten von STRATEC ersetzt. Automatische Tests haben eine geringere Fehlerquote und damit ein höheres Maß an Sicherheit.

Starke strukturelle Treiber...

Strukturelle Wachstumstreiber des In-vitro Diagnostikmarktes

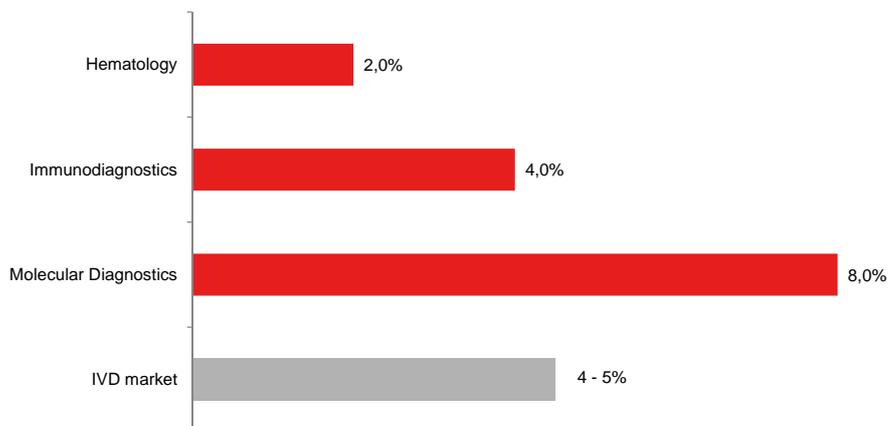
... schaffen Vertrauen in künftiges Wachstum



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Angesichts der zugrundeliegenden Wachstumstreiber sind wir zuversichtlich, dass sich das Wachstum des IVD-Marktes fortsetzt. Verschiedenen Studien zufolge (Allied Market Research, Kalorma), soll der IVD-Markt bis 2018 im Schnitt um 4-5% p.a. wachsen. Dies vergleicht sich mit einem erwarteten 6%-Wachstum auf dem für STRATEC relevanten Markt (nach Unternehmensangaben).

STRATEC ist in Marktsegmenten tätig, die höhere Wachstumsraten bieten. Wir schätzen, dass das Unternehmen rund 25% vom Geräteumsatz im Bereich der molekularen Diagnostik (vs. 10% Markt) generiert, wodurch STRATEC ceteris paribus rund 60 BP schneller als der Markt wachsen kann.

IVD-Marktsegmente: Wachstum 2013 – 2018e (CAGR)


Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Ausblick
Top-Line-Wachstum
Zweistelliges Top-Line-Wachstum

Für den Zeitraum 2015 bis 2018 prognostizieren wir für STRATEC ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 13,7%. Diese Schätzung stützt sich auf:

- 5,4% CAGR-Umsatzwachstum des etablierten Geschäfts von STRATEC ohne Diatron. Basis hierfür sind:
 - Gesundes Marktwachstum von ca. 4-5% wie zuvor ausgeführt.
 - Anteil der ausgelagerten Geräteentwicklungen sollte im Vergleich zu

eigenentwickelten Projekten zugunsten von STRATEC wachsen. Historisch hat dieser Trend rund 50% zur Wachstumsrate des Unternehmens beigetragen.

- Die Tatsache, dass STRATEC neun laufende, größere Entwicklungsprojekte hat, von denen acht mit den 15 größten Playern im Diagnostikmarkt realisiert werden und eines ein Plattformprojekt ist. Diese wichtigen Entwicklungsprojekte umfassen ein vollautomatisches molekulares Diagnostikanalysengerät in Zusammenarbeit mit bioMérieux (Einführung 2017e), ein Projekt mit Abbott (2017e), ein Projekt im Bereich klinische Diagnostik und ein Austauschprodukt des Topsellers Liason von DiaSorin (2018e).
- Diatron steigert die Top Line um EUR 34 Mio. (+23%) und wächst bis 2018 mit einer CAGR von 8%. Das Unternehmen bringt ein ergänzendes Produktportfolio mit einem höheren Anteil an Verbrauchsmaterialien und, laut STRATEC, einem starken Wachstumsprofil durch einen schnelleren Outsourcing-Trend in einem stärker fragmentierten Hämatologiemarkt ein.

STRATEC: Umsatzprognosen

	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Divisional Net Sales (EUR m)								
STRATEC	117	123	128	145	147	152	162	172
- Product range	73	84	91	96	94	98	104	111
- Service parts	27	25	27	34	36	37	40	43
- Development and services	16	14	10	15	17	17	18	18
Diatron	0	0	0	0	0	28	40	43
Total	117	123	128	145	147	180	201	215
Divisional Sales Shares								
STRATEC	100%	100%	100%	100%	100%	85%	80%	80%
- Product range	63%	68%	71%	66%	64%	54%	52%	52%
- Service parts	23%	20%	21%	23%	24%	21%	20%	20%
- Development and services	13%	11%	8%	10%	12%	10%	9%	9%
Diatron	0%	0%	0%	0%	0%	15%	20%	20%
Total	100%							
Divisional Sales Growth								
STRATEC	14%	5%	4%	13%	1%	3%	6%	6%
- Product range	8%	14%	8%	6%	-2%	4%	7%	7%
- Service parts	46%	-8%	9%	24%	5%	4%	7%	7%
- Development and services	5%	-11%	-29%	50%	14%	2%	3%	3%
Diatron	na	na	na	na	na	na	44%	8%
Total	14%	5%	4%	13%	1%	22%	12%	7%

Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Gewinne und Cashflows

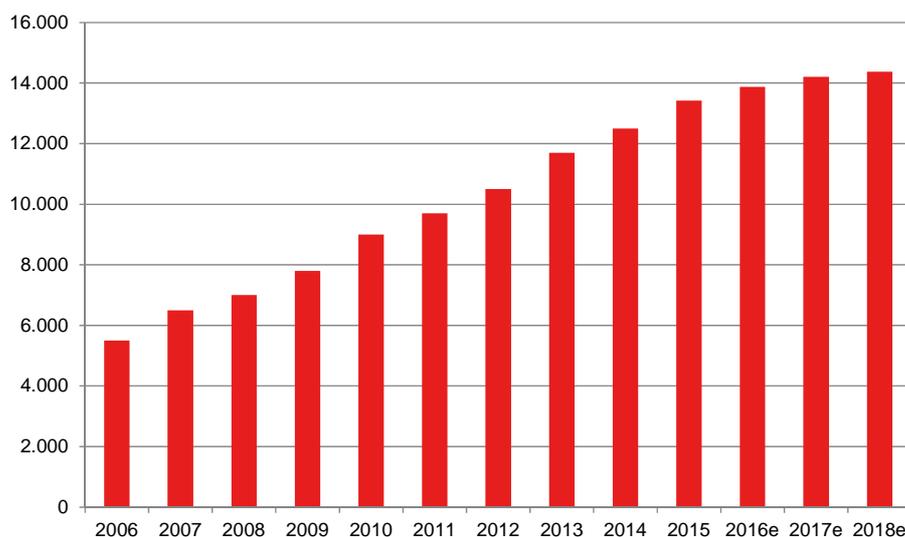
Wir prognostizieren, dass das bereinigte Nettoergebnis von STRATEC im Zeitraum 2015 bis 2018 im Schnitt um 16% bei einem durchschnittlichen Top-Line-Wachstum von ca. 14% wachsen wird. Dieses überproportionale Bottom-Line-Wachstum lässt sich durch einen operativen Leverage auf allgemeine Verwaltungskosten und F&E (einschließlich Synergien) erklären, ist aber im Wesentlichen auf einen steigenden Umsatzanteil des margenstärkeren Ersatzteilgeschäfts zurückzuführen. Gestützt wird diese Entwicklung durch:

- Komplexere Analysensysteme, für die ein höherer Grad an Automatisierung und beweglichen Teilen erforderlich ist, die regelmäßig ersetzt werden müssen. So hat STRATEC z.B. ein stapelbares Küvetten-System entwickelt, mit dem die Befüllung von Küvetten im Analysegerät deutlich erleichtert wird und das die Nachfrage nach Verbrauchsmaterialien steigert.

Höhere Anteil Verbrauchsmaterialien führt zu Margenexpansionen

- STRATEC konnte den Share-of-Wallet in Verträgen mit seinen Partnern erhöhen. Nach der Entwicklung bestimmter Serviceteile und Verbrauchsmaterialien hat das Unternehmen Know-how und Werkzeuge oft an seine Partner zurückgegeben. Bei der Mehrzahl der neuen Geräte ist STRATEC heute weiterhin für die Herstellung der Serviceteile und Verbrauchsmaterialien verantwortlich.
- Zweistelliges Top-Line-Wachstum über die letzten Jahrzehnte führte bei STRATEC zu einem deutlichen Anstieg der installierten Basis der Maschinen. In den letzten neun Jahren ist die installierte Basis der Analysensysteme um durchschnittlich 10% p.a. angestiegen:

Wachsende installierte Basis unterstützt Dienstleistungsgeschäft*



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research; *exkl. Diatron

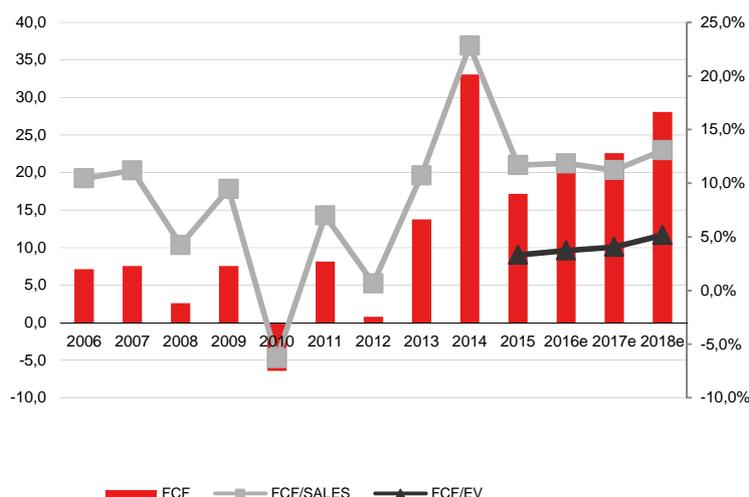
2015 stieg der Umsatzanteil bei Ersatzteilen 90 BP yoy auf 24,3%, woraus sich ein Anstieg der zugrundeliegenden EBIT-Marge von 130 BP (18,3%) ergab. Nach dieser deutlichen Steigerung im Geschäftsjahr 2015 rechnen wir für das laufende Jahr mit einer geringeren Margensteigerung.

Die operative Marge von Diatron entspricht der Marge von STRATEC, allerdings hat das Unternehmen einen höheren Anteil (28%) von Verbrauchsmaterialien und Ersatzteilen. Mittelfristig erwarten wir, dass sich die Marge von Diatron durch Synergien um bis zu 900 BP erhöht. Diese Synergien ergeben sich aus einer Reduzierung der Gemeinkosten, aber auch aus gemeinsamen Entwicklungsprozessen, bei denen der Konzern von gemeinsamen Standardkomponenten und Testentwicklungen profitieren kann.

STRATEC verfügt über starke zahlungsmittelgenerierende Fähigkeiten. Als ein lediglich auf die Montage fokussiertes Geschäft sind die Investitionsanforderungen und die Kapitalintensität des Geschäfts recht begrenzt. Das Working Capital wurde in den letzten Jahren optimiert, sodass sich der Free Cashflow nachhaltig auf ein Niveau von 5% vom Umsatz gegenüber unter 5% vom Umsatz vor 2013 erhöht hat. Durch Kapazitätsausweitungen in der Zentrale in Birkenfeld und dem zweitwichtigsten Produktionsstandort in Beringen, Schweiz, war der FCF 2010 negativ. 2014 wurde der FCF durch eine Änderung der Bilanzierung im Jahr 2013 bei den latenten Steuerforderungen um ca. EUR 3,9 Mio. in die Höhe getrieben. Bereinigt um diesen Einmaleffekt blieb der operative Cashflow 2015 gegenüber 2014 unverändert. Abhängig vom Zeitpunkt der Meilensteinzahlungen für Entwicklungsprojekte können die Cashflows insgesamt noch etwas volatil sein, aber vor dem Hintergrund der zunehmenden Größe haben einzelne Projekte eine immer geringer werdende Auswirkung. 2015 wendete das Unternehmen weitere EUR 5,4 Mio. für die Erweiterung seiner Kapazitäten in der Schweiz und Rumänien auf und sieht in den nächsten drei bis vier Jahren keine größeren Kapazitätserweiterungen vor. Der unten gezeigte FCF ist vor den Akquisitionszahlungen.

FCF hat neues Niveau erreicht

Steigende Cashflows



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Attraktive Dividendenzahlung

Das Unternehmen nutzt die Zahlungsmittel für die anorganische Expansion und zahlt eine attraktive Dividende. STRATECs Dividendenpolitik beruht auf der Ausschüttung von 40% bis 60% des Konzernnettoergebnisses. In den letzten 10 Jahren lag die Ausschüttungsquote bei durchschnittlich 42% vom Nettoergebnis.

STRATEC: EBIT-Prognose

	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EBIT Composition (EUR m)*								
STRATEC	21,8	15,6	19,5	24,1	26,9	27,9	30,1	32,5
- Product range	11,0	8,4	10,9	11,5	12,0	12,7	13,8	15,1
- Service parts	10,5	6,9	8,4	12,2	14,2	14,8	15,9	17,0
- Development and services	0,3	0,3	0,2	0,3	0,7	0,3	0,4	0,4
Diatron	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	7,1	7,9
Synergies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0	3,2
Non-cash amortisations	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	-2,5	-2,5
Integration costs	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	0,0
Total	21,8	15,6	19,5	24,1	26,9	30,3	35,2	41,1
Divisional EBIT Margin								
STRATEC	18,7%	12,7%	15,2%	16,6%	18,3%	18,3%	18,6%	18,9%
- Product range	15,0%	10,0%	12,0%	12,0%	12,7%	13,0%	13,3%	13,6%
- Service parts	38,4%	27,6%	30,8%	36,1%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
- Development and services	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Diatron	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	17,5%	18,0%	18,5%
Synergies	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,0%	1,5%
Non-cash amortisations	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,0%	-1,2%	-1,2%
Integration costs	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	-0,7%	0,0%
Total	18,7%	12,7%	15,2%	16,6%	18,3%	16,9%	17,5%	19,1%

*divisional profitability estimated

* Profitabilität der Segmente geschätzt; Quelle: Warburg Research

Diatron

- Strategisch gute Ergänzung
- Finanziell vorteilhafter Deal: Akquisitionspreis < 2x Umsatz vs. STRATECs 3,1x Multiplikator (beide auf Multiplikatoren 2015)
- Ergebnissteigernd, aber kurzfristig renditenverwässernd
- Bis 2018 jährliche Synergien von EUR 3 Mio. erwartet
- Mittelfristige Synergien bieten Renditensteigerungspotenzial

Das Geschäft

Ähnliches Geschäftsmodell...

Diatron ist ein weltweit tätiger OEM-Entwickler und Hersteller von Analysensystemen und damit verbundenen Verbrauchsmaterialien (Reagenzien und Kontrollen) im Bereich der Hämatologie und klinischen Chemie für den Einsatz in der Human- und Veterinärmedizin. Das 1989 gegründete Unternehmen hat seinen Sitz in Budapest, Ungarn, und verfügt über eine Tochtergesellschaft in Florida, USA. Diatron hat 194 Mitarbeiter.

Das Unternehmen hat eine installierte Basis von mehr als 30.000 Analysegeräten in mehr als 100 Ländern weltweit. Angesichts der geringeren Größe und des niedrigeren Durchsatzes finden sich die Systeme von Diatron oft in Kliniken sowie kleinen und mittleren Krankenhäusern. Damit eignen sie sich insbesondere für Länder mit stark dezentral organisierten Gesundheitssystemen, wie dies oft in Schwellen- und Entwicklungsländern der Fall ist.

Die Produkte

Die Produktpalette von Diatron umfasst Hämatologieanalysensysteme, Hämatologiereagenzien für eigene und fremde Analysegeräte, klinische chemische Reagenzien und klinische chemische Kontrollen.

...ergänzende Produkte

Die Analysensysteme von Diatron zeichnen sich durch einen relativ niedrigen Systemdurchsatz von durchschnittlich ca. 50 Tests pro Stunde aus (von Abacus Junior mit 30 Tests/h bis Abacus 380 mit 80 Tests/h). Das Unternehmen bietet Benchtop- und freistehende Geräte an.

Produktpalette von Diatron

Hematology analyzers	Consumables	Clinical chemistry analyzers	Spare parts and others
			
<ul style="list-style-type: none"> - For use in small and medium-sized labs - Throughput ~50 test / hour 	<ul style="list-style-type: none"> - Hematology and clinical chemistry reagents 	<ul style="list-style-type: none"> - For use in small medium and large labs - Benchtop and free-standing devices 	<ul style="list-style-type: none"> - Spare parts for hematology and clinical chemistry analyzers - High availability of spare parts

Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Hämatologie-Analysensysteme, Diatrons Kernkompetenz, sind computergestützte, hochspezialisierte Geräte, die zur Diagnoseunterstützung von Blutkrankheiten die Anzahl der unterschiedlichen Arten von roten und weißen Blutkörperchen, Blutplättchen, Hämoglobin- und Hämatokritwerte in einer Blutprobe zählen. Nach Angaben von Diatron

ist der Abacus 5 das am weitesten fortgeschrittene Modell in der Produktpalette von Hämatologieanalytensystemen, die patentierte lasergestützte optische Messtechnik einsetzen. Sie liefern kostengünstige, präzise und akkurate 5-teilige Differenzialergebnisse, die sich auf die fünf unterschiedlichen Arten von weißen Blutkörperchen beziehen, die in einem vollständigen Blutbild angezeigt werden.

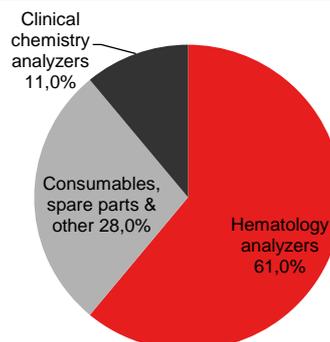
Darüber hinaus vertreibt Diatron **Verbrauchsmaterialien** wie z.B. Hämatologiereagenzien, die speziell für den Einsatz mit Abacus-Analysensystemen und mit Systemen anderer Hersteller einschließlich der Unternehmen Beckman Coulter, Abbott und Sysmex entworfen wurden.

Klinische Chemie ist ein recht neuer Geschäftsbereich von Diatron, da der Markteintritt im Jahr 2009 durch die Akquisition von Merolab erfolgte. **Klinische Chemie-Analysegeräte** sind auf einem Labortisch oder dem Boden stehende Systeme, die zur Bestimmung der Konzentration von Analyten (z.B. Cholesterol, Elektrolyte, Glucose, Kalzium) und zur Untersuchung bestimmter therapeutischer Medikamente verwendet werden.

Im Segment **Ersatzteile und Sonstiges** produziert und vermarktet Diatron bestimmte Teile, einschließlich von Pipetten, Spritzen und Ventilen, die nach einem bestimmten Nutzungszeitraum in bestehenden Systemen ersetzt werden müssen.

2015 generierte Diatron einen Umsatz von EUR 34 Mio., wozu die Kernsegmente Hämatologieanalytensysteme 61%, Verbrauchsmaterialien, Ersatzteile und Sonstiges 28% und klinische Chemie-Analysegeräte 11% beitrugen. Laut Angaben von STRATEC befindet sich die EBIT-Marge von Diatron auf dem Niveau von STRATEC.

Diatron: Umsatz nach Segment



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Höherer Anteil an Verbrauchsmaterialien

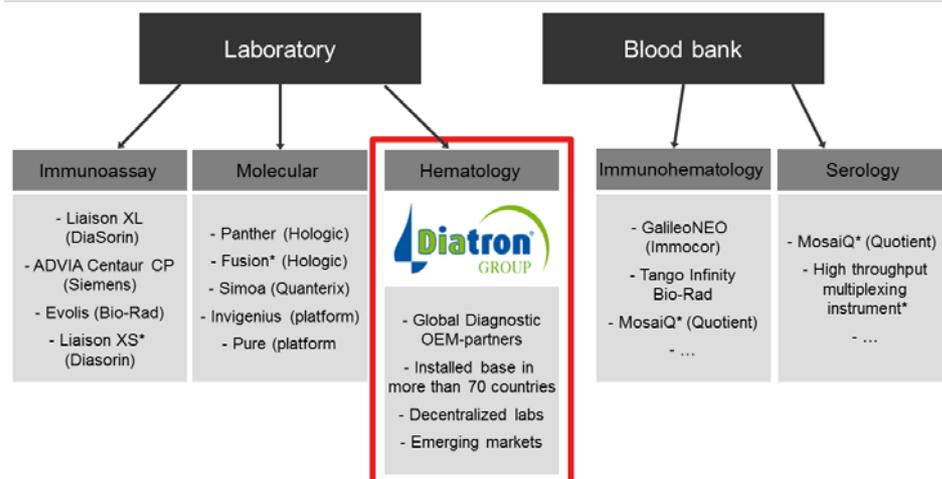
Ausgezeichnete strategische Ergänzung

Die strategische Ergänzung

STRATEC und Diatron verfolgen ein ähnliches Geschäftsmodell, sind aber in unterschiedlichen Segmenten innerhalb des IVD-Marktes tätig. Beide sind OEM-Anbieter von Analysensystemen mit einem auf Partnerschaften basierendem Marktzugang und einer Plattformentwicklungsmethode. Was die Anwendungen betrifft, so tritt STRATEC vor allem im Immunoassay- und Molekularanalysemarkt auf, während Diatron hauptsächlich im Hämatologieanalytensystemmarkt aktiv ist. Zudem ergänzt sich die Produktpalette in technischer Hinsicht und spricht andere Kundengruppen an (einschließlich Point-of-Care), da der Fokus von Diatron auf dem Niedrigdurchsatzbereich mit ~50 Tests pro Stunde liegt, während STRATEC den mittleren bis hohen Durchsatzbereich mit durchschnittlich ~150 Tests pro Stunde bedient.

Fazit: Unseres Erachtens ist die Akquisition strategisch sinnvoll. Durch die Akquisition von Diatron weitet STRATEC das Produktangebot auf eine ähnliche Kundenbasis aus, woraus sich Vertriebs- und Kostensynergien ergeben.

Passt strategisch gut: Diatron ergänzt die Produkte von STRATEC



Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research; *in Entwicklung

Der Deal

Am 23. März 2016 gab STRATEC die Akquisition von Diatron MI PLC und deren US-Tochtergesellschaft vom Private-Equity-Unternehmen Riverside Company mit Sitz in den USA bekannt, die Diatron 2005 erworben hatten. Am 1. April 2016 wurde der Deal offiziell abgeschlossen, d.h. Diatron wird ab Q2 2016 konsolidiert.

Die Finanzdaten

Die folgenden wenigen Finanzdetails wurden bekannt geben:

Finanziell vorteilhafter Deal

- Akquisitionspreis unter 2x Umsatz 2015
- Finanzierung in bar und mit einem kurzfristigen Überbrückungsdarlehen
- Umsatz 2015: EUR 34 Mio.
- EBIT-Marge auf dem Niveau von STRATEC.

Vor dem Hintergrund der starken strategischen Beweggründe bewerten wir die Akquisitionsbedingungen als sehr vorteilhaft. STRATEC hat für Diatron 2x Umsatz 2015 gezahlt, was sich mit einem zum Schlusskurs am Tag vor der Ankündigung (EUR 43,02) berechneten Handelsmultiplikator von 3,1x für STRATEC vergleicht (auf den Umsatz 2015). Dieser Akquisitionspreis dürfte besonders günstig sein, da er keinerlei Synergien beinhaltet, die sicherlich gehoben werden. Wir errechnen einen EV/EBIT-Multiplikator nach Synergien von 7x gegenüber den 17,1x für STRATEC vor der Bekanntgabe.

Akquisitionsdetails Diatron (geschätzt)

Preis: 7x EBIT nach Synergien

FY 2015, EURm	Diatron
Sales	34
EBIT	6
EBIT Margin	17,5%
EBIT post synergies	9
EBIT Margin post synergies	26,8%
Aquisition price	64
EV/Sales	1,9
EV/EBIT	10,8
EV/EBIT post synergies	7,0

Quelle: Warburg Research

Das Synergiepotenzial

Die Akquisition von Diatron bietet eindeutig Synergiepotenzial. Dieses sollte sich aus den Entwicklungs-, Fertigungs- und Vertriebsaktivitäten ergeben. Einige dieser Effizienzgewinne lassen sich in kürzerer Zeit umsetzen, während die volle positive Auswirkung durch gemeinsame Entwicklungen erst mit der nächsten Generation von Analysegeräten in drei bis fünf Jahren zu erwarten ist. Zu den ersten Schritten zählt die Bündelung vom Einkauf und das Cross-Selling von Produkten.

Eine erste Einschätzung der beiden Unternehmen zeigt die höhere Produktivität und Effizienz von STRATEC. Das Gros davon sollte sich u.E. durch Skaleneffekte ergeben.

Diatron: Effizienzpotenzial

	FY 2015, EURm	STRATEC	Diatron	Delta
Großes Effizienzpotenzial	Sales	147	34	332%
	EBIT	27	6	352%
	EBIT Margin	18,3%	17,5%	
	Personnel	555	194	
	Sales per FTE	0,265	0,175	51%
	Production sites	6	2	
	Sales per Site	24	17	44%

Quelle: Unternehmensangaben, Warburg Research

Wir prognostizieren Synergien von ca. EUR 3 Mio. p.a. über die nächsten drei Jahre. Grundlage dieser Schätzung ist:

Jährliche Synergien von EUR 3 Mio. erwartet ...

- eine Kostenreduzierung von 5% beim Materialaufwand durch gebündelte Einkaufsvereinbarungen und eine steigende Preismacht,
- eine Reduzierung der Gemeinkosten um 50% durch redundante Vertriebs- und Verwaltungsstrukturen.

Aus diesen Annahmen ergeben sich Synergien von 11% der gesamten Betriebskosten von Diatron und eine Margensteigerung von 180 BP für den Konzern (Ceteris Paribus). Unseres Erachtens ist dies ein angemessenes Ziel, das bis 2018 erreicht werden sollte:

Mittelfristige Synergien

FY 2015E, EURm	Diatron		Stratec		Group pre synergies		Group post synergies	
Sales	34,0		146,9		180,9		180,9	
Total Opex	28,1	82,5%	120,0	81,7%	148,1	81,9%	144,9	80,1%
COGS	21,3	62,5%	91,9	62,5%	113,1	62,5%	112,4	62,1%
- Material expenses	14,8	43,4%	63,8	43,4%	78,5	43,4%	77,8	43,0%
- Other COGS	6,5	19,1%	28,1	19,1%	34,6	19,1%	34,6	19,1%
Other Opex	6,8	20,0%	28,2	19,2%	35,0	19,3%	32,5	18,0%
- R&D	1,9	5,7%	8,3	5,7%	10,3	5,7%	10,3	5,7%
- SG&A	4,9	14,3%	19,8	13,5%	24,7	13,7%	22,3	12,3%
EBIT	6,0	17,5%	26,9	18,3%	32,8	18,1%	36,0	19,9%
Synergies (EUR m)								
Material	0,7	5,0% reduction of Diatron's costs						
R&D	0,0	0,0% reduction of Diatron's costs						
SG&A	2,4	50,0% reduction of Diatron's costs						
Total Synergies	3,2	11,3% of total opex Diatron						

Quelle: Warburg Research

Neben dem oben genannten Potenzial sollte sich durch Vertriebssynergien sowie durch gemeinsame F&E und die gemeinsame Nutzung von Standardkomponenten weiteres Potenzial ergeben. Letzteres lässt sich nur mit der nächsten Produktgeneration realisieren, deren Vorteile in vier bis fünf Jahren sichtbar werden sollten. Wir rechnen zudem mit Integrationskosten, die einmal den Synergien (EUR 3 Mio.) entsprechen sollten, ebenfalls bis 2018.

Unsere Prognosen: Ergebnissteigernd...

Basierend auf den veröffentlichten Details, unseren Schätzungen und mehreren Telefonkonferenzen mit dem Management von STRATEC sowie anderen Branchenexperten werden unsere Erwartungen hinsichtlich der Auswirkung auf die Finanzen von STRATEC in der nachfolgenden Tabelle dargestellt. Grundlage dafür sind die folgenden Annahmen:

- Kaufpreis von EUR 64 Mio.
- Finanziert mit einem Überbrückungsdarlehen von EUR 60 Mio. bei 2% Zinsen und Barmitteln.
- Diatron EBIT-Marge von 17,5%
- Immaterielle Vermögenswerte von EUR 49 Mio., 50% davon unterliegen einer Abschreibung über 10 Jahre (PPA: EUR 2,5 Mio. p.a.)

Unter diesen Annahmen und ohne Synergien und Integrationskosten steigert der Deal das Nettoergebnis um 4% und das zahlungswirksame Ergebnis um 15%:

Diatron: finanzielle Auswirkung auf die Abschlüsse von STRATEC				
FY 2015, EURm (annualised)	STRATEC	Diatron	Combined	Accretion vs. STRATEC
Deal verbessert das Ergebnis um 4%				
Sales	146,9	34,0	180,9	23%
Of total	81,2%	18,8%	100,0%	
EBIT	26,9	6,0	32,8	22%
Margin	18,3%	17,5%	18,1%	
Additonal PPA			2,5	
Additonal interest (2%)			1,2	
STRATEC financial result	0,3		0,3	
EBT	27,2		29,5	
Taxes (22% combined)	5,1		6,5	
Net Profit	22,1		23,0	4%
Margin	15,0%		12,7%	
Cash adjustment	0,0		2,5	
Cash Net profit	22,1		25,4	
Number of shares	11,8		11,8	
EPS cash	1,87		2,15	15%

Quelle: Warburg Research

Wie zuvor ausgeführt, rechnen wir ab 2018 mit Synergien von EUR 3 Mio. p.a. sowie einmaligen Integrationskosten von EUR 3 Mio. Unsere detaillierte Planung befindet sich auf Seite 25 im Abschnitt „Wachstum“.

... aber renditeverwässernd. Nichtsdestotrotz bleiben die Renditen hochattraktiv

Renditen bleiben attraktiv

Während die Akquisition von Diatron das Ergebnis verbessert, hat sie eine negative Auswirkung auf die Renditen. Diatron leistet positive Beiträge zum NOPAT, der um 21% (+33% inkl. erster Synergien) ausgeweitet wird. Gleichzeitig erhöht dies aber auch das eingesetzte Kapital um 78%. Aber selbst mit dieser Verwässerung bleibt der ROCE des Konzerns hochattraktiv und innerhalb der historischen Spanne von 16,5% bis 29,8%. Unsere Analyse deutet an, dass die Renditen vertretbar und äußerst nachhaltig sind, zu Gunsten der Investoren. Langfristige Synergien durch gemeinsame Entwicklungsprojekte bieten weiteres Aufwärtspotenzial zum ROCE.

Diatron: negative Auswirkung auf Renditen

2015	STRATEC	Diatron	Group	Group full synergies
Sales	147	34	181	181
EBIT	27	6	33	36
EBIT margin	18,3%	17,5%	18,1%	19,9%
Tax rate	18,7%	22,0%	19,3%	19,3%
NOPAT	22	5	26	29
Capital employed	82	64	146	146
ROCE	26,6%	7,3%	18,1%	19,9%

Quelle: Warburg Research

Bewertung

- Fundamentale Bewertung stützt Investment Case
- Unser DCF-Modell deutet auf einen fairen Wert von EUR 62
- Free Cashflow Value Potential deutet an, dass der Markt bereit ist, den FCF 2017 mit ca. 5% abzuzinsen
- Relative und historische Bewertungsanalyse unterstreicht den Investment Case

Bewertung stützt Investment Case

Fundamentale Bewertung

Für die fundamentale Bewertung wenden wir unser Free Cashflow Value Potential sowie das DCF-Modell an.

Free Cash Flow Value Potential

Mithilfe der in der nachfolgenden Tabelle gezeigten Annahmen ermitteln wir auf Basis des Geschäftsjahres 2018 einen fairen Wert je STRATEC Aktie von EUR 47. Unseres Erachtens ist das Modell ein guter Back-Test für den Abzinsungsfaktor, den der Markt für STRATEC anwendet. Die Sensitivitätsanalyse zeigt, dass der Markt bereit ist, die nachhaltigen Cashflows von STRATEC mit ca. 5,5% auf Basis 2017 abzuzinsen, gegenüber den 7,1%, die wir als WACC für das Unternehmen verwenden. Angesichts der starken Wettbewerbsposition von STRATEC sollte u.E. eine niedrigere Hurdle Rate zur Abzinsung von STRATECs Cashflows gerechtfertigt sein.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12	15	20	22	23	27	32	
+ Abschreibung + Amortisation	6	7	8	6	9	11	12	
- Zinsergebnis (netto)	0	0	0	0	0	-1	0	
- Erhaltungsinvestitionen	9	10	7	7	8	8	9	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	10	12	21	21	26	31	36	
Free Cash Flow Yield Potential	2,7 %	3,2 %	5,2 %	4,0 %	4,3 %	5,4 %	6,6 %	
WACC	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	
= Enterprise Value (EV)	380	380	409	527	596	573	545	
= Fair Enterprise Value	143	172	302	298	365	441	510	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-48	-48	-48	-48	3	-9	-25	
- Pensionsverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0	
- Sonstige	0	0	0	0	0	-11	-23	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	192	220	350	346	362	461	557	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	12	12	12	12	12	12	12	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	16,22	18,63	29,64	29,33	30,63	39,00	47,15	
Premium (-) / Discount (+) in %					-38,8 %	-22,0 %	-5,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,05 %	12,59	14,29	22,01	21,79	21,40	27,84	34,27
	9,05 %	13,54	15,42	23,99	23,75	23,80	30,74	37,61
	8,05 %	14,71	16,83	26,46	26,20	26,79	34,36	41,79
WACC	7,05 %	16,22	18,63	29,64	29,33	30,63	39,00	47,15
	6,05 %	18,23	21,04	33,87	33,51	35,75	45,19	54,29
	5,05 %	21,03	24,40	39,77	39,34	42,89	53,82	64,25
	4,05 %	25,21	29,42	48,58	48,05	53,55	66,71	79,14

- Die Sensitivitätsanalyse suggeriert, dass der Markt einen Abschlag von 5% auf die 2017er Schätzungen anwendet
- Unter "Sonstige" rechnen wir kumulierte zukünftige Dividendenzahlungen hinzu

DCF-Bewertung

Unsere Annahmen für das DCF-Modell lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Wachstumsrate ab 2020 von 4-5% p.a. gegenüber einem Umsatz-CAGR von 19% über die letzten 15 Jahre. Der Terminal Value liegt bei 61% vom gesamten Barwert.
- Es wird ein Beta von 1,1 im Vergleich zu einem empirischen Beta (bereinigtes Bloomberg Beta) vs. dem TECDEX von 0,79 angewendet.

Unser DCF-Modell zeigt einen fairen Wert von EUR 62 pro Aktie an.

DCF Model														
Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	180	201	215	228	239	249	261	273	285	298	312	327	343	
Umsatzwachstum	22,2 %	12,1 %	6,7 %	6,3 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %	2,0 %
EBIT	30	35	41	44	46	48	50	53	55	58	63	66	70	
EBIT-Marge	16,9 %	17,5 %	19,1 %	19,2 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,4 %	19,4 %	19,5 %	20,3 %	20,3 %	20,3 %	
Steuerquote (EBT)	22,0 %	21,5 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	
NOPAT	24	28	32	35	36	38	40	42	44	46	50	52	55	
Abschreibungen	9	11	12	12	13	14	14	15	16	17	16	17	19	
Abschreibungsquote	5,3 %	5,7 %	5,6 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,9 %	5,2 %	5,3 %	5,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	6	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	
- Investitionen	13	13	13	13	14	14	15	16	16	17	18	19	20	
Investitionsquote	7,0 %	6,5 %	6,0 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	15	21	28	31	33	35	36	39	41	43	45	48	51	54
Barwert FCF	14	18	24	24	24	24	23	23	23	22	22	22	21	450
Anteil der Barwerte	7,64 %			31,10 %										61,26 %

Modell-Parameter			
Herleitung WACC:	Herleitung Beta:		
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	7,05 %	Beta	1,10

Wertermittlung (Mio.)			
Barwerte bis 2028e	285		
Terminal Value	450		
Zinstr. Verbindlichkeiten	68		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	65	Aktienzahl (Mio.)	11,8
Eigenkapitalwert	732	Wert je Aktie (EUR)	61,97

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,31	8,0 %	47,57	48,53	49,57	50,70	51,92	53,25	54,71	1,31	8,0 %	46,48	47,89	49,29	50,70	52,10	53,51	54,92
1,21	7,5 %	51,92	53,11	54,40	55,81	57,36	59,06	60,93	1,21	7,5 %	51,20	52,74	54,28	55,81	57,35	58,89	60,43
1,15	7,3 %	54,37	55,70	57,15	58,74	60,49	62,42	64,57	1,15	7,3 %	53,90	55,51	57,13	58,74	60,36	61,98	63,59
1,10	7,0 %	57,04	58,53	60,17	61,97	63,96	66,17	68,63	1,10	7,0 %	56,87	58,57	60,27	61,97	63,67	65,37	67,07
1,05	6,8 %	59,95	61,64	63,49	65,54	67,81	70,35	73,20	1,05	6,8 %	60,16	61,96	63,75	65,54	67,33	69,13	70,92
0,99	6,5 %	63,15	65,06	67,17	69,51	72,12	75,06	78,38	0,99	6,5 %	63,82	65,72	67,61	69,51	71,41	73,30	75,20
0,89	6,0 %	70,58	73,06	75,83	78,95	82,47	86,49	91,12	0,89	6,0 %	72,52	74,67	76,81	78,95	81,09	83,23	85,37

- Wir nehmen eine Finanzierung der Diatron-Akquisition mit einer Zwischenfinanzierung von EUR 60 Mio. an
- Nicht zahlungswirksame Abschreibung von EUR 2,5 Mio. p.a. läuft 2026 aus

Relative Bewertung

Peer-Group-Vergleich

Attraktive Bewertung wird durch einen Blick auf die Peers gestützt...

STRATEC lässt sich nicht direkt mit einem anderen börsennotierten Unternehmen vergleichen. Tecan, der engste Peer des Unternehmens, verfügt ebenfalls über ein direktes Endkundengeschäft, das sogar noch größer ist als sein mit STRATEC vergleichbares OEM-Geschäft. Es macht daher keinen Sinn, einen fairen Wert für die Aktie aus der Peer Group abzuleiten. Wir präsentieren jedoch eine Vergleichstabelle mit Unternehmen, die entweder Kunden von STRATEC oder Teil-Wettbewerber sind oder die in den Life Science-, Diagnostik- oder Pharmaziemärkten tätig sind. Insgesamt dürfte STRATEC im Vergleich zu allen drei Unternehmenskategorien attraktiv bewertet sein. Eine kurze Beschreibung der Unternehmen in der Peer Group findet sich im Abschnitt „Unternehmen & Produkte“. Für STRATEC verwenden wir ein „zahlungswirksames“ EPS und EBIT, bereinigt um einmalige Integrationskosten sowie nicht zahlungswirksame Abschreibungen, beides in Bezug auf die Diatron Akquisition.

Peer Group – Key Figures*

Company	LC	MC in LCm	EV in LCm	Sales			EBIT			EBIT margin		
				16e	17e	18e	16e	17e	18e	16e	17e	18e
Agilent Technologies, Inc.	USD	13,425.5	13,403.7	4,131.7	4,341.0	4,579.0	830.2	945.0	1,002.0	20.1%	21.8%	21.9%
Bio-Rad Laboratories, Inc. Class A	USD	4,210.2	3,862.5	2,013.9	2,089.9	2,141.0	158.4	178.8	n.a.	7.9%	8.6%	-
bioMerieux SA	EUR	4,480.8	4,713.3	2,096.2	2,229.6	2,401.1	283.3	318.4	365.7	13.5%	14.3%	15.2%
Bruker Corporation	USD	4,426.9	4,350.7	1,701.3	1,766.0	1,827.0	244.9	267.0	293.4	14.4%	15.1%	16.1%
Carl Zeiss Meditec AG	EUR	2,411.6	2,453.2	1,113.0	1,184.0	1,242.5	149.6	170.4	182.7	13.4%	14.4%	14.7%
DiaSorin S.p.A.	EUR	2,840.7	2,572.5	535.1	575.2	589.9	168.2	187.9	186.9	31.4%	32.7%	31.7%
Hologic, Inc.	USD	9,410.5	12,804.6	2,820.0	2,935.8	3,058.5	954.6	1,019.7	1,071.5	33.9%	34.7%	35.0%
Mettler-Toledo International Inc.	USD	9,781.7	10,784.1	2,456.0	2,570.0	2,704.6	566.8	610.8	648.8	23.1%	23.8%	24.0%
QIAGEN NV	EUR	4,424.8	5,209.9	1,177.2	1,246.1	1,328.3	281.8	310.5	339.1	23.9%	24.9%	25.5%
Sartorius AG Pref	EUR	3,948.0	4,076.7	1,260.6	1,385.9	1,503.6	246.3	285.4	323.5	19.5%	20.6%	21.5%
Sysmex Corporation	JPY	14,19,875	13,75,742	278,219	303,872	444,038	62,000	68,750	98,918	22.3%	22.6%	22.3%
Tecan Group AG	CHF	1,554.6	1,365.0	506.5	540.5	564.1	68.3	86.6	93.5	13.5%	16.0%	16.6%
Thermo Fisher Scientific Inc.	USD	57,108.7	72,076.5	17,950.0	18,803.3	19,658.0	4,150.7	4,459.0	4,811.0	23.1%	23.7%	24.5%
Waters Corporation	USD	10,617.1	9,960.4	2,147.2	2,260.0	2,392.1	625.9	666.1	709.9	29.1%	29.5%	29.7%
Stratec Biomedical	EUR	590.5	542.3	179.6	201.3	214.7	33.7	39.2	43.6	18.8%	19.5%	20.3%

Source: FactSet, Warburg Research; * Data as of 5 May 2016

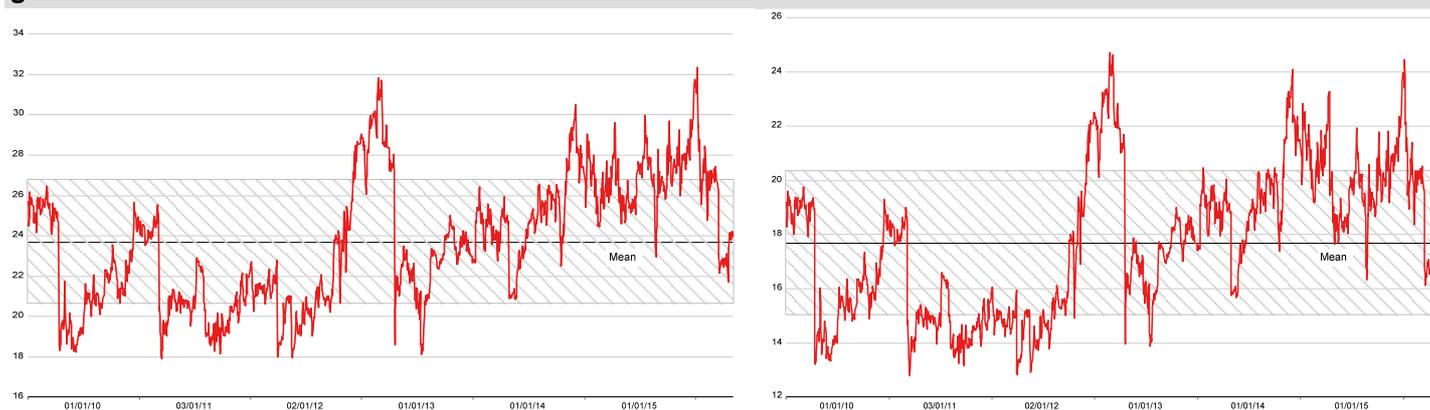
Peer Group – Valuation*

Company	Price in LC	MC in LCm	EV in LCm	P / E adj.			EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
				16e	17e	18e	16e	17e	18e	16e	17e	18e	16e	17e	18e
Agilent Technologies, Inc.	40.96	13,425.5	13,403.7	22.1x	18.9x	17.3x	3.2x	3.0x	2.8x	14.1x	12.4x	11.6x	15.9x	13.8x	12.9x
Bio-Rad Laboratories, Inc. Class A	143.39	4,210.2	3,862.5	42.6x	37.4x	27.1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
bioMerieux SA	113.60	4,480.8	4,713.3	25.0x	21.5x	18.5x	2.3x	2.1x	1.9x	11.5x	10.2x	9.1x	16.7x	14.7x	12.6x
Bruker Corporation	27.20	4,426.9	4,350.7	26.7x	23.9x	21.1x	2.5x	2.4x	2.2x	15.6x	13.4x	12.0x	17.6x	15.6x	13.8x
Carl Zeiss Meditec AG	29.66	2,411.6	2,453.2	25.4x	21.7x	20.1x	1.9x	1.8x	1.6x	12.8x	11.1x	10.0x	14.5x	12.4x	11.2x
DiaSorin S.p.A.	51.75	2,840.7	2,572.5	25.8x	22.8x	21.4x	4.9x	4.5x	4.2x	13.0x	11.6x	10.8x	15.6x	13.7x	13.1x
Hologic, Inc.	33.75	9,410.5	12,804.6	17.7x	16.2x	14.7x	4.3x	3.9x	3.5x	11.5x	10.4x	9.4x	12.7x	11.3x	10.1x
Mettler-Toledo International Inc.	364.05	9,781.7	10,784.1	25.4x	22.7x	20.6x	4.2x	4.1x	3.9x	17.3x	15.9x	14.8x	18.3x	17.1x	16.3x
QIAGEN NV	18.99	4,424.8	5,209.9	19.9x	18.1x	16.4x	4.1x	3.7x	3.3x	13.1x	11.6x	10.3x	17.0x	14.7x	12.8x
Sartorius AG Pref	210.90	3,948.0	4,076.7	27.5x	24.2x	20.6x	3.7x	3.3x	3.0x	15.1x	13.0x	11.5x	19.0x	16.1x	14.0x
Sysmex Corporation	6,830	14,19,875	13,75,742	34.3x	27.4x	n.a.	4.8x	4.3x	n.a.	17.8x	15.5x	n.a.	21.5x	19.0x	n.a.
Tecan Group AG	135.20	1,554.6	1,365.0	27.4x	21.8x	19.8x	2.5x	2.3x	2.1x	15.0x	11.8x	10.5x	18.9x	14.2x	12.5x
Thermo Fisher Scientific Inc.	145.14	57,108.7	72,076.5	17.9x	16.1x	14.5x	3.8x	3.6x	3.4x	15.1x	13.9x	12.6x	16.5x	15.1x	13.7x
Waters Corporation	131.10	10,617.1	9,960.4	20.6x	18.9x	17.5x	4.5x	4.2x	3.9x	13.7x	12.6x	11.6x	15.6x	14.4x	13.1x
Average				25.6x	22.3x	19.2x	3.6x	3.3x	3.0x	14.3x	12.6x	11.2x	16.9x	14.8x	13.0x
Median				25.4x	21.7x	19.8x	3.8x	3.6x	3.1x	14.1x	12.4x	11.2x	16.7x	14.7x	13.0x
Stratec Biomedical	50.00	590.5	542.3	22.8x	19.5x	17.2x	3.0x	2.7x	2.5x	13.6x	11.7x	10.2x	16.1x	13.8x	12.4x
Valuation difference to Median				11%	11%	15%	27%	33%	25%	4%	7%	9%	4%	6%	4%
Fair value per share based on Median				55.71	55.58	57.55	62.25	65.24	61.29	51.69	53.11	54.21	51.83	52.87	52.00

Source: FactSet, Warburg Research; * Prices as of 5 May 2016

... und historische Multiplikatoren**Historische Multiplikatoren**

Ein Blick auf die historischen Bewertungsmultiplikatoren für STRATEC bestätigt, dass die Aktie derzeit attraktiv bewertet zu sein scheint. Zwar notiert die Aktie etwas über der historischen durchschnittlichen Konsensbewertung, aber unter den durchschnittlichen Multiplikatoren auf die relevanteren „zahlungswirksamen“ Ergebnisse. Bei unseren Schätzungen notiert STRATEC mit 22.8x zahlungswirksames Ergebnis 2016, rund 4% unter dem historischen Durchschnitt von 23.7x.

Historische Multiplikatoren: KGV im laufenden, nicht EV/EBIT im laufenden, nicht gemeldeten Jahr gemeldeten Jahr

Quelle: FactSet, Warburg Research; Stand: 4. Mai 2016

Unternehmen & Produkte

Geschäftsüberblick

Herstellung von automatischen Analysensystemen im IVD-Markt

STRATEC Biomedical ist ein international tätiges OEM-Unternehmen, das vollautomatische Analysensysteme an Partner in den Bereichen Diagnostik und Life-Science wie z.B. Abbott Diagnostics, Siemens oder DiaSorin liefert. Diese Partner vertreiben die Systeme von STRATEC unter ihrem eigenen Namen, in der Regel zusammen mit ihren eigenen Reagenzien, als Systemlösungen an Labore, Blutbanken und Forschungsinstitute weltweit. Zu den Anwendungsbereichen der Systeme von STRATEC zählen Immundiagnostik, Molekulardiagnostik und Hämatologie. Analysensysteme unterstützen im Allgemeinen die Diagnostik von Krankheiten, die Überwachung des Therapieprozesses und die Bewertung des Gesundheitszustands. Das Leistungsspektrum umfasst den Entwurf und die Herstellung von Analysenlösungen über Probenvorbereitung, Qualitätsmanagement und Zulassungsdienstleistungen für Lösungen aus einer Hand durch die Bereitstellung von Softwarelösungen zur Kontrolle und Verbindung von Systemlösungen in Laboren.

Geschäftsaufteilung

Business Units

64% vom Umsatz entfällt auf Analysensystemhardware

STRATEC verfügt über die drei Business Units Instrumentation, Data Management und Molecular. Das Kerngeschäft Instrumentation deckt alle Kompetenzbereiche rund um die Entwicklung von automatischen Analysenlösungen für In-vitro-Diagnostik und Life Science ab, einschließlich von Beratungsdienstleistungen beim Projektmanagement. Schwerpunkt der Diagnostikanwendungen ist insbesondere die immunologische, immunohämatologische und molekulare Diagnostik. STRATEC Data Management ist auf die Entwicklung von Laborsoftware und Datenmanagementsysteme für die Diagnostik- und Blutuntersuchungsbranche spezialisiert. Der Geschäftsbereich Molecular liefert Standard- und OEM-Lösungen für die Vorbereitung von Nukleinsäureproben. 96% vom Umsatz entfallen auf den Bereich Instrumentation und 4% auf Data Management und Molecular. Relevanter ist die Aufteilung nach Unternehmensbereichen.

Umsatz nach Unternehmensbereichen

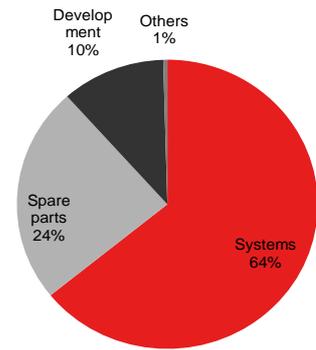
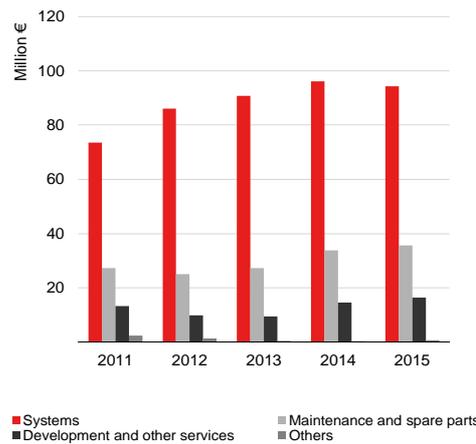
STRATEC unterteilt seinen Umsatz in die Kategorien Systeme, Wartung und Ersatzteile, Entwicklung und sonstige Dienstleistungen und Übrige.

Höchste Marge in den Bereichen Wartung und Ersatzteile

- Unter Verwendung der eigenen patentierten Technologien entwirft und fertigt STRATEC im Bereich Systeme automatische Analysenlösungen auf Basis von Systemplattformen oder auf vollständig maßgeschneiderten Plattformen, je nach den speziellen Anforderungen der Partner. 2015 lieferte STRATEC 2.395 Analysensysteme und verfügte über eine installierte Basis von >13.000 Systemen, die auf einem durchschnittlichen Lebenszyklus von 5 Jahren beruhen.
- Im Verlauf des durchschnittlichen Lebenszyklus müssen bestimmte Teile, unter anderem auch das Leitungssystem, Spritzen, Ventile, Membrane und die Verdünnungsbehälter der Maschinen durch STRATECs Unternehmensbereich Wartung und Ersatzteile ausgetauscht werden.

Da STRATEC seine Kunden von Anfang bis Ende eines Projekts und sogar darüber hinaus begleitet, werden Beratung, professionelles Projektmanagement und viele andere Dienstleistungen durch das Segment Entwicklung und sonstige Dienstleistungen abgedeckt.

Umsatz nach Kategorie



Quelle: STRATEC, Warburg Research

Der 2%-Umsatzrückgang im Segment Systeme im Jahr 2015 wurde durch die Umsatzsteigerung in den Segmenten Wartung und Entwicklung mit 5% bzw. 13% mehr als aufgefangen. Da das Segment Wartung und Ersatzteile der profitabelste Bereich ist, ist das Umsatzwachstum von größter Bedeutung. Aufgrund des erwarteten weiteren Wachstums der Basis der installierten Systeme dürften der Wartungsumsatzanteil und damit auch die EBIT-Marge in den kommenden Jahren ansteigen.

Regulierung in der Diagnostikbranche

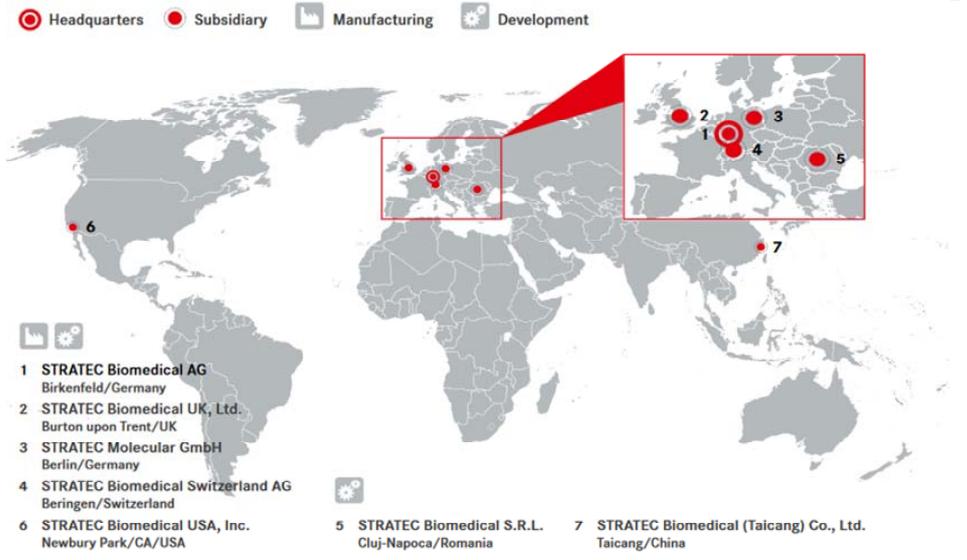
Um die zunehmend strengeren regulatorischen Anforderungen weltweit zu erfüllen, entscheiden sich Diagnostiklabore anstelle von manuellen Prozessen für automatische Lösungen. Durch die damit verbundenen Routineprozesse und die niedrigere Fehlerquote gegenüber manuellen Prozessen bieten vollautomatische Analysen ein höheres Maß an Sicherheit. Mit dem breiten Pool an Technologie und langjähriger Erfahrung verfügt STRATEC beim Angebot von halb- und vollautomatischen Methoden über eine starke Marktposition.

Globale Präsenz

Die Zentrale von STRATEC, die seit 1979 als wesentliche operative Basis für die Aktivitäten des Unternehmens dient, befindet sich in Birkenfeld, Deutschland. Neben Aufgaben in den Bereichen Administration, Vertrieb, Logistik und Qualitätsmanagement ist Birkenfeld der Hauptstandort für die Entwicklung und Herstellung der Analysensysteme von STRATEC. Der andere Hauptproduktionsstandort befindet sich in Beringen, Schweiz, wo seit 2010 insbesondere in Großserien angefertigt wird. 2015 erfolgte eine Erweiterung von 3.900m², um die effizienzverbessernde Produktion verschiedener Geräte sicherzustellen. Außerdem fertigt STRATEC in Newbury Park, USA optomechanische Module. Da die Produktion der Produkte von STRATEC durch besonders strenge Qualitätsanforderungen und -einhalten geregelt wird, die regelmäßig von internen Fachleuten, Kunden und externen Behörden überprüft werden, hat sich STRATEC freiwillig dazu entschlossen, die Produktion in Deutschland, der Schweiz und den USA anzusiedeln, um die höchsten Qualitätsstandards zu gewährleisten. Die Softwareentwicklung wird in allen anderen Tochtergesellschaften durchgeführt, wobei sich die wichtigste in Burton upon Trent, Großbritannien, befindet. 2015 wurde mit dem Bau eines neuen Softwareentwicklungszentrums in Cluj-Napoca, Rumänien, begonnen, was die Bedeutung dieses Standorts stärkt.

Überblick der aktiven Märkte

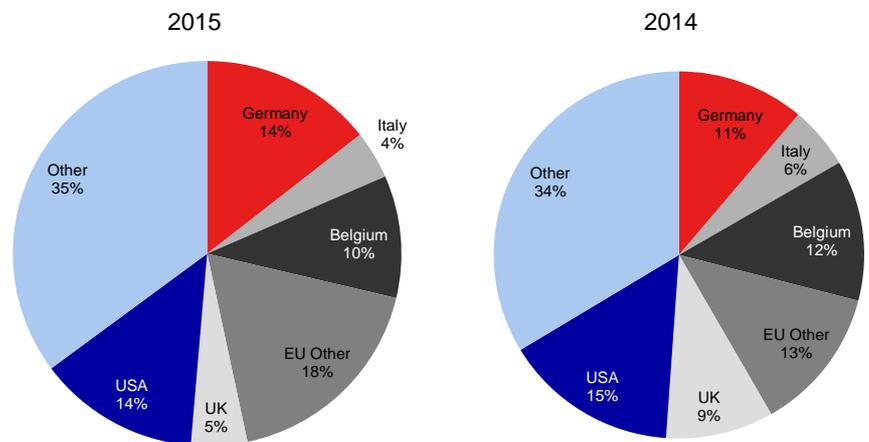
Kunden und Märkte



Quelle: STRATEC, Warburg Research

Beim Umsatz nach Region sind Deutschland und die USA die beiden größten Einzelmärkte von STRATEC. Dabei sollte jedoch darauf hingewiesen werden, dass die Umsatzaufteilung nicht der geografischen Verteilung der endgültigen operativen Standorte der Analysensysteme von STRATEC entspricht, da die Kunden von STRATEC in der Regel ihre Länderniederlassungen und Kunden aus ihren eigenen zentralen Vertriebszentren beliefern.

Umsatz nach Region



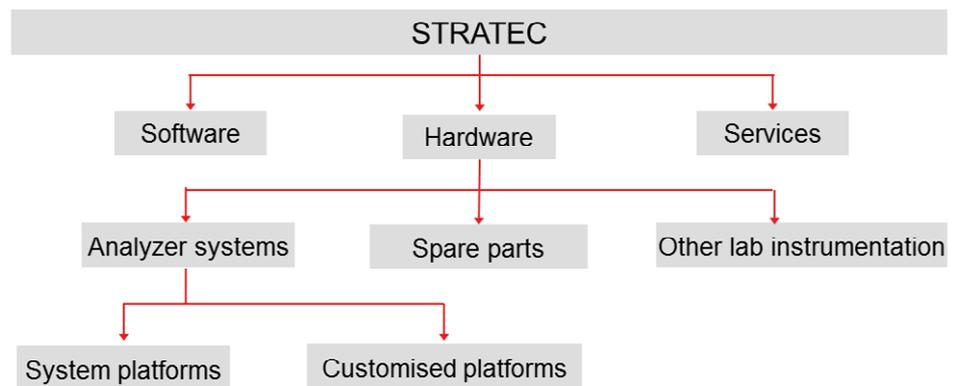
Quelle: STRATEC, Warburg Research

Produktportfolio

STRATECs Lösungen lassen sich in die Bereiche Software, Dienstleistungen und Hardware unterteilen, wobei letztere, und dabei insbesondere Analysensysteme, den größten Umsatz generieren. Die wichtigste Unterscheidung zwischen den unterschiedlichen Analysensystemen ist, dass es sich bei den Systemplattformen um generische Plattformen handelt, die lediglich an die Bedürfnisse des Partners angepasst werden. Demgegenüber können die kundenspezifischen Analysenlösungen zusammen mit dem Partner entwickelt werden, um ein System zu erzeugen, dass perfekt auf die Reagenzien der Partner abgestimmt ist.

Fokus auf Immundiagnostik, Molekulardiagnostik und Hämatologie

Produktüberblick



Quelle: STRATEC, Warburg Research

Da sich STRATEC auf die Entwicklung und den Zusammenbau des Projekts konzentriert, ist die vertikale Integration sehr gering. Komponenten und Elektronik werden an ein großes Lieferantennetzwerk untervergeben, was zu einer niedrigen Kapitalintensität führt, da keine große Investition in Maschinen erforderlich ist.

Bei der Herstellung eines Analysensystems in Kooperation mit einem Partner ist STRATEC für die Entwicklung, die Softwarelösung, das Qualitätsmanagement und die Vorbereitung der Systemzulassung verantwortlich. Da die Analysensysteme anhand der Anforderungen der Partner von STRATEC hergestellt werden, sind diese Systeme stark nachgefragt, da bei der Vermarktung der Analysensysteme an ihre Kunden neben ihren eigenen Produkten symbiotische Effekte realisiert werden könnten. Ein weiterer Vorteil ist, dass die Partner von STRATEC sich auf die Entwicklung der Reagenzien und den Zugang zu den Kunden konzentrieren können. Zwei der wichtigsten Analysensysteme von STRATEC sind die Liaison XL und die Panther:

Liaison XL (DiaSorin)

Die zusammen mit DiaSorin entwickelte und produzierte Liaison XL ist ein vollautomatisches Chemolumineszenz-Analysengerät auf der Basis einer kundenspezifischen Plattform, die in verschiedenen vollautomatischen Diagnostikanwendungen (z.B. Hämatologie) zum Einsatz kommt und die gesamte Probenverarbeitung (Probenvorverdünnungen, Proben- und Reagenziendosierung, Inkubationen, Waschprozesse) sowie die Messung und Ausarbeitung durchführt. Die Liaison XL arbeitet nach dem „Random-Access“-Prinzip, d.h. molekulare Proben und Reagenzien können jederzeit in den Prozesszyklus gegeben werden. Kunden können damit Infektionskrankheiten (z.B. Hepatitis), Endokrinologie (z.B. Insulin), Autoimmunität (z.B. Antikörper) und Onkologie (z.B. Tumormarker) untersuchen.

Panther (Hologic)

Mit dem Panther konnte STRATEC ein vollautomatisches Analysensystem im kleinen bis mittleren Volumenbereich auf Basis einer Systemplattform für Hologic entwerfen und damit die eigenen molekulardiagnostischen Tests (z.B. im Bereich Immundiagnostik) vermarkten, die primär zur Diagnose von Krankheiten (z.B. übertragbare Krankheiten wie HIV und Gebärmutterhalskrebs) und zur Kontrolle von menschlichem Spenderblut eingesetzt werden. Mit dem „Random-Access“-Prinzip und einer fortlaufenden Befüllung mit Proben, Reagenzien und Verbrauchsmaterialien lässt sich mit dem Panther-System eine einzigartige Kontrolle des Arbeitsflusses erreichen.



Source: STRATEC, Warburg Research

Seit mehr als 30 Jahren aktiv

Historie

- 1979: Gründung von STRATEC durch Hermann Leistner, dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden, in Birkenfeld, Deutschland
- 1987: Entwicklung der ersten medizintechnischen Systeme
- 1996: Start der Entwicklung einer Automatisierungsplattform für Mikroplattenanwendungen
- 1997: Gründung der STRATEC Biomedical Inc. in den USA
- 1998: STRATEC wird börsennotiertes Unternehmen im Prime Standard der Frankfurter Börse
- 2002: Gründung der STRATEC NewGen GmbH in Birkenfeld
- 2005: Gründung der Robion AG in der Schweiz
- 2006: Erwerb der Sangiun International Ltd. in Großbritannien und deren US-Tochtergesellschaft Sanguin International Inc.
- 2008: Gründung der STRATEC Biomedical Systems S.R.L. in Rumänien
- 2009: Erwerb der Invitek Gesellschaft für Biotechnik & Bidesign mbH in Berlin
- 2010: Erwerb der Ballista Inc., Newbury Park, Kalifornien, USA
- 2010: Aufstieg in den TecDAX

Management board

Marcus Wolfinger, Vorsitzender des Vorstands



Marcus Wolfinger trat 1998 in das Unternehmen ein und wurde ein Jahr später zum Finanzvorstand bestellt. Als Finanzvorstand war er im Wesentlichen an der strategischen Ausrichtung des Unternehmens sowie der unabhängigen und soliden finanziellen Entwicklung beteiligt. In dieser Funktion war er bis 2011 tätig, als er zum Vorstandsvorsitzenden bestellt wurde. Seine Amtszeit endet Mitte 2021. Vor seinem Eintritt bei STRATEC war er in führenden Unternehmen aus der IT- und Konsumgüterbranche tätig. Von 2006 bis 2009 war er Mitglied des Aufsichtsrats von CyBio AG, Jena. Er ist Diplom-Betriebswirt.

Dr. Robert Siegle, Vorstand für Finanzen und Personal

Dr. Robert Siegle ist als Vorstandsmitglied für die Bereich Finanzen und Personal verantwortlich. Er ist seit Rechtsformwechsel in eine Aktiengesellschaft im Jahr 1998 Mitglied des Aufsichtsrats. Damals beaufsichtigte er die rechtlichen und vertraglichen Beziehungen des Unternehmens mit den Kunden. Im Jahr 2010 trat er von seinem Amt als stellvertretender Leiter des Aufsichtsrats vor seiner Bestellung in den Vorstand zurück, wo er seit 2011 seine Aufgaben wahrnimmt. Sein Mandat besteht bis Ende 2020. Er ist Rechtsanwalt und war über viele Jahre in seinem eigenen Büro in Pforzheim tätig. Dr. Robert Siegle vertritt die Familie Leistner im Vorstand.

Dr. Claus Vielsack, Produktentwicklung

Dr. Claus Vielsack ist seit 2014 Mitglied des Vorstands und zeichnet sich für die konzernweite Leitung der Produktentwicklung verantwortlich. Für diesen Bereich ist er in seiner Position als Senior Vice President seit 2011 verantwortlich. Vor seinem Eintritt in das Unternehmen im Jahr 1998 arbeitete er in verschiedenen leitenden Positionen als Programmmanager in der Entwicklung von chemischen Anwendungen und Softwarelösungen. Dr. Claus Vielsack erhielt seinen Diplomabschluss in Chemie an der Universität Konstanz, wo er auch als Doktor in physischer Chemie promovierte. Er ist bis Ende 2018 bestellt.

Aufsichtsrat**Fred K. Brückner, Vorsitzender des Aufsichtsrats**

Fred K. Brückner ist seit März 2000 Aufsichtsratsvorsitzender und wurde mit dem Rechtsformwechsel in eine Aktiengesellschaft im Jahr 1998 in den Aufsichtsrat bestellt. Er ist Chemieingenieur und war in leitenden Positionen bei den führenden deutschen Diagnostikunternehmen tätig. Darüber hinaus arbeitet er als unabhängiger Unternehmensberater. Er verfügt über keine weiteren Sitze in einem anderen Aufsichtsrat und ist bis zum Geschäftsjahr 2018 bestellt.

Wolfgang Wehmeyer



Seit Mai 2011 ist Wolfgang Wehmeyer stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender der STRATEC und wurde im Januar 2011 in den Aufsichtsrat bestellt. Er ist als Senior Vice President von Care Innovation für die Fresenius Medical Care Deutschland GmbH tätig. Er verfügt über eine 30-jährige Erfahrung im Bereich Dialysetechnik und war in verschiedenen leitenden Positionen tätig, bevor er im Jahr 2004 zum Senior Vice President bei Fresenius Medical Care ernannt wurde. Er ist Diplom-Maschinenbauer und besitzt einen Abschluss als Master of Business Administration. Er ist bis Ende des Geschäftsjahres 2018 bestellt.

Prof. Dr. Stefanie Remmele

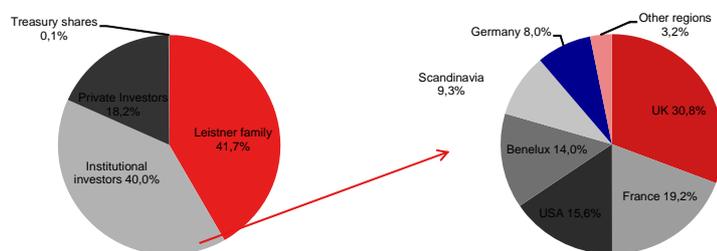


Prof. Dr. Stefanie Remmele ist seit Juni 2014 Mitglied des Aufsichtsrats von STRATEC. Sie ist Professorin für Medizintechnik an der Hochschule Landshut – University of Applied Sciences. Prof. Dr. Stefanie Remmele besitzt einen Dokortitel von der Technischen Universität Karlsruhe und war als leitende Wissenschaftlerin für Philips Research in Hamburg tätig.

Aktionärsstruktur

Gemäß Definition der Deutschen Börse liegt der Streubesitz bei 61%. Die größten institutionellen Investoren sind Threadneedle Asset Management (5%), OppenheimerFunds Inc. (5%), Montanaro Asset Management Ltd. (4%) und BNP Paribas Investment Partners Belgium SA (3%).

Aktionärsstruktur



Distribution among all investors

Distribution among institutional investors
Quelle: STRATEC, Warburg Research

Von der Familie Leistner dominiert

Die Gründerfamilie Leistner hat eine langfristige Bindung und ist mit Dr. Robert Siegle weiterhin im Vorstand vertreten.

Peer group overview

In the following we present a short overview of companies that are either STRATEC's clients, part-competitors or active in the life science, diagnostics or pharmaceutical markets. We have used some of these companies in our peer group comparison.

Abbott Diagnostics: Abbott Laboratories develops, manufactures and sells a broad and diversified line of health care products and services. The company's products include pharmaceuticals, nutritional diagnostics and vascular products. Abbott markets its products worldwide through affiliates and distributors. Abbott employs approximately 74k FTEs and generates total sales of USD 20.4bn (EUR 18.4bn). Sales in the Diagnostics segment amount to USD 4.6bn (EUR 4.3bn). Key diagnostic segments are diabetes, chemistry, immunoassays, molecular assays and hematology. Abbott is listed on the NYSE.

Agilent: Agilent based in Santa Clara, USA operates in the segments Life Sciences, Chemical Analysis and Diagnostics & Genomics and Electronic Measurement. The Life Science segment is the most important segment and provides instrument solutions, software, consumables and services that enable customers to identify quantify and analyse the physical and biological properties of substances and products. The revenue share of this segment is 34%. Total revenue amounts to USD 4bn (EUR 3.6bn) at 12,000 employees. Agilent is listed on the NASDAQ.

Alere: Alere offers patient diagnosis, monitoring and health management services and is focused on developing new capabilities in near-patient diagnosis. The company has approximately 10k employees and produces consumer and professional medical diagnostic products. Alere generates sales of USD 2.5bn (EUR 2bn) and in professional diagnostics products segment USD 2.3bn (EUR 1.8bn) or 90% of total sales. This segment includes many rapid diagnostic test products and IVD tests marketed to medical professionals and laboratories for detection of diseases. Alere is listed on the NYSE.

Becton Dickinson: Becton Dickinson is a global medical technology company engaged principally in the development, manufacture and sale of medical devices, instrument systems and reagents used by healthcare institutions, life science researchers, clinical laboratories and pharmaceutical industry. With 30k associates in more than 50 countries, the company generates USD 10.3bn (EUR 9bn) revenue in total and USD 1.3bn (EUR 1.1bn) in the Diagnostic Systems segment. The stock of Becton Dickinson is listed on the NYSE and also is a constituent of the S&P 500.

Bio-Rad: Bio-Rad is a global leader in its segments Life Science and Clinical Diagnostics based in Hercules, USA. Life Science offers a wide range of instruments, software, consumables and reagents for biotechnology applications. The division Clinical Diagnostics provides IVD solutions, especially quality control products and services for clinical laboratories. The company has 7,800 employees and generates revenue of USD 2bn (EUR 1.8bn). Bio-Rad has been listed on the NYSE since 2008.

bioMérieux: bioMérieux provides diagnostic solutions (e.g. reagents, instruments, software), which determine the source of disease and contamination to improve patient health and ensure product safety. With 9,438 employees, the revenue generated in FY 2015 is c. EUR 2bn in the areas Clinical Diagnostics (82% of sales) and Industrial Microbiology (18% of sales). The headquarters is located in Marcy-l'Étoile, France. The firm operates globally as only 10% of sales stem from France and is listed on NYSE Euronext Paris Compartment A.

Bruker: Bruker designs, manufactures, services and markets proprietary life science and materials research systems and associated products that address the rapidly evolving needs of a diverse array of customers in life science research, pharmaceuticals, applied markets, nanotechnology, cell biology, clinical research, microbiology and IVD. Bruker generates USD 1.6bn (EUR 1.5bn) and has 6,000 employees at more than 90 locations. Bruker is listed on the NASDAQ.

Carl Zeiss Meditec: Carl Zeiss Meditec is a medical technology provider with 2,888 employees and EUR 1bn revenue with headquarters in Jena, Germany. The two main areas of operation are Ophthalmology and Microsurgery. With the business unit Ophthalmology, Carl Zeiss Meditec offers products and solutions for the diagnostics and treatment of eye diseases (sales share of 72%). Microsurgery provides visualisation solutions for minimally-invasive surgical treatments (sales share of 28%). Carl Zeiss Meditec is a TecDax listed company.

Diagnostica Stago: Diagnostica Stago, headquartered in Paris, France, develops and manufactures medical products such as reagents, diagnostic instruments, disposables and research kits and offers technological support and laboratory automation. The company has special expertise in the fields of hemostasis and thrombosis. With over 350 marketed products Diagnostica Stago is represented in over 110 countries via its affiliates and an extensive distribution network. The company is privately owned.

DiaSorin: DiaSorin is an Italian multinational biotechnology company that produces and markets IVD reagent kits used in immunodiagnostics and molecular diagnostics. DiaSorin is an important partner of STRATEC marketing analyzer systems manufactured by STRATEC under its own name. DiaSorin generates sales of EUR 500m and has 1,620 employees. The company is a constituent of the FTSE Italia Mid Cap Index.

Euroimmun: Euroimmun is a private company founded in 1987 and based in Lübeck, Germany. It offers medical laboratory reagents in the foreground for the diagnosis of autoimmune and infectious diseases and allergies. Euroimmun employs 1.7k FTEs worldwide and operates subsidiaries on all continents.

Grifols: Grifols is multinational healthcare company based in Barcelona, Spain. The company develops, manufactures and markets plasma derivatives, intravenous therapy, enteral nutrition, diagnostic systems and medical materials in the divisions Bioscience, Diagnostics and Hospital. Sales in 2015 amounted to EUR 3.9bn whereof EUR 3bn stem from the Bioscience segment including all activities related to hemotherapy services such as plasma collection and manufacturing and EUR 0.7bn stem from the Diagnostics segment involved in the production of analyzers, reagents and instrumentation in the fields of immunohematology, hemostasis, immunology and blood bank. The stock of Grifols can be traded among others on the Barcelona and Madrid Stock Exchange and on the NASDAQ.

Hitachi High Technologies: Hitachi High Technologies belongs to the multinational conglomerate Hitachi Group with headquarters in Tokyo, Japan and operates inter alia in the segment Science & Medical Systems. The revenue of this segment is JPY163.3bn (EUR 1.2bn). Hitachi High Technologies partners with leading reagent manufacturers (particularly Roche) and develops and manufactures clinical analyzer systems collaboratively in the same way as STRATEC. The partnership with Roche was extended in April 2014 for one more decade. Hitachi's business with IVD diagnostics equipment, including service and consumables amounted to JPY 77.1bn (EUR 594m).

Hologic: Hologic is a leading developer, manufacturer and supplier of diagnostic products, medical imaging systems and surgical products mainly focusing on women's health. The company's business units are breast health (47% of revenues), diagnostics (32% of revenues), Gynecologic surgical (16% of revenues) and skeletal health (5% of revenues). STRATEC manufactures the successful analyzer system "Panther" as a partner of Hologic. With 5,615 employees and a revenue of USD 2.7bn (EUR 2.4bn), Hologic is one of the five biggest companies in the Molecular Diagnostics market. The company is listed on the NASDAQ Global Select Market.

Immucor: Founded in 1982 and based in Norcross, USA, Immucor is a global leader in transfusion and transportation of diagnostics that facilitate patient/donor compatibility. Immucor focuses on selling reagents as well as instruments to allow laboratories (e.g. hospitals, donor centres) to perform compatibility testing. The company generated net sales of USD 389m (EUR 354m) in FY 2015 and employs 1,090 people. Immucor is no

longer listed on the NASDAQ since the private equity company TPG Capital Management LP acquired the company in 2011.

Instrumentation Laboratory: Instrumentation Laboratory, belonging to the Werfen Group is a worldwide developer, manufacturer and distributor of IVD instruments, related reagents and controls. The product lines include Critical Care systems, Hemostasis systems and information management systems. The Werfen Group has another subsidiary, Inova Diagnostics which manufactures IVD systems and reagents that are used in clinical laboratories and hospitals around the world.

Invetech: Invetec provides development and manufacturing services delivering instruments for life sciences, IVD and medical companies. Business segments of the company are Diagnostics, Point of Care, Cell Therapy, Life Sciences, Industrial and Consumer. The company belongs to Danaher, a conglomerate with headquarters in Washington, USA and revenues of USD 20.6 (EUR 18.5bn). The segment Life Sciences and Diagnostics contributes 40% of overall revenues and yields an EBIT of USD 1.1bn (EUR 1bn). Beckman Coulter, another subsidiary of Danaher, develops, manufactures and markets IVD tests.

KMC Systems: KMC Systems is an integrated engineering and contract manufacturer for advanced diagnostic, biomedical, cell therapy and point-of-care instruments. The company develops and manufactures IVD platforms, therapeutic delivery systems and high-volume laboratory automation instruments. It belongs to the NASDAQ listed company Elbit Systems of America, a globally active conglomerate with the business segments Commercial aviation, Defense, Homeland Security and Medical Instrumentation.

Mettler-Toledo: With 13,500 employees and revenues of USD 2.4bn (EUR 2.2bn), Mettler-Toledo is a globally active manufacturer and marketer of precision instruments and services for use in laboratory, industrial and food retailing applications. Mettler-Toledo was founded 1991 and is headquartered in Columbus, USA. Sales are geographically diversified as 32% derive from Europe, 39% from North and South America and 29% from Asia and other countries. Mettler-Toledo is listed at the NYSE.

Ortho-Clinical Diagnostics: Ortho-Clinical Diagnostics manufactures and distributes medical instruments such as equipment and automation systems for screening, diagnosing, monitoring and confirming diseases. Ortho-Clinical Diagnostics serves clinical laboratories, hospitals and blood centres throughout the world. Roughly 85% of sales are generated in North America and 15% internationally. The company formerly a subsidiary of Johnson & Johnson has belonged to the private equity company The Carlyle Group since 2014.

Qiagen: Qiagen based in Venlo, Netherlands, is a TecDax-listed provider of biotechnology solutions and offers a broad range of consumables, which are specialized kits that contain all necessary materials to support the use of sample and/or assay technologies for analysis, interpretation and reporting of biological data (87% share of 2015 net sales). The second product category is Instruments, which enables customers to automate processes from the preparation of clinical samples to the delivery of results (13% share of 2015 net sales). Sales in FY 2015 amounted to EUR 1.3bn. The company employs 4,559 people.

Roche: Roche develops and manufactures pharmaceutical and diagnostics products such as prescription drugs in the areas of cardiovascular, infectious, autoimmune and respiratory diseases and immunology and oncology. The company employs more than 91k FTEs in more than 100 countries. Roche Diagnostics is the global leader in the IVD business with 15bn tests conducted on Roche instruments in 2015. The Diagnostics segment generates CHF 10.8bn (EUR 10.1bn) or 22.5% of total sales. Roche is a member of the Swiss Market Index (SMI).

Sartorius: TecDax-listed Sartorius is a leading laboratory technology and biotechnology supplier with 6,185 employees and revenue of EUR 1.1bn (FY 2015). It is headquartered in Göttingen, Germany. The two Sartorius divisions are Bioprocess solutions, providing

innovative single-use products and equipment for the production of biologics (73% of revenue) and Lab products & services, offering premium lab instruments, consumables and services for R&D, Quality Assurance and Quality Control (27% of revenue).

Siemens: Siemens is a conglomerate mainly focusing on engineering and manufacturing services headquartered in Munich, Germany. The company focuses on areas of electrification, automation and digitalisation. Siemens also provides engineering solutions in medical diagnosis. Siemens generates EUR 75.6bn total revenue and EUR 12.9bn in its Healthcare segment. As a partner of STRATEC, Siemens markets analyzer systems manufactured by STRATEC. The Siemens stock is a constituent of the DAX and can be traded on all German stock exchanges.

Sysmex: Sysmex, listed on the Tokyo Stock Exchange, has been operating in the development, manufacturing and sales of diagnostic instruments, reagents and related software for IVD purposes since 1968. Employing 6,739 FTEs, Sysmex ships its products to customers such as national and private hospitals, universities, research institutes etc. Of JPY 221bn (EUR 1.6bn) sales in FY 2015, JPY 141bn (EUR 1bn) was generated in the hematology segment, the most important pillar. Other important segments are urinalysis, hemostasis, immunochemistry and clinical chemistry. By product, reagents account for 47.6% of revenues and instruments 32.3%.

Tecan: Tecan is a leading global provider of automated laboratory instruments and life sciences solutions with its headquarters in Männedorf, Switzerland. It has 1,300 employees and a sales and service network in 52 countries. The two business segments are life science research (end-customer business) and OEM Partnering business. In the latter segment, Tecan follows a slightly different strategy to STRATEC as the company focuses more on the visibility of the brand Tecan. In FY 2015, sales amounted to CHF 440.3 (EUR 412.5m) yielding an EBITDA of CHF 84m (EUR 78.1m). 41% of sales are derived from instruments, 36% from Services and spare parts, consumables and development funding and 23% stem from Components. Tecan is listed on the SIX Swiss Exchange.

Thermo Fisher: Thermo Fisher with headquarters in Waltham, USA, provides analyzer instruments, equipment, reagents and consumables, software and services for research, analysis, discovery and diagnostics. The company has 52,000 employees in 50 countries and generated sales of USD 17bn (EUR 15.3bn) in FY 2015. 62% of the revenues derive from consumables, whereas 25% come from Instruments, Equipment & Software. Thermo Fisher is listed at the NYSE.

Waters: Founded in 1994, Waters is the world's leading supplier of ultra performance liquid chromatography, mass spectrometry, thermal analysis and rheology instrumentation and consumables. Customers are pharmaceutical, biotechnology, university, quality assurance or industrial laboratories. The company generates revenues of USD 2bn (EUR 1.8bn) with more than 4,500 employees. Waters is listed at the NYSE and is a member of the S&P 500 index.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	180	201	215	228	239	249	261	273	285	298	312	327	343	
Umsatzwachstum	22,2 %	12,1 %	6,7 %	6,3 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,6 %	4,6 %	4,6 %	4,7 %	4,7 %	4,7 %	2,0 %
EBIT	30	35	41	44	46	48	50	53	55	58	63	66	70	
EBIT-Marge	16,9 %	17,5 %	19,1 %	19,2 %	19,3 %	19,3 %	19,3 %	19,4 %	19,4 %	19,5 %	20,3 %	20,3 %	20,3 %	
Steuerquote (EBT)	22,0 %	21,5 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	
NOPAT	24	28	32	35	36	38	40	42	44	46	50	52	55	
Abschreibungen	9	11	12	12	13	14	14	15	16	17	16	17	19	
Abschreibungsquote	5,3 %	5,7 %	5,6 %	5,4 %	5,4 %	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,9 %	5,2 %	5,3 %	5,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	6	5	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	
- Investitionen	13	13	13	13	14	14	15	16	16	17	18	19	20	
Investitionsquote	7,0 %	6,5 %	6,0 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	5,7 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	15	21	28	31	33	35	36	39	41	43	45	48	51	54
Barwert FCF	14	18	24	24	24	24	23	23	23	22	22	22	21	450
Anteil der Barwerte	7,64 %			31,10 %										61,26 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	15,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	7,05 %	Beta	1,10

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	285		
Terminal Value	450		
Zinstr. Verbindlichkeiten	68		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	65	Aktienzahl (Mio.)	11,8
Eigenkapitalwert	732	Wert je Aktie (EUR)	61,97

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,31	8,0 %	47,57	48,53	49,57	50,70	51,92	53,25	54,71	1,31	8,0 %	46,48	47,89	49,29	50,70	52,10	53,51	54,92
1,21	7,5 %	51,92	53,11	54,40	55,81	57,36	59,06	60,93	1,21	7,5 %	51,20	52,74	54,28	55,81	57,35	58,89	60,43
1,15	7,3 %	54,37	55,70	57,15	58,74	60,49	62,42	64,57	1,15	7,3 %	53,90	55,51	57,13	58,74	60,36	61,98	63,59
1,10	7,0 %	57,04	58,53	60,17	61,97	63,96	66,17	68,63	1,10	7,0 %	56,87	58,57	60,27	61,97	63,67	65,37	67,07
1,05	6,8 %	59,95	61,64	63,49	65,54	67,81	70,35	73,20	1,05	6,8 %	60,16	61,96	63,75	65,54	67,33	69,13	70,92
0,99	6,5 %	63,15	65,06	67,17	69,51	72,12	75,06	78,38	0,99	6,5 %	63,82	65,72	67,61	69,51	71,41	73,30	75,20
0,89	6,0 %	70,58	73,06	75,83	78,95	82,47	86,49	91,12	0,89	6,0 %	72,52	74,67	76,81	78,95	81,09	83,23	85,37

- Wir nehmen eine Finanzierung der Diatron-Akquisition mit einer Zwischenfinanzierung von EUR 60 Mio. an
- Nicht zahlungswirksame Abschreibung von EUR 2,5 Mio. p.a. läuft 2026 aus

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12	15	20	22	23	27	32	
+ Abschreibung + Amortisation	6	7	8	6	9	11	12	
- Zinsergebnis (netto)	0	0	0	0	0	-1	0	
- Erhaltungsinvestitionen	9	10	7	7	8	8	9	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	10	12	21	21	26	31	36	
Free Cash Flow Yield Potential	2,7 %	3,2 %	5,2 %	4,0 %	4,3 %	5,4 %	6,6 %	
WACC	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	7,05 %	
= Enterprise Value (EV)	380	380	409	527	596	573	545	
= Fair Enterprise Value	143	172	302	298	365	441	510	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-48	-48	-48	-48	3	-9	-25	
- Pensionsverbindlichkeiten	0	0	0	0	0	0	0	
- Sonstige	0	0	0	0	0	-11	-23	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	192	220	350	346	362	461	557	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	12	12	12	12	12	12	12	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	16,22	18,63	29,64	29,33	30,63	39,00	47,15	
Premium (-) / Discount (+) in %					-38,8 %	-22,0 %	-5,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,05 %	12,59	14,29	22,01	21,79	21,40	27,84	34,27
	9,05 %	13,54	15,42	23,99	23,75	23,80	30,74	37,61
	8,05 %	14,71	16,83	26,46	26,20	26,79	34,36	41,79
WACC	7,05 %	16,22	18,63	29,64	29,33	30,63	39,00	47,15
	6,05 %	18,23	21,04	33,87	33,51	35,75	45,19	54,29
	5,05 %	21,03	24,40	39,77	39,34	42,89	53,82	64,25
	4,05 %	25,21	29,42	48,58	48,05	53,55	66,71	79,14

- Die Sensitivitätsanalyse suggeriert, dass der Markt einen Abschlag von 5% auf die 2017er Schätzungen anwendet
- Unter "Sonstige" rechnen wir kumulierte zukünftige Dividendenzahlungen hinzu

Peer Group

Company	Price in LC	MC in LCm	EV in LCm	P / E adj.			EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
				16e	17e	18e	16e	17e	18e	16e	17e	18e	16e	17e	18e
Agilent Technologies, Inc.	40.96	13,425.5	13,403.7	22.1x	18.9x	17.3x	3.2x	3.0x	2.8x	14.1x	12.4x	11.6x	15.9x	13.8x	12.9x
Bio-Rad Laboratories, Inc. Class A	143.39	4,210.2	3,862.5	42.6x	37.4x	27.1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
bioMérieux SA	113.60	4,480.8	4,713.3	25.0x	21.5x	18.5x	2.3x	2.1x	1.9x	11.5x	10.2x	9.1x	16.7x	14.7x	12.6x
Bruker Corporation	27.20	4,426.9	4,350.7	26.7x	23.9x	21.1x	2.5x	2.4x	2.2x	15.6x	13.4x	12.0x	17.6x	15.6x	13.8x
Carl Zeiss Meditec AG	29.66	2,411.6	2,453.2	25.4x	21.7x	20.1x	1.9x	1.8x	1.6x	12.8x	11.1x	10.0x	14.5x	12.4x	11.2x
DiaSorin S.p.A.	51.75	2,840.7	2,572.5	25.8x	22.8x	21.4x	4.9x	4.5x	4.2x	13.0x	11.6x	10.8x	15.6x	13.7x	13.1x
Hologic, Inc.	33.75	9,410.5	12,804.6	17.7x	16.2x	14.7x	4.3x	3.9x	3.5x	11.5x	10.4x	9.4x	12.7x	11.3x	10.1x
Mettler-Toledo International Inc.	364.05	9,781.7	10,784.1	25.4x	22.7x	20.6x	4.2x	4.1x	3.9x	17.3x	15.9x	14.8x	18.3x	17.1x	16.3x
QIAGEN NV	18.99	4,424.8	5,209.9	19.9x	18.1x	16.4x	4.1x	3.7x	3.3x	13.1x	11.6x	10.3x	17.0x	14.7x	12.8x
Sartorius AG Pref	210.90	3,948.0	4,076.7	27.5x	24.2x	20.6x	3.7x	3.3x	3.0x	15.1x	13.0x	11.5x	19.0x	16.1x	14.0x
Sysmex Corporation	6,830	14,875	13,757.42	34.3x	27.4x	n.a.	4.8x	4.3x	n.a.	17.8x	15.5x	n.a.	21.5x	19.0x	n.a.
Tecan Group AG	135.20	1,554.6	1,365.0	27.4x	21.8x	19.8x	2.5x	2.3x	2.1x	15.0x	11.8x	10.5x	18.9x	14.2x	12.5x
Thermo Fisher Scientific Inc.	145.14	57,108.7	72,076.5	17.9x	16.1x	14.5x	3.8x	3.6x	3.4x	15.1x	13.9x	12.6x	16.5x	15.1x	13.7x
Waters Corporation	131.10	10,617.1	9,960.4	20.6x	18.9x	17.5x	4.5x	4.2x	3.9x	13.7x	12.6x	11.6x	15.6x	14.4x	13.1x
Average				25.6x	22.3x	19.2x	3.6x	3.3x	3.0x	14.3x	12.6x	11.2x	16.9x	14.8x	13.0x
Median				25.4x	21.7x	19.8x	3.8x	3.6x	3.1x	14.1x	12.4x	11.2x	16.7x	14.7x	13.0x
Stratec Biomedical	50.00	590.5	542.3	22.8x	19.5x	17.2x	3.0x	2.7x	2.5x	13.6x	11.7x	10.2x	16.1x	13.8x	12.4x
Valuation difference to Median				11%	11%	15%	27%	33%	25%	4%	7%	9%	4%	6%	4%
Fair value per share based on Median				55.71	55.58	57.55	62.25	65.24	61.29	51.69	53.11	54.21	51.83	52.87	52.00

Source: FactSet, Warburg Research; Prices as of 5 May 2016

- Die Peergroup beinhaltet Kunden, Teilwettbewerber und im Life Science-, Diagnostik- und Pharmamarkt aktive Unternehmen
- Für STRATEC verwenden wir ("cash"-) bereinigte EBIT- und EPS-Werte
- Wir bereinigen um nicht zahlungswirksame Abschreibungen und Integrationskosten in Verbindung mit der Diatron-Akquisition

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	4,4 x	4,0 x	4,0 x	4,4 x	4,2 x	3,7 x	3,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,19	5,70	6,95	8,41	5,24	7,00	8,93
EV / Umsatz	3,1 x	3,0 x	2,8 x	3,6 x	3,3 x	2,8 x	2,5 x
EV / EBITDA	17,7 x	14,6 x	12,7 x	15,9 x	15,0 x	12,3 x	10,3 x
EV / EBIT	24,4 x	19,5 x	17,0 x	19,6 x	19,6 x	16,3 x	13,3 x
EV / EBIT adj.*	24,4 x	19,5 x	17,0 x	19,6 x	17,7 x	14,6 x	12,5 x
Kurs / FCF	475,3 x	24,9 x	13,5 x	33,5 x	28,0 x	26,4 x	21,2 x
KGV	31,1 x	25,3 x	22,6 x	26,0 x	25,4 x	21,8 x	18,3 x
KGV ber.*	31,1 x	25,3 x	22,6 x	26,0 x	22,8 x	19,5 x	17,2 x
Dividendenrendite	1,7 %	1,8 %	1,8 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	2,7 %	3,2 %	5,2 %	4,0 %	4,3 %	5,4 %	6,6 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Installierte Basis	10.500	11.700	12.500	13.419	13.874	14.205	14.369

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	123	128	145	147	180	201	215
Veränd. Umsatz yoy	5,2 %	4,3 %	13,2 %	1,4 %	22,2 %	12,1 %	6,7 %
Herstellungskosten	84	86	100	92	112	126	134
Bruttoergebnis	39	42	45	55	67	75	80
<i>Bruttomarge</i>	<i>31,8 %</i>	<i>32,6 %</i>	<i>31,0 %</i>	<i>37,5 %</i>	<i>37,5 %</i>	<i>37,5 %</i>	<i>37,5 %</i>
Forschung und Entwicklung	4	5	5	8	11	11	12
Vertriebskosten	9	7	6	7	8	9	8
Verwaltungskosten	9	9	11	12	13	15	15
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3	3	3	8	11	12	12
Sonstige betriebliche Erträge	1	1	4	7	8	9	10
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	22	26	32	33	40	47	53
<i>Marge</i>	<i>17,6 %</i>	<i>20,4 %</i>	<i>22,3 %</i>	<i>22,5 %</i>	<i>22,2 %</i>	<i>23,1 %</i>	<i>24,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3	3	3	2	3	4	5
EBITA	19	24	30	31	37	42	48
Abschreibungen auf iAV	3	4	6	4	5	5	5
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	2	3	3
EBIT	16	19	24	27	30	35	41
<i>Marge</i>	<i>12,7 %</i>	<i>15,2 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>18,3 %</i>	<i>16,9 %</i>	<i>17,5 %</i>	<i>19,1 %</i>
EBIT adj.	16	19	24	27	34	39	44
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	0	0	0	0	1	1	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	15	19	24	27	30	34	41
<i>Marge</i>	<i>12,5 %</i>	<i>15,1 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>18,5 %</i>	<i>16,6 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>19,1 %</i>
Steuern gesamt	3	4	4	5	7	7	9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12	15	20	22	23	27	32
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	12	15	20	22	23	27	32
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	12	15	20	22	23	27	32
<i>Marge</i>	<i>10,1 %</i>	<i>12,1 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>15,0 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>15,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	12	12	12	12	12	12	12
EPS	1,06	1,32	1,68	1,87	1,97	2,29	2,74
EPS adj.	1,06	1,32	1,68	1,87	2,19	2,56	2,91

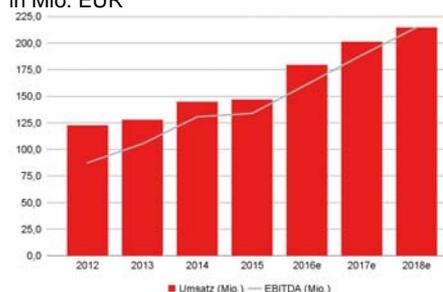
*Adjustiert um:

Guidance: n.a.

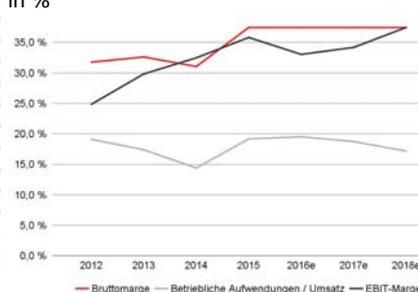
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	19,1 %	17,4 %	14,4 %	19,2 %	19,5 %	18,8 %	17,2 %
Operating Leverage	-5,5 x	5,8 x	1,8 x	8,4 x	0,6 x	1,3 x	2,5 x
EBITDA / Interest expenses	43,9 x	83,5 x	143,3 x	183,9 x	47,4 x	43,9 x	104,2 x
Steuerquote (EBT)	18,8 %	19,9 %	17,8 %	18,7 %	22,0 %	21,5 %	21,0 %
Ausschüttungsquote	52,6 %	45,5 %	41,7 %	40,1 %	45,1 %	44,9 %	44,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	247.313	238.268	268.259	264.659	226.155	241.450	245.289

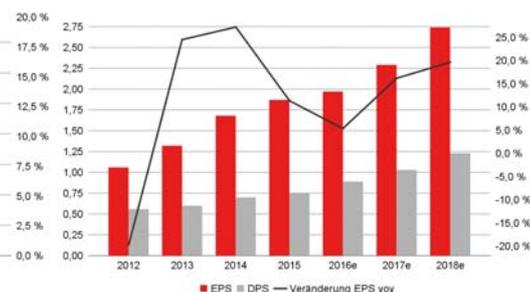
Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



Operative Performance
in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

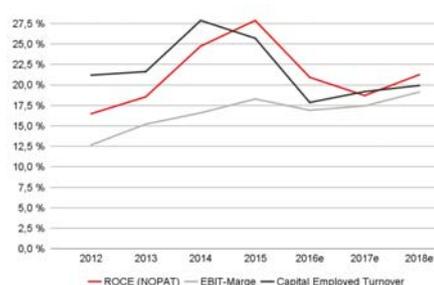
Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	27	30	30	31	79	77	74
davon übrige imm. VG	3	1	1	1	24	21	19
davon Geschäfts- oder Firmenwert	5	4	5	5	30	30	30
Sachanlagen	17	17	16	20	31	35	39
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	44	48	46	51	110	112	113
Vorräte	18	18	18	16	21	24	25
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	27	25	21	26	27	30	32
Liquide Mittel	13	21	47	56	65	37	43
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	7	7	6	10	8	9	10
Umlaufvermögen	64	70	91	108	121	100	110
Bilanzsumme (Aktiva)	109	118	138	159	232	212	223
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	12	12	12	12	12	12	12
Kapitalrücklage	16	17	18	20	20	20	20
Gewinnrücklagen	59	68	80	94	109	125	145
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1	0	2	4	0	2	2
Buchwert	88	97	112	130	141	159	179
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	88	97	112	130	141	159	179
Rückstellungen gesamt	1	1	2	2	2	2	3
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	9	9	9	8	68	28	18
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	1	2	5	4	64	24	14
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5	5	3	3	4	5	5
Sonstige Verbindlichkeiten	7	7	12	15	16	18	18
Verbindlichkeiten	21	21	26	29	91	53	44
Bilanzsumme (Passiva)	109	118	138	159	232	212	223

Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,2 x	2,3 x	2,8 x	2,5 x	2,4 x	2,4 x	2,3 x
Capital Employed Turnover	1,5 x	1,5 x	1,9 x	1,8 x	1,2 x	1,3 x	1,4 x
ROA	28,1 %	32,5 %	42,5 %	43,5 %	21,1 %	24,1 %	28,6 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	16,5 %	18,6 %	24,8 %	27,9 %	20,9 %	18,7 %	21,3 %
ROE	14,8 %	16,8 %	18,9 %	18,2 %	17,2 %	18,1 %	19,2 %
Adj. ROE	14,8 %	16,8 %	18,9 %	18,2 %	19,1 %	20,1 %	20,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-5	-12	-37	-48	3	-9	-24
Nettofinanzverschuldung	-5	-12	-38	-48	3	-9	-25
Net Gearing	-5,2 %	-12,5 %	-33,4 %	-37,0 %	2,4 %	-5,4 %	-13,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,4 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	7,5	8,3	9,5	11,0	11,9	13,5	15,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	5,2	5,7	6,9	8,4	5,2	7,0	8,9

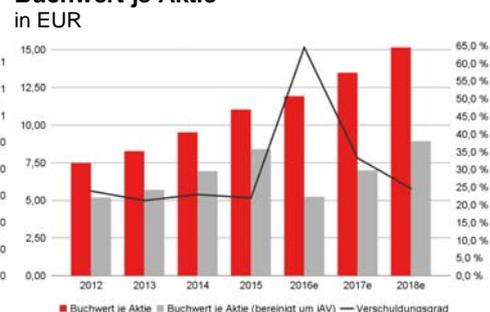
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung



Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

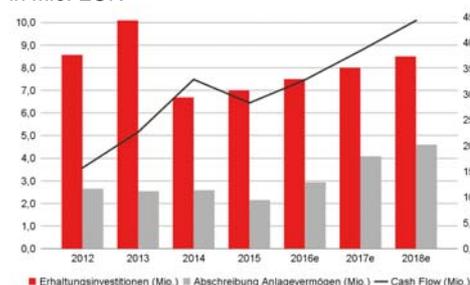
Cash flow

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	12	15	20	22	23	27	32
Abschreibung Anlagevermögen	3	3	3	2	3	4	5
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	2	3	3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3	4	6	4	5	5	5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3	1	5	0	0	0	0
Cash Flow	16	23	33	28	33	38	44
Veränderung Vorräte	-7	1	5	2	-5	-3	-2
Veränderung Forderungen aus L+L	0	0	0	-5	-2	-3	-2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1	0	2	1	1	1	0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0	0	0	0	7	3	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-6	1	7	-2	1	-3	-3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	9	24	40	26	34	36	41
Investitionen in iAV	-6	-6	-5	-3	-5	-5	-4
Investitionen in Sachanlagen	-3	-3	-1	-5	-7	-8	-9
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	0	0	-64	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-9	-10	-7	-9	-77	-13	-13
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1	0	-2	-2	60	-40	-10
Dividende Vorjahr	-6	-7	-7	-8	-9	-11	-12
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	1	1	1	2	0	0	0
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-7	-6	-8	-9	51	-51	-22
Veränderung liquide Mittel	-6	8	25	9	8	-28	6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	1	1	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	13	21	47	56	65	37	43

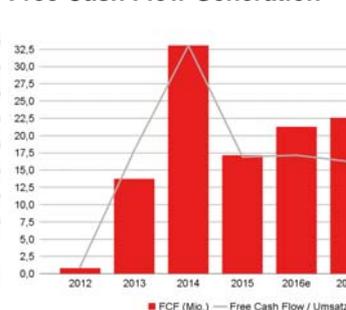
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	1	14	33	17	21	23	28
Free Cash Flow / Umsatz	0,7 %	12,3 %	22,8 %	11,7 %	11,9 %	11,2 %	13,1 %
Free Cash Flow Potential	10	12	21	21	26	31	36
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	6,5 %	101,8 %	167,3 %	77,7 %	91,4 %	83,4 %	86,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,4 %	0,9 %	0,7 %	0,9 %	0,6 %	0,8 %	1,1 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,3 %	3,6 %	2,5 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	7,0 %	6,3 %	4,6 %	6,0 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %
Maint. Capex / Umsatz	7,0 %	7,9 %	4,6 %	4,8 %	4,2 %	4,0 %	4,0 %
CAPEX / Abschreibungen	143,6 %	123,0 %	81,6 %	142,2 %	132,7 %	115,0 %	108,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	29,8 %	30,4 %	25,5 %	25,2 %	22,9 %	23,2 %	23,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	582,9 %	535,1 %	721,5 %	739,6 %	645,2 %	644,7 %	648,0 %
Vorratsumschlag	4,8 x	4,8 x	5,5 x	5,7 x	5,3 x	5,3 x	5,3 x
Receivables collection period (Tage)	79	70	52	63	55	55	55
Payables payment period (Tage)	20	20	10	14	14	14	14
Cash conversion cycle (Tage)	73	72	65	61	65	65	66

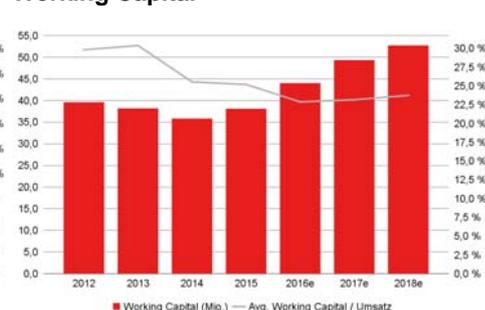
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
STRATEC Biomedical	–	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007289001.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	64
Halten	61	33
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	183	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	77
Halten	7	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	30	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [STRATEC BIOMEDICAL] AM [09.05.2016]

Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Other awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com