

# Zur Rose

## Führende Versandapotheke mit Potential

26. November 2012

Preis CHF 28.50

### Key Figures (CHF m)

	2011	2012E	2013E	2014E
Total Revenues	488	522	940	1005
yoy-change	-	7%	80%	7%
EBITDA	9.8	11.0	12.0	19.0
EBITDA-margin	2.0%	2.1%	1.3%	1.9%
EBIT	5.0	-4.0	4.0	11.0
EBIT-margin	1.0%	-0.8%	0.4%	1.1%
Net profit	8.7	-6.0	1.5	6.8
EPS	2.66	-1.84	0.46	2.07
NAV/Share (CHF)	25.1	25.4	25.8	27.9
Dividend per share	1.0	0.0	0.0	1.0
Dividend yield	n.m.	0.0%	0.0%	3.5%

### Enterprise Value (CHF m)

Market cap	92.8	92.8	92.8	92.8
+ Net debt (cash)	8.8	33.0	34.5	30.8
= Enterprise value	101.5	125.8	127.3	123.5

### Valuation

EV/Sales	0.2	0.2	0.1	0.1
EV/EBITDA	10.4	11.4	10.6	6.5
EV/EBIT	20.3	n.m.	31.8	11.2
P/E adj.	10.7	n.m.	61.8	13.7
Price / NAV	1.1	1.1	1.1	1.0

### Debt figures

Interest cover	7.6	4.4	4.8	7.6
Net debt / EBITDA	0.9	3.0	2.9	1.6
Equity ratio	57%	35%	36%	37%
Gearing	11%	40%	41%	34%

### Return

ROE (NOPAT)	12%	-5%	4%	10%
-------------	-----	-----	----	-----

### Research

**Mario Davatz**, Tel: +41 44 2045731

mario.davatz@neuehelvetischebank.ch

**Remo Rosenau**, Tel: +41 44 2045730

remo.rosenau@neuehelvetischebank.ch

**Die Zur Rose Gruppe emittiert eine Unternehmensanleihe mit einer Laufzeit von 5 Jahren zur Finanzierung der DocMorris Übernahme und zur Refinanzierung bestehender Kreditverträge. Die definitiven Konditionen (Emissionsbetrag und Coupon) werden abhängig von der Nachfrage am 30. November 2012 festgelegt. Aufgrund nachfolgender Faktoren empfehlen wir die Unternehmensanleihe der Zur Rose Gruppe zu zeichnen:**

**Tätigkeit in stabilem strukturellem Wachstumsmarkt:** Die wichtigsten Geschäftsbereiche der Zur Rose Gruppe sind die Belieferung von Ärzten mit Medikamenten in der Schweiz und der Versand von Arzneimitteln an Patienten in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Trotz intensiven Sporbemühungen bleibt der Medikamentenmarkt aufgrund der demographischen Entwicklung ein Wachstumsmarkt (+1% bis +2% p.a.).

**Zusätzliche Wachstumstreiber für Versandapotheken:** Staatlich geförderter Wettbewerb zur Senkung der Medikamentenpreise, die Branchenkonsolidierung und die zunehmende Akzeptanz von E-Commerce geben den Versandapotheken Rückenwind und führen zu Marktanteilsgewinnen und positiven Skaleneffekten. Zusätzlich werden strategische Kooperationen mit Krankenkassen und mit Vertriebspartnern (z.B. dm & Rossmann) für einen Umsatzschub sorgen.

**Marktführer mit attraktiver Plattform für Ärzte und Patienten:** Währenddem sich Zur Rose die Marktführerschaft in der Schweiz mit Galexis und MediService (beides Tochtergesellschaften von Galencia) teilt, katapultiert sich das Unternehmen mit der Übernahme von DocMorris zur klaren Nummer 1 in Deutschland. Dank ihrer Grösse verfügt Zur Rose über bessere Einkaufskonditionen, welche sie an ihre Kunden weitergeben kann. Zudem versorgt Zur Rose ihre Kunden mit Zusatzdienstleistungen (bspw. HomeCare; Betreuung von Patienten mit komplexer Medikation) was die Kundenbindung erhöht. Da sich Ärzte – ähnlich einem Genossenschaftsmodell – an Zur Rose beteiligen können, entsteht auch hier eine engere Bindung.

**Margenausbau erwartet:** Durch die Übernahme von DocMorris und die tagtägliche Akquisition von Neukunden erwarten wir einen Anstieg von Zur Roses Handelsmarge. Zusätzlich wird eine bessere Auslastung der Infrastruktur sowie die Nutzung von Synergieeffekten gemäss unserer Einschätzung die operative Marge positiv beeinflussen.

**Stabile Kreditkennzahlen:** Mit einem von uns prognostizierten Zinsdeckungsfaktor (EBITDA/Zinskosten) 2013e von 4.8x und einem Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung/EBITDA) von 2.9x verfügt die Zur Rose Gruppe über komfortable Kreditkennzahlen. Die Eigenkapitalquote wird auch nach dem von uns erwarteten Goodwill Abschreiber (nicht geldwirksam) der VfG Versandapotheke mit 35% solide ausfallen. Zusätzliche Sicherheit gewähren finanzielle Covenants (EK-Quote mind. 20%; Ausschüttungsbeschränkung von 50% vom Jahresgewinn korrigiert um allfällige nicht-cash-wirksame Aufwendungen resp. Erträge).

## Inhaltsverzeichnis

<b>Transaktion</b>	<b>3</b>
<b>Corporate Governance</b>	<b>4</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	<b>5</b>
<b>Finanzkennzahlen</b>	<b>18</b>
<b>Konklusion</b>	<b>23</b>
<b>SWOT-Analyse</b>	<b>24</b>

## Transaktion

Die Zur Rose Gruppe emittiert eine Unternehmensanleihe mit einer fünfjährigen Laufzeit. Das Neugeld dient der Finanzierung der DocMorris Übernahme sowie der Refinanzierung von bestehenden Finanzverbindlichkeiten. Das Termsheet und der Zeitplan der Transaktion sehen folgendermassen aus:

### Termsheet und Zeitplan



Neue Helvetische Bank

#### Zur Rose AG

#### **[4 $\frac{1}{8}$ -4 $\frac{7}{8}$ ]% Anleihe 2012 – 2017 von CHF 40'000'000**

mit der Möglichkeit der Erhöhung bis auf CHF 50'000'000

Die definitiven Konditionen (Emissionsvolumen und Coupon) werden voraussichtlich am 30. November 2012 nach Börsenschluss auf Basis der Nachfrage im Bookbuilding und den allgemeinen Marktbedingungen festgelegt und mitgeteilt. Dieses Term Sheet ist dementsprechend vorläufig und gilt vorbehaltlich der entsprechenden Vervollständigung.

<b>Emittent</b>	Zur Rose AG
<b>Emissionsbetrag</b>	CHF 40'000'000 mit der Möglichkeit der Erhöhung bis auf CHF 50'000'000
<b>Coupon</b>	[4 $\frac{1}{8}$ -4 $\frac{7}{8}$ ]% p.a., zahlbar jährlich am 7. Dezember, erstmals am 7. Dezember 2013
<b>Emissionspreis</b>	Die Neue Helvetische Bank und die Raiffeisen Genossenschaft Schweiz haben die Anleihe zum Preis von 100.5% (abzüglich Kommissionen) fest übernommen
<b>Platzierungspreis</b>	Der Platzierungspreis richtet sich nach Angebot und Nachfrage.
<b>Laufzeit</b>	5 Jahre
<b>Launch</b>	26. November 2012
<b>Book Building</b>	26. November 2012 bis 30. November 2012, 12.30 Uhr MEZ
<b>Liberierung</b>	7. Dezember 2012
<b>Rückzahlung</b>	7. Dezember 2017 zu 100%
<b>Aufstockungsmöglichkeit</b>	Der Emittent behält sich das Recht vor, jederzeit ohne Zustimmung der Obligationäre, den Emissionsbetrag dieser Anleihe durch Ausgabe weiterer, mit dieser Basisranche fungiblen Obligationen zu erhöhen.
<b>Stückelung</b>	CHF 5'000 Nennwert und ein Mehrfaches davon
<b>Covenants</b>	Negativklausel (mit Ausnahmen), Pari-Passu-Klausel, Verzugsklausel (einschliesslich Cross-Default-Klausel mit Ausnahmen)
<b>Kotierung/Handel</b>	Der provisorische Handel an der SIX Swiss Exchange AG wird voraussichtlich am 7. Dezember 2012 aufgenommen. Die Kotierung an der SIX Swiss Exchange AG wird beantragt. Der letzte Handelstag wird der 4. Dezember 2017 sein (dritter Bankarbeitstag vor dem Rückzahlungstermin).
<b>Anwendbares Recht/ Gerichtsstand</b>	Schweizerisches Recht/Frauenfeld
<b>Verkaufsrestriktionen</b>	U.S.A., U.S. Personen, Vereinigtes Königreich und Europäischer Wirtschaftsraum
<b>Bankensyndikat</b>	Neue Helvetische Bank AG (Lead Manager), Raiffeisen Schweiz Genossenschaft (Co-Lead Manager)
<b>Valorenummer/ISIN/ Ticker</b>	Valorenummer: 19972936      ISIN: CH0199729366      Ticker: ZRO12
<b>Emissions- und Kotierungsprospekt</b>	Der Emissions- und Kotierungsprospekt kann kostenlos per E-Mail bei der Neue Helvetische Bank AG unter <a href="mailto:prospectus@nhbag.ch">prospectus@nhbag.ch</a> oder Tel. Nr. +41 (0) 44 204 56 19 bestellt werden.

Quelle: NHB

## Corporate Governance

Das Aktienkapital von Zur Rose setzt sich aus 3.255 Mio. Aktien mit einem Nennwert von je CHF 5.75 zusammen. Per Ende 2011 waren 2'025 Aktionäre (primär Ärzte) an Zur Rose beteiligt. Kein Aktionär besitzt eine Beteiligungsquote von über 3%. Die Aktien werden auf den OTC Plattformen der Berner und der Zürcher Kantonalbank gehandelt.

### Verwaltungsrat und Management

Der Verwaltungsrat der Zur Rose AG setzt sich aus mehrheitlich unabhängigen externen Mitgliedern zusammen. Als Verwaltungsratspräsident amtiert seit dem Jahr 2011 Professor Stefan Feuerstein. Ebenfalls Mitglied des Verwaltungsrates und dessen Delegierter ist Herr Walter Oberhänsli, der Gründer der Zur Rose AG. Die weiteren Mitglieder sind Professor Volker Amelung (Inhaber der Professur für Gesundheitsmanagement und Gesundheitssystemforschung an der Medizinischen Hochschule Hannover), Herr Joachim Bolz (Präsident Henkel France) sowie Herr Markus Braun (Head of Corporate Office der Diethelm Keller Holding). Zudem ist die Ärzteschaft mit den Herren Thomas Schneider (Facharzt FMH für Allgemeinmedizin), Hartmut Seifert (Facharzt FMH für Allgemeinmedizin) und Lukas Wagner (Facharzt FMH für Allgemeinmedizin) im Verwaltungsrat vertreten.

Der Gruppenleitung der Zur Rose AG gehören vier Personen an. Es sind dies der Verwaltungsratsdelegierte Herr Walter Oberhänsli, der Finanzchef Herr Christian Kappler, Herr Matthias Baumann (Leiter Markt Schweiz) und Herr Rainer Seiler (Leiter Markt EU).

Nachfolgend die beiden Kurzlebensläufe des Verwaltungsratspräsidenten Professor Stefan Feuerstein sowie vom CEO Walter Oberhänsli:

*Verwaltungsratspräsident:* Professor Stefan Feuerstein (Deutscher, 1955) hat diverse Aufsichts- und Verwaltungsratsmandate, u.a. ist er Vorsitzender der WMF AG und der NORDWEST Handel AG. Bis 2010 war er Verwaltungsratsdelegierter der Markant AG, zuvor Vorstandsmitglied der METRO AG.

*Vorsitzender der Gruppenleitung (CEO):* Walter Oberhänsli (Schweizer, 1958) war von 1996 bis 2011 Präsident des Verwaltungsrates. Seit 2005 ist Herr Oberhänsli Delegierter des Verwaltungsrates und Vorsitzender der Gruppenleitung. Zuvor war er als selbständiger Rechtsanwalt in Kreuzlingen tätig.

### Vergütung und Aktienbesitz

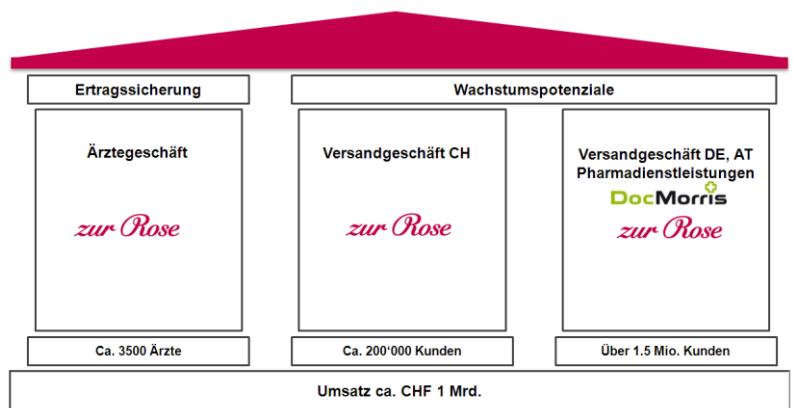
Die aus vier Mitgliedern bestehende Gruppenleitung bezog im Geschäftsjahr 2011 eine Gesamtvergütung von CHF 1.94 Mio. Unter Ausklammerung von Herrn Oberhänsli besaßen die restlichen drei Geschäftsleitungsmitglieder 2'500 Aktien. Der Verwaltungsrat (inkl. Herr Oberhänsli) besass demgegenüber 129'997 Aktien, was 4% der total ausstehenden Aktien (3.0 Mio. per 31.12.2011) entspricht.

## Geschäftsmodell

### Ärztegrossist und Schweizer Pionier im Versandhandel von Medikamenten

Die Zur Rose AG wurde 1993 als Ärztegrossist gegründet und gehört in diesem Bereich neben Galenica zu den führenden Anbietern in der Schweiz. Der Name leitet sich vom Haus zur Rose in Steckborn ab, in welchem die eigene Ladenapotheke der Zur Rose Gruppe residiert. Seit 2001 ist Zur Rose auch im Versand von rezeptpflichtigen (Rx) Medikamenten sowie Gesundheitsprodukten tätig. Der Versand von rezeptfreien (OTC) Medikamenten wurde erst 2011 aufgenommen. In diesen wachstumsstarken Märkten nimmt Zur Rose in der Schweiz ebenfalls eine führende Stellung ein. Im internationalen Versandgeschäft konzentriert sich Zur Rose auf die Märkte Deutschland und Österreich. Durch die Akquisition der niederländischen DocMorris (Closing per 30. November 2012 erwartet) katapultiert sich Zur Rose zur Nummer 1 im deutschen Medikamenten-Versandgeschäft. Anbei ein kurzer Überblick über die Aktivitäten von Zur Rose:

### Geschäftsfelder Zur Rose



Quelle: Zur Rose

### Ärztegeschäft als Cash Cow der Gruppe

Das Ärztegeschäft (Ursprung der Zur Rose Gruppe) bildet das Rückgrat der Gesellschaft. Pro Jahr erwirtschaftet Zur Rose in diesem Segment ein operatives Ergebnis von über CHF 6 Mio., resp. CHF 0.5 Mio. pro Monat. Da das Wachstumspotential im Ärztegeschäft relativ begrenzt ist, suchte die Gesellschaft schon früh nach Diversifikationsmöglichkeiten und startete im Jahr 2001 als Schweizer Versandapotheke. Im Jahr 2004 erfolgte der Markteintritt in Deutschland und vier Jahre später in Österreich. Im Bereich Pharmadienleistungen bietet Zur Rose Dienstleistungen zur Verbesserung des Arzneimittelmanagements und der Versorgungssicherheit an. Dabei geht es um die kostengünstige Beschaffung eines umfassenden Sortiments an Arzneimitteln und Gesundheitsprodukten für Apotheken, Pflegeheime und Krankenhäuser. Zudem unterstützt Zur Rose ihre Kunden (Apotheken und Gesundheitsunternehmen) beim Marketing sowie bei Werbe- und Vertriebsaktivitäten.

### Der Medikamentenmarkt

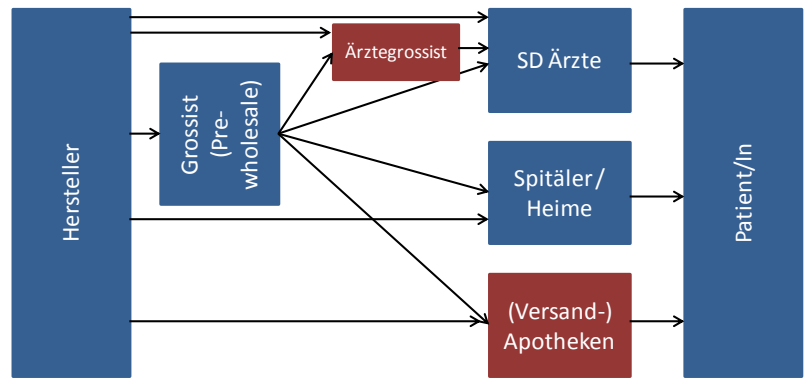
Zum besseren Verständnis wollen wir den Medikamentenmarkt nachfolgend kurz erläutern:

**Demographische Entwicklung, Multimorbidität und Forschung als strukturelle Wachstumstreiber des Medikamentenmarkts**

Der Verkauf von Medikamenten ist ein struktureller Wachstumsmarkt. Die wichtigsten Wachstumstreiber sind die demographische Entwicklung, die Multimorbidität sowie die in der Medizin erzielten Fortschritte. Bei der demographischen Entwicklung werden primär die zunehmende Lebenserwartung sowie die Alterung der Bevölkerung (im Jahr 2030 werden in Deutschland und der Schweiz rund 30% der Bevölkerung älter als 65 sein) zu einem erhöhten Medikamentenkonsum führen. Unter Multimorbidität versteht man das gleichzeitige Bestehen mehrerer Krankheiten bei einer einzelnen Person. Diese Mehrfacherkrankungen treten mit zunehmendem Alter vermehrt auf. Die Fortschritte, welche in der medizinischen Forschung erzielt werden, münden vielfach in neuen Medikamenten für neue Anwendungsgebiete.

Die Wertschöpfungskette der Pharmaindustrie ist komplex. Wir wollen hier lediglich die für die Zur Rose Gruppe relevanten Stufen wiedergeben:

**Wertschöpfungskette**



Quelle: NHB

Der Grossteil der von einem Hersteller produzierten Medikamente wird über einen Grossisten (Pre-Wholesaler) an Ärzte, Spitäler und Apotheken verteilt. Diese "Feinverteiler" geben die Medikamente an die Patienten und Patientinnen ab. Die Zur Rose Gruppe ist über ihre Tochtergesellschaften als Ärztegrossist und Versandapotheke tätig.

**Versandapotheken mit höheren Wachstumsraten als Offizinapotheken**

Die Versandapotheken warteten während der letzten Jahre mit starken Zuwachsraten auf. So steigerten sie in der Schweiz ihren jährlichen Umsatz um knapp 5% (2007-2011). In Deutschland lag die jährliche Wachstumsrate mit +10% sogar noch höher. Demgegenüber blieb der Umsatz der Offizinapotheken (Apotheken mit einem physischen Verkaufsraum) praktisch konstant. Das positive Umsatzmomentum der Versandapotheken ist unterschiedlichen Faktoren zuzuschreiben: da E-Commerce und damit Online-Shopping mehr und mehr dem Zeitgeist entsprechen, konnte in den unterschiedlichsten Branchen (Buchhandel → Amazon; Textilien → Zalando) eine deutliche Zunahme des Versandanteils festgestellt werden. Dabei verfügt der Medikamentenversand in Deutschland und der Schweiz gegenüber den USA und UK noch über ein beträchtliches Aufholpotential.

**Generation X birgt immenses Potential**

Die nachfolgende Graphik führt deutlich vor Augen, wie wichtig die virtuelle Welt im täglichen Leben vieler Menschen geworden ist. Dabei darf nicht vergessen werden, dass der grösste Teil der User noch unter 40 Jahre alt ist und somit noch nicht zu den „Cash Cows“ der Pharmaindustrie gehört. Es sind dies aber Menschen, welche gegenüber



dem Internet keine Berührungängste haben und einen substantiellen Teil ihrer Einkäufe online tätigen. Nach unserem Dafürhalten wächst hier ein riesiges Potential an zukünftigen Kunden der Versandapotheken heran.

### Was im Internet in 60 Sekunden so alles geschieht...









Quelle: GO-GLOBE.com

### Grosses Einsparpotential je nach gewähltem Absatzkanal

Liberalisierungstendenzen in ganz Europa und der Ruf nach mehr Wettbewerb werden den nicht-standortgebundenen Versandapotheken ebenfalls in die Hände spielen. Der immer grösser werdende Kostendruck im Gesundheitswesen dürfte ebenfalls Wasser auf die Mühlen der Versandapotheken tragen. Nachfolgendes Beispiel führt deutlich vor Augen, wie mit der Nutzung von unterschiedlichen Bezugsquellen Kosteneinsparungen realisiert werden können. Währenddem der Bezug der beiden Medikamente Esidrex (Originalpräparat von Novartis gegen erhöhten Blutdruck) und dem Generikum Lisinopril (Medikament gegen Bluthochdruck und Herzinsuffizienz) von Helvepharm in einer Apotheke zusammen CHF 89.20 kostet, können die beiden Präparate bei einem Arzt für CHF 77.35 bezogen werden. Dies entspricht einem Abschlag von -13%. Für die Einsparung sind einzig und allein der Wegfall der Medikamentenchecks sowie des Bezugschecks verantwortlich. Werden die beiden Medikamente bei einer Versandapotheke bestellt, dann fallen Kosten in der Höhe von CHF 69.75 an. Verantwortlich dafür ist ein 12%iger Rabatt, welchen bspw. Zur Rose bei diesem Generikum gewährt, sowie ein 3.5%iger Rabatt auf dem Originalpräparat. Summa summarum resultiert also eine Einsparung von -22% gegenüber dem Bezug bei einer „traditionellen“ Apotheke!

## Einsparpotential Bezugskanal Patient

	<b>Apotheke</b>	Lisinopril Helvepharm 100 Tabl. 20 mg Medikamentencheck Esidrex 25 100 Tabl. 25 mg Medikamentencheck Bezugscheck <b>Total</b>	CHF 58.00 CHF 4.30 CHF 19.35 CHF 4.30 CHF 3.25 <b>CHF 89.20</b>	
	<b>Arzt</b>	Lisinopril Helvepharm 100 Tabl. 20 mg Esidrex 25 100 Tabl. 25 mg <b>Total</b>	CHF 58.00 CHF 19.35 <b>CHF 77.35</b>	
	<b>Versandapotheke Zur Rose (portofrei)</b>	Lisinopril Helvepharm 100 Tabl. 20 mg 12 Prozent Rabatt Esidrex 25 100 Tabl. 25 mg 3.5 Prozent Rabatt <b>Total</b>	CHF 58.00 – CHF 6.90 CHF 19.35 – CHF 0.70 <b>CHF 69.75</b>	

Quelle: Zur Rose, Stand: November 2012

### Anonymität des Internets als grosses Plus

Neben den Kostenvorteilen, welche grosse Versandapotheken primär dank der Zusammenfassung von Handelsstufen, ihrer Einkaufsmacht und einem weniger anlageintensiven Geschäftsmodell erzielen, greifen mehr und mehr Kunden / Patienten auch wegen der Anonymität auf diese zurück. Viagra, Verhütungsmittel und Medikamente gegen Geschlechtskrankheiten werden vorzugsweise in der Anonymität des Internets als an einer physischen Theke bestellt.

### Differenzierung via Innovationen

Einen zusätzlichen Wettbewerbsvorteil können Versandapotheken auch mit Innovationsführerschaft erzielen. So bietet Zur Rose bspw. die Dienstleistung Dailymed (Box mit individuell portionierten Medikamenten), HomeCare (Pflegefachfrauen unterstützen chronisch Kranke bei der Medikamenteneinnahme), elektronische Rezepte (Verbesserung der Datenqualität; Risiko von Fehlinterpretationen lässt sich weitgehend ausschliessen; ebenfalls kann eine nachträgliche Manipulation von Rezepten verhindert werden) sowie Apps für Smartphones (MediMemory, MyPill) an.

Zum besseren Verständnis soll hier die App MediMemory kurz vorgestellt werden:

### MediMemory App erleichtert Medikamenten-Management

MediMemory kümmert sich um das Medikamenten-Management von Patienten. Dabei sollen die Patienten bei der regelmässigen Einnahme unterschiedlicher Medikamente und Dosierungen unterstützt werden. Geht der Medikamentenvorrat zur Neige, stellt MediMemory den Patienten eine Einkaufsliste mit den benötigten Medikamenten und Mengen zusammen und löst in wenigen Schritten eine Bestellung bei Zur Rose aus. Die Bestellung wird direkt über die Krankenkasse abgerechnet und die Medikamente treffen innerhalb von zwei Arbeitstagen per Post beim Patienten ein.



### Screenshots der MediMemory App



Quelle: iTunes

**Fazit: Medikamentenhandel als struktureller Wachstumsmarkt**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass es sich beim Verkauf von Medikamenten um einen strukturellen Wachstumsmarkt handelt, wobei Online-Händler gegenüber Offizinapotheken die besseren Karten in der Hand halten. Die Zur Rose Gruppe ist somit exzellent positioniert, um dieses Potential zu nutzen.

### Zur Rose Schweiz

**Medikamentenmarkt Schweiz mit temporärer Delle im 2010**

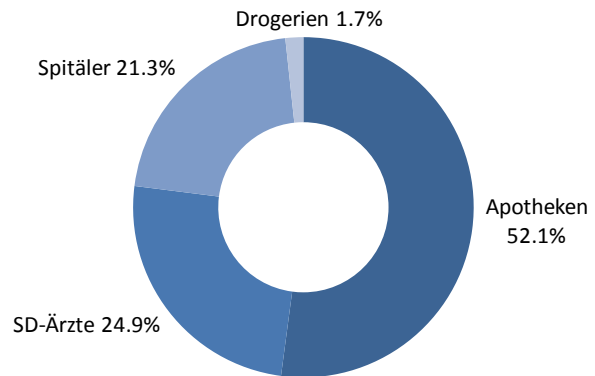
Der Umsatz im Schweizer Medikamentenmarkt betrug im Jahr 2011 CHF 4.9 Mrd. Während es 2010 erstmals seit Erfassung der Marktdaten aufgrund von Preissenkungen zu einem Rückgang im Medikamentenmarkt gekommen ist, wuchs der Markt im 2011 wieder um 1%. Vor dem Hintergrund der Einführung neuer Medikamente und der Bevölkerungszunahme mag dies auf den ersten Blick erstaunen, zeigt aber, dass die verschiedenen Sparmassnahmen im Gesundheitswesen nachhaltig wirken. Für die kommenden drei Jahre rechnet interpharma (der Verband der forschenden pharmazeutischen Firmen in der Schweiz) trotz der Einführung neuer, innovativer Medikamente aber als Folge von weiteren Preissenkungen mit einer Stagnation oder gar Schrumpfung des Medikamentenmarktumsatzes in der Schweiz. Gemäss unserer Einschätzung handelt es sich dabei aber lediglich um ein temporäres Phänomen.

### Medikamentenmarkt Schweiz 2011

Absatzkanal	Zu Fabrikabgabepreisen in CHF Mio.	$\Delta$ ggü. Vorjahr	In Packungen in Mio.	$\Delta$ ggü. Vorjahr
Apotheken	2534	0.2%	116	0.2%
SD-Ärzte	1209	1.5%	38	1.5%
Spitäler	1034	1.8%	43	1.8%
Drogerien	82	-5.6%	10	-5.6%
<b>Gesamtumsatz</b>	<b>4859</b>	<b>0.7%</b>	<b>206</b>	<b>0.7%</b>

Quelle: IMS Health

### Marktanteile Schweiz nach Absatzkanal



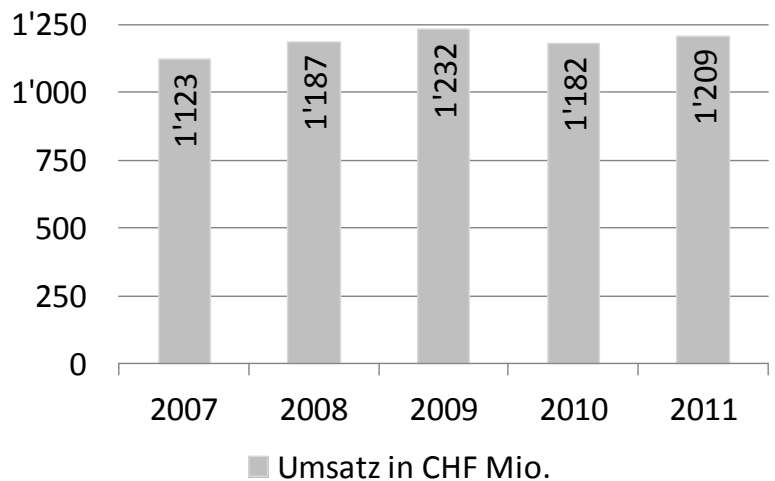
Quelle: IMS Health

### Selbstdispensierende Ärzte mit überdurchschnittlichem Umsatzwachstum

Währenddem die Drogerien (-5.6%) im 2011 einen deutlichen Umsatzrückgang hinnehmen mussten, vermochten insbesondere die Spitäler (+1.8%) wie auch die SD-Ärzte (+1.5%; Ärzte mit eigener Praxisapotheke werden als selbstdispensierende (SD) Ärzte bezeichnet) mehr Medikamente umzusetzen. Mittlerweile beträgt der Anteil der Ärzte rund 25% am Marktvolumen.

Da Zur Rose als Medikamentengrossistin für Ärzte (Kundenbasis rund 3'500 Ärzte) tätig ist, bilden diese eine wichtige Zielgruppe für sie. Aktuell beträgt Zur Roses Marktanteil in diesem äusserst stabilen Segment knapp ein Viertel.

### Medikamentenabsatz Ärzte mit Selbstdispensation



Quelle: IMS Health, NHB

### Selbstdispensation in Zürich und Winterthur seit 2012 erlaubt

Eine Nachfragebelebung dürfte das Ärztegeschäft dadurch erfahren, dass die direkte Medikamentenabgabe durch Ärzte mit Patientenapotheken ab dem 1. Mai 2012 in Zürich und Winterthur wieder unbeschränkt möglich ist. Sowohl das Verwaltungsgericht wie auch das Bundesgericht setzten mit ihren Entscheiden einem jahrelangen Rechtsstreit zwischen Ärzten und Apotheken ein Ende.

Gemäss unserer Einschätzung bildet das Ärztegeschäft die eigentliche Cash Cow der Gruppe. Die Tatsache, dass zahlreiche Ärzte, welche Ihre

Medikamente über Zur Rose beziehen auch Aktionäre der Zur Rose Gruppe sind, untermauert die enge Geschäftsbeziehung. Wir glauben, dass Zur Rose als Ärztgrossist eine operative Marge von 2-3% erzielt.

### **Galexis der Hauptkonkurrent im Ärztegeschäft**

Zur Roses wichtigster Konkurrent im Schweizer Ärztegeschäft ist Galexis (Marktanteil ebenfalls rund ein Viertel), ein Unternehmen der Galenica Gruppe. Galexis versorgt als Vollgrossist jedoch nicht nur Ärzte, sondern auch Apotheken, Drogerien und Spitäler mit Medikamenten, Praxis- und Laborbedarf sowie Medizintechnik. Alloga, eine weitere Tochtergesellschaft von Galenica, bietet als sogenannter "Pre-Wholesaler" eine breite Palette an Logistikdienstleistungen für Healthcare Unternehmen an. Dabei beliefert Alloga auch Zur Rose.

Die Direktlieferung an die Ärzte durch die Pharmahersteller erlebt seit 2004 einen regelrechten Boom. Stammten damals erst 17% der in Arztpraxen abgegebenen Medikamente direkt vom Hersteller, so waren es im 2011 bereits 26%. Dabei wurden insbesondere Spezialärzte (bspw. Onkologen) vermehrt von Pharmaherstellern direkt beliefert. Von weiterhin stark zunehmenden Marktanteils Gewinnen durch Direktlieferungen ist aber nicht auszugehen. Viel mehr erwarten wir, dass sich dieser Anteil zwischen 27% und 30% einpendeln wird.

### **Westschweiz liegt brach**

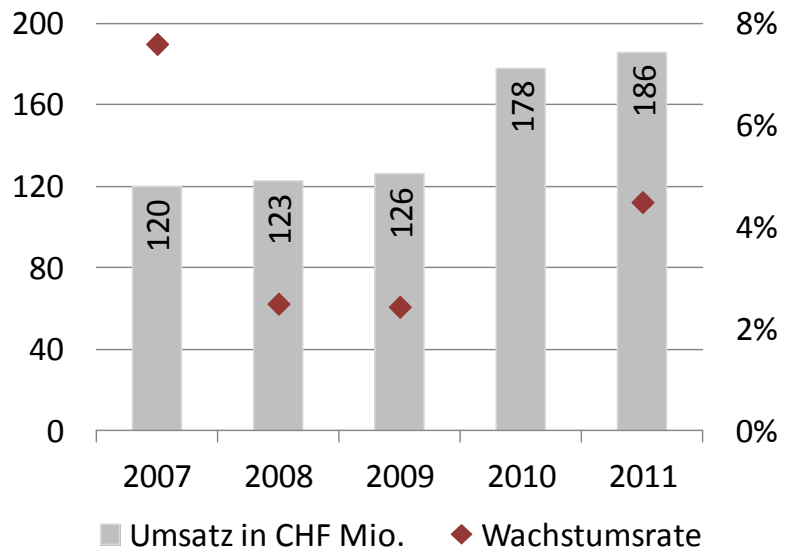
Eine schwache Präsenz weist Zur Rose in der Westschweiz auf. Wir schätzen ihren Marktanteil auf unter 5%. Dies rührt daher, dass die Selbstdispensation in den Kantonen der Westschweiz nach wie vor verboten ist und die Ärzte für die Patienten lediglich Rezepte ausstellen aber keine Medikamente verkaufen. Eine Umstellung dieser Praxis ist kurzfristig nicht zu erwarten. Ziel von Zur Rose ist es denn auch, die Ärzte für die Anwendung elektronischer Rezepte zu gewinnen, welche die Patienten dann bei Versandapotheken einlösen. Das Marktpotential der Westschweiz beträgt somit mehrere CHF 100 Mio. Dessen Erschliessung benötigt jedoch Zeit.

### **Medikamenten-Versandhandel erst mit Marktanteil von 7%**

#### **Versandhandel Schweiz**

Der Medikamenten-Versandhandel machte im 2011 rund 4% des gesamten Medikamentenabsatzes in der Schweiz resp. 7% vom Gesamtumsatz der Schweizer Apotheken mit Medikamenten aus. Die jährlichen Wachstumsraten betragen von 2007 bis 2011 zwischen +2.4% und +7.6%. Der starke Umsatzanstieg im 2010 ist darauf zurückzuführen, dass der Marktbeobachter IMS Health im 2010 zusätzliche Marktteilnehmer ins Panel aufgenommen hat. Adjustiert um diese beiden Faktoren hätte der Umsatz im 2010 CHF 135 Mio. betragen. Damit wäre die jährliche Wachstumsrate bei +7.1% zu stehen gekommen.

### Umsatz und Wachstumsraten Versandapotheken Schweiz



Quelle: IMS Health, NHB (zu Fabrikabgabepreisen)

### Galencia ist omnipräsent

Neben Zur Rose ist MediService der zweite grosse Player im Schweizer Versandhandel für Medikamente. Gemäss unserer Einschätzung dürfte MediService einen Umsatz von circa CHF 70 bis 80 Mio. erwirtschaften. Damit ist das Schweizer Versandgeschäft von Zur Rose etwa gleich gross wie jenes ihres Schweizer Mitkonkurrenten. Gegenüber MediService besitzt Zur Rose den grossen Vorteil, dass sie mit Ausnahme der Apotheke Zur Rose in Steckborn, keine eigenen Apotheken betreibt und sich nicht selber konkurriert. Demgegenüber steht MediService im permanenten Wettbewerb zu Amavita, Sun Store und den Coop Vitality Apotheken, welche ebenfalls als Tochterbetriebe der Galenica Gruppe agieren. Die weiteren Konkurrenten im Schweizer Versandhandel sind Pharmapool (Umsatz Versand rund CHF 10 Mio.) und pharmadirect.ch (CHF 5-10 Mio.). Die Margen im Versandhandel liegen zwischen 2% und 4%.

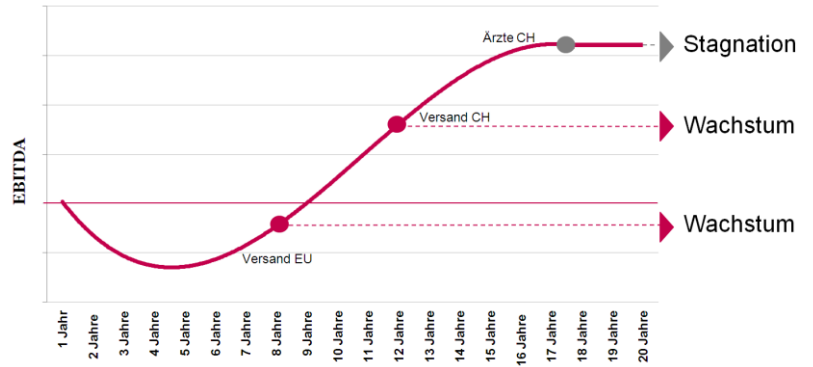
Neben den bereits erwähnten generellen Wachstumstreibern fürs Online-Medikamentengeschäft dürfte Zur Rose durch eine aggressivere Marketingstrategie in der Westschweiz zukünftig mehr Umsatz generieren und zusätzliche Marktanteile gewinnen.

### Markantes Umsatzwachstum lässt sich in Schweiz allein nicht realisieren

Ein markantes Umsatzwachstum lässt sich aber mit den Aktivitäten in der Schweiz allein nicht realisieren. Dies führen nachfolgende Graphiken deutlich vor Augen:

1. Der Schweizer Ärztgrosshandel ist ein stagnierender Markt und sogenannte „low hanging fruits“ gibt es praktisch keine mehr
2. Das relative Umsatzwachstum im Medikamenten-Versandgeschäft Schweiz ist zwar gross, die absoluten Beträge halten sich aber in Grenzen

### Geschäftsfelder im Zyklus

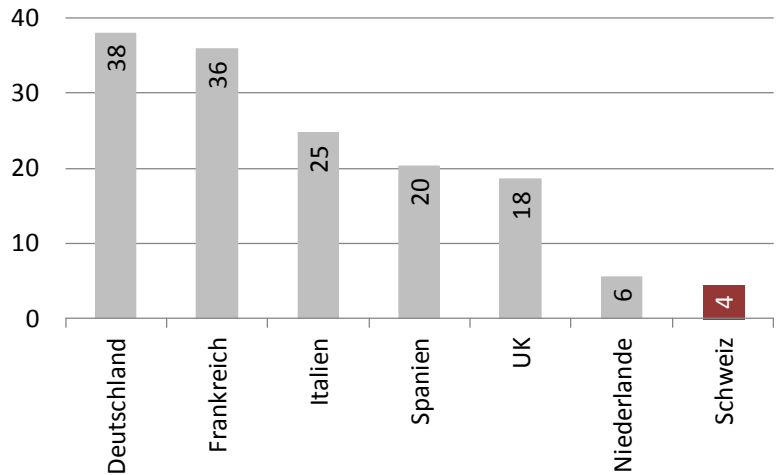


Quelle: Zur Rose

**Deutschland fast 10 Mal grösser**

- Das Absatzpotential im Medikamenten-Versandgeschäft ist in Deutschland um ein Vielfaches (Faktor 9-10x) grösser als in der Schweiz. Mit einem Marktvolumen von CHF 38 Mrd. ist Deutschland der grösste Medikamentenmarkt in Europa.

### Marktumfeld – der europäische Medikamentenmarkt in CHF Mrd.

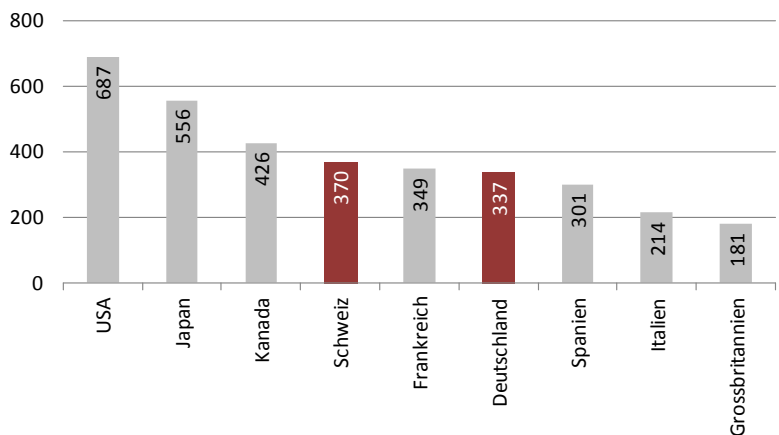


Quelle: IMS Health, NHB (zu Fabrikabgabepreisen)

**Schweiz und Deutschland beim europäischen pro Kopf Konsum top**

Zudem zeigt die nachfolgende Graphik, dass der Medikamentenverkauf pro Einwohner in der Schweiz mit USD 370 resp. in Deutschland mit USD 337 zu den höchsten in Europa gehört.

### Medikamentenverkauf pro Kopf in USD im 2009



Quelle: IMS Health, OECD, vfa (zu Publikumsabgabepreisen)



## Mit DocMorris Akquisition steigt Zur Rose im deutschsprachigen Europa zuoberst aufs Podest

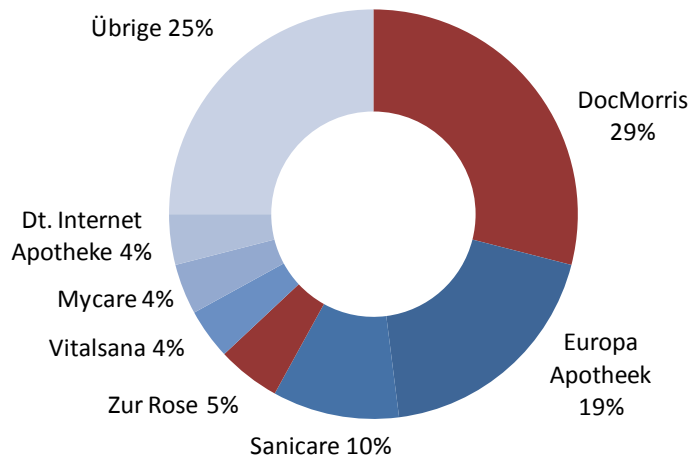
Aufgrund der grösseren Opportunitäten wagte die Zur Rose Gruppe deshalb bereits im 2004 den Markteintritt in Deutschland. 2006 erfolgte die Akquisition der VfG Versandapotheke mit Sitz in Tschechien und operativer Tätigkeit in Deutschland. Damit erzielte Zur Rose ein eindruckliches Wachstum ihrer Kundenbasis. Währenddem Zur Rose Ende 2005 über 50'000 Kunden in Deutschland verfügte, erhöhte sich diese Zahl bis Ende 2006 auf 450'000. Der nächste Paukenschlag erfolgt nun mit dem am 25. Oktober 2012 verkündeten Zukauf von DocMorris. DocMorris ist Deutschland's grösste Versandapotheke und der eigentliche Pionier der „Online-Pillen“. Die Marke DocMorris verfügt in Deutschland über einen gestützten Wiedererkennungswert von hohen 55% (Quelle: GfK 2011). Zum Vergleich: die wichtigsten Konkurrenten wie Europa Apotheek (7% Wiedererkennungswert), Sanicare (18%) oder Vitalsana (12%) sind den Deutschen deutlich weniger geläufig.

## Attraktiver Kaufpreis

Der Kaufpreis welchen Zur Rose für DocMorris bezahlt, beträgt EUR 25 Mio. Dies entspricht einem Bruchteil der mehr als EUR 200 Mio., welche Celesio im Jahr 2007 für die Versandapotheke hinblätterte. Die Gründe für den deutlichen Abschlag sind mannigfaltig. Zum einen war der dem damaligen Kaufpreis zugrunde liegende Geschäftsplan viel zu optimistisch und zum anderen führten Probleme bei der Einführung von SAP (Anmerkung NHB: diese sind gemäss Zur Rose jetzt gelöst) sowie der negative Entscheid des gemeinsamen Senats der obersten Gerichtshöfe des Bundes betreffend der Liberalisierung des deutschen Apothekenmarktes zu einem Wertzerfall.

Mit der Übernahme von DocMorris katapultiert sich die Zur Rose Gruppe zur führenden Versandapotheke in Deutschland mit einem kombinierten Marktanteil von 34%.

## Marktanteile der relevanten Versandapotheken in Deutschland



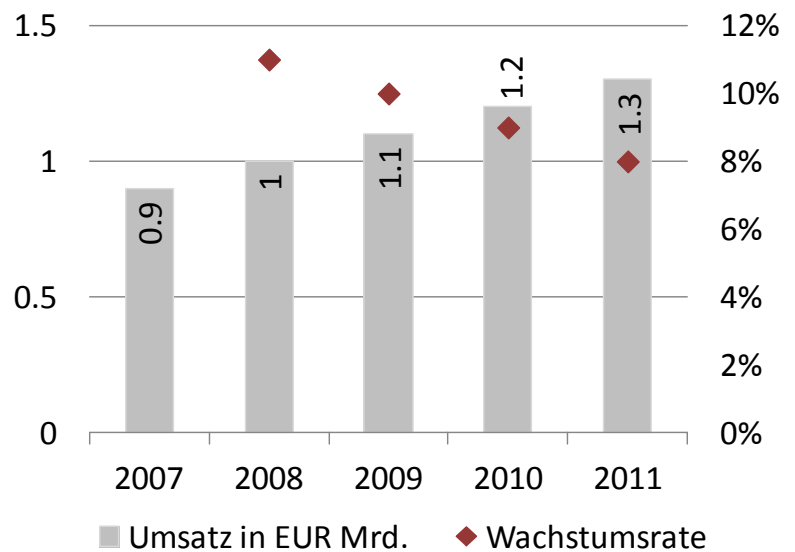
Quelle: GfK 2011, Unternehmen

## Wachstumsrate der Versandapotheken in Deutschland bei hohen 10%

Die jährliche Wachstumsrate des Medikamentenumsatzes der Versandapotheken in Deutschland betrug von 2008 bis 2011 durchschnittlich 10%. Damit lag sie doppelt so hoch wie in der Schweiz. Mit EUR 1.3 Mrd. machte der Umsatz der Versandapotheken in Deutschland rund 5% des Umsatzes der Offizinapotheken aus. Daraus wird ersichtlich, dass das Wachstumspotential durch Marktanteilsgewinne immens ist. Und da selbst die SPD an ihrem Parteitag im Dezember 2011 einen Leitantrag zur Gesundheitspolitik mit dem Ziel der Liberalisierung des Arzneimittelvertriebs zur Senkung der Medikamentenpreise

verabschiedete, haben die Versandapotheken von unerwarteter Stelle zusätzlichen Rückenwind erhalten.

#### Umsatz und Wachstumsraten Versandapotheken Deutschland



Quelle: IMS Health, BVDVA, NHB (zu Publikumsabgabepreisen)

#### Dt. Apotheken-Lobby macht Versandapotheken das Leben schwer

Es verwundert somit auch nicht, dass die deutschen Offizinapotheken mit allen rechtlichen Mitteln versuchen, die grossen Versandapotheken bei der Ausübung ihrer Tätigkeit einzuschränken. So befand beispielsweise der gemeinsame Senat der obersten Gerichtshöfe des Bundes, dass europäische Versandapotheken ihren Kunden in Deutschland für Medikamente auf Rezept keine hohen Rabatte mehr gewähren dürfen. Begründet wurde dieser Entscheid damit, dass deutsche Apotheken gegenüber den Ausländischen benachteiligt wären, da sie rezeptpflichtige Medikamente nur zu gebundenen Preisen verkaufen können. Der Europäische Verband der Versandapotheken will nun bei der EU Kommission Beschwerde gegen dieses Urteil einlegen. Zudem hat bspw. DocMorris bereits einen Weg gefunden, um die Patienten weiterhin mit rezeptpflichtigen Medikamenten zu attraktiven Preisen zu versorgen. Dabei greift DocMorris auf eine in Holland angewandte Praxis zurück. Demnach müssen alle Apotheken vor dem Verkauf eines Heilmittels zur Qualitätssicherung mit den Kunden einen individuellen Arzneimittel-Check durchführen. Für die Teilnahme an dieser Befragung erhalten die Patienten eine Prämie, welche vom Rechnungsbetrag abgezogen wird. Die Höhe der Prämie variiert je nach Komplexität der Erkrankung und Medikamententherapie. Bei Medikamenten für akute Erkrankungen (z.B. Infektionen) oder hormonelle Kontrazeption (z.B. Verhütungspille) erhält der Besteller für seine Mithilfe pro Rezept bis zu EUR 7.50. Bei Diabetes sind es bis zu EUR 12 und bei schweren chronischen Erkrankungen wie Parkinson, HIV, MS, etc. bis zu EUR 15 pro Rezept. Zusätzlich gewährt DocMorris einen nach aktueller Rechtsprechung erlaubten Bonus von EUR 1 pro Medikament.

#### Drogeriemarkt-Ketten als beliebte Kooperationspartner

Neben dem Postweg und dem Internet als primäre Absatzkanäle greifen die Versandapotheken zunehmend auf Drogeriemarkte und Handelspartner bei der Kundenakquise zu. So kooperiert DocMorris bspw. seit März 2011 mit Deutschland's drittgrösster Drogeriemarktkette Rossmann. Diese bewirbt in ihren 1'600 Filialen (1 Mio. Kunden pro Tag) die Dienstleistungen der Versandapotheke. Des weiteren arbeitet DocMorris mit der Supermarktkette REWE sowie der Postbank zusammen. Die deutsche Versandapotheke Zur Rose ihrerseits hat Mitte

Oktober bekanntgegeben, dass sie ab 2013 mit den dm-Drogeriemärkten (1'256 dm-Märkte in Deutschland) kooperieren wird. Bis anhin setzte dm auf den niederländischen Konkurrenten Europa Apotheek, Deutschland's zweitgrösste Versandapotheke.

#### Kooperationen mit Drogeriemärkten resp. Handelspartner

Versandapotheke

Drogeriemarkt/ Handelspartner

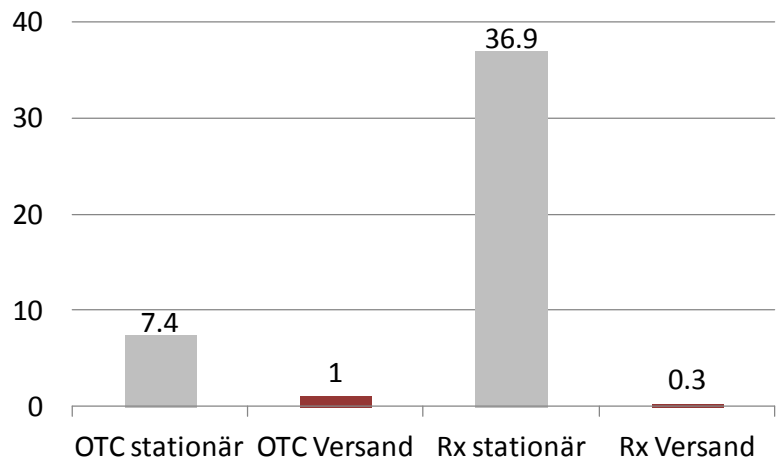


Quelle: Zur Rose, NHB

#### Zur Rose mit höherer Betriebsmarge als DocMorris

DocMorris erzielte im Jahr 2011 einen Umsatz von rund CHF 400 Mio. (EUR 330 Mio.) in Deutschland. Aufgrund der aggressiven Marketingstrategie zum Aufbau der Marke und zur Gewinnung von Marktanteilen, gehen wir davon aus, dass DocMorris in den vergangenen Jahren lediglich eine operative Marge von 1% bis 2% erzielte. Demgegenüber lag jene der Zur Rose Gruppe rund 100 Basispunkte höher.

#### Absatz rezeptfreier und rezeptpflichtiger Medikamente im 2011 in EUR Mrd.



Quelle: IMS Health, NHB (zu Publikumsabgabepreisen)

Da der Versand von rezeptpflichtigen Medikamenten in Deutschland generell noch in den Kinderschuhen steckt (Versandanteil: 1%!), streben die deutschen Versandapotheken einen markanten Ausbau ihres Rx-Geschäfts in Deutschland an.

#### Österreich fristet nach wie vor Mauerblümchen-Dasein in der Zur Rose Gruppe

In Österreich agiert die Zur Rose Gruppe mit ihrer Tochtergesellschaft VfG Versandapotheke. Dabei ging Zur Rose Anfang 2011 eine Kooperation mit der Drogeriemarktkette dm ein, welche sich erfolgreich entwickelte. Zählte Zur Rose Ende 2010 noch 30'000 Kunden in Österreich, so waren es Ende 2011 bereits 100'000. In Österreich gibt es knapp 1'300 Apotheken, welche im 2011 einen Umsatz von EUR 3.3 Mrd. generierten. Gemäss unserer Einschätzung besitzt Zur Rose in Österreich einen Marktanteil von weniger als 1%. Bis dato ist der Versand von Medikamenten in Österreich erst Versandapotheken mit Sitz im europäischen Ausland erlaubt. Eine bereits vorliegende Novelle des Arzneimittelgesetzes sieht nun eine

**Goodwill Abschreiber für VfG  
Versandapotheke erwartet**

Aufhebung dieser Einschränkung vor, so dass ab Ende 2013 auch österreichische Apotheker in den Versandapothekenmarkt einsteigen können.

Wir gehen davon aus, dass die Zur Rose Gruppe nach dem Vollzug der DocMorris Übernahme in all ihren Absatzmärkten nur noch mit den beiden Markennamen Zur Rose und DocMorris auftreten wird. Die Marke VfG Versandapotheke hat gemäss unserer Einschätzung zu wenig Ausstrahlung und Potential als dass an dieser festgehalten wird. Als Folge dessen erwarten wir, dass ein substantieller Teil (Schätzung NHB: CHF 10 Mio.) des Goodwills aus der VfG Akquisition abgeschrieben werden muss. Per Ende 2011 wurde dieser in der Bilanz mit CHF 18.4 Mio. ausgewiesen.

## Finanzkennzahlen

### Zur Rose rapportiert nach IFRS Standards

Zur Rose rapportiert ihren Geschäftsabschluss in Übereinstimmung mit den International Reporting Standards (IFRS). In nachfolgendem Gewinnmodell ist die Akquisition von DocMorris bereits berücksichtigt.

#### Erfolgsrechnung Zur Rose Gruppe (in CHF Mio.)

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
-Ärztegeschäft	323.6	306.9	313.9	315.0	320.0	330.0	340.0
- Veränderung in %		-5%	2%	0%	2%	3%	3%
- als % vom Betriebsertrag	61%	63%	64%	60%	34%	33%	32%
-Versandgeschäft	200.6	179.4	171.9	175.0	185.0	200.0	215.0
- Veränderung in %		-11%	-4%	2%	6%	8%	8%
- als % vom Betriebsertrag	38%	37%	35%	34%	20%	20%	20%
-Sonstige	3.9	1.9	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
- Veränderung in %		-50%	-29%	-27%	0%	0%	0%
- als % vom Betriebsertrag	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
-DocMorris				30.0	430.0	470.0	515.0
- Veränderung in %					n.m.	9%	10%
Betriebsertrag	528.1	488.3	487.2	521.0	936.0	1001.0	1071.0
Sonstige betriebliche Erlöse	1.8	1.4	1.2	1.0	4.0	4.0	4.0
<b>Total Betriebsertrag</b>	<b>529.9</b>	<b>489.7</b>	<b>488.4</b>	<b>522.0</b>	<b>940.0</b>	<b>1005.0</b>	<b>1075.0</b>
-Handelswaren	-449.5	-415.2	-415.0	-443.0	-792.0	-845.0	-902.0
- als % vom Betriebsertrag	85.1%	85.0%	85.2%	85.0%	84.6%	84.4%	84.2%
-Verpackungsmaterial / Entsorgung	-1.1	-0.6	-0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
-Lagerbereinigung	-0.7	-0.3	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
Warenaufwand	-451.3	-416.1	-415.7	-444	-793	-846	-903
<b>Bruttomarge</b>	<b>78.6</b>	<b>73.6</b>	<b>72.7</b>	<b>78.0</b>	<b>147.0</b>	<b>159.0</b>	<b>172.0</b>
-Bruttogewinnmarge in %	14.8%	15.0%	14.9%	14.9%	15.6%	15.8%	16.0%
Personalaufwand	-23.4	-23.3	-25.1	-25.0	-55.0	-58.0	-60.0
- als % vom Total Betriebsertrag	4.4%	4.8%	5.1%	4.8%	5.9%	5.8%	5.6%
Übriger Betriebsaufwand	-42.8	-36.3	-37.9	-42.0	-80.0	-82.0	-85.0
- als % vom Total Betriebsertrag	8.1%	7.4%	7.8%	8.0%	8.5%	8.2%	7.9%
<b>EBITDA</b>	<b>12.4</b>	<b>14.0</b>	<b>9.8</b>	<b>11.0</b>	<b>12.0</b>	<b>19.0</b>	<b>27.0</b>
-EBITDA-Marge	2.3%	2.9%	2.0%	2.1%	1.3%	1.9%	2.5%
Abschreibungen	-7.3	-6.1	-5.0	-5.0	-8.0	-8.0	-8.0
Amortisationen	-10.0	-0.5	0.2	-10.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>-4.9</b>	<b>7.4</b>	<b>5.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>11.0</b>	<b>19.0</b>
-EBIT-Marge	-0.9%	1.5%	1.0%	-0.8%	0.4%	1.1%	1.8%
Beteiligungserfolg aus ass. Untern.	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Finanzertrag	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Finanzaufwand	-3.4	-2.6	-1.3	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
EBT	-8.0	5.1	4.1	-6.0	2.0	9.0	17.0
Ertragssteuern	-1.1	-1.2	4.6	0.0	-0.5	-2.3	-4.3
-Steuerrate	-13.2%	22.7%	n.m.	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Unternehmensergebnis aus aufgegebenen Geschäftsbereichen	49.6						
<b>Unternehmensergebnis</b>	<b>40.6</b>	<b>3.9</b>	<b>8.7</b>	<b>-6.0</b>	<b>1.5</b>	<b>6.8</b>	<b>12.8</b>

Quelle: NHB

Wir gehen davon aus, dass das Ärztegeschäft im 2012 stagniert und in den Jahren 2013 bis 2015 eine niedrige Wachstumsrate von 2-3% aufweist. Wachstumstreiber sind die Zulassung der Selbstdispensation in Zürich und Winterthur sowie Marktanteilsgewinne in der Deutschschweiz.

Beim Schweizer und Internationalen (Deutschland und Österreich) Versandgeschäft der Zur Rose Gruppe erwarten wir ab 2013 einen deutlichen Wachstumsschub. Verantwortlich dafür sind bspw. die Kooperation mit der Drogeriemarktkette dm in Deutschland, verstärkte Marketingaktivitäten in der Westschweiz sowie der steigende Bekanntheitsgrad in der Deutschschweiz.

DocMorris wird ab 2013 einen substantiellen Einfluss auf die Erfolgsrechnung der Zur Rose Gruppe haben. Wir erwarten, dass DocMorris im Bereich der rezeptpflichtigen Medikamente (Rx) ein jährliches Wachstum von knapp 10% erzielt. Aufgrund des Basiseffekts sollte die Wachstumsrate für rezeptfreie Medikamente (OTC) gar noch höher sein.



## Werbekostenzuschüsse mit Potential

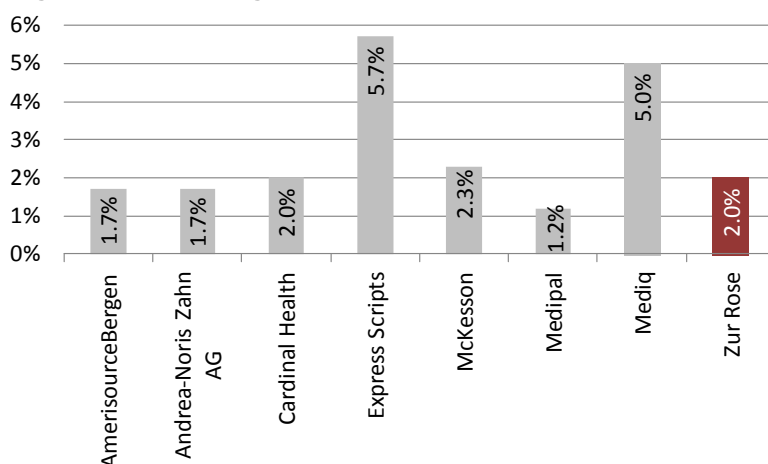
Unter „Sonstige betriebliche Erträge“ fallen Mieterträge von Dritten, Dienstleistungserträge sowie Werbekostenzuschüsse. Dabei erhält Zur Rose von Herstellern ein Entgelt dafür, dass deren Produkte auf Zur Roses und in Zukunft auch DocMorris Homepages möglichst prominent platziert werden.

Als Folge einer stärkeren Einkaufsmacht sollte es Zur Rose gelingen, ihre Bruttomarge in den kommenden Jahren stetig auszubauen.

## EBITDA-Margenziel von 2.5%+ realistisch

Dass die EBITDA Marge gemäss unserer Prognose im Geschäftsjahr 2013 mit 1.3% unter dem Wert des Vorjahres (2.1%) liegen wird, ist darauf zurückzuführen, dass 1. DocMorris eine geringere EBITDA-Marge als die Zur Rose Gruppe aufweist und 2. die Integration mit Kosten verbunden ist. Ab 2013 erwarten wir - aufgrund der grösseren Einkaufsmacht und der besseren Auslastung der Infrastruktur - einen kontinuierlichen Anstieg der EBITDA-Marge von 1.3% auf 2.5% im 2015. Die Gegenüberstellung der EBITDA-Margen 2012e einer Vergleichsgruppe zeigt, dass eine EBITDA-Marge von 2.5% möglich ist.

### Vergleich EBITDA-Marge 2012e von internationalen Wettbewerbern



Quelle: Bloomberg, NHB

## Goodwill Abschreiber für VfG Versandapotheke erwartet

Da wir im Geschäftsjahr 2012 damit rechnen, dass ein grosser Teil des Goodwills aus der VfG Versandapotheken Akquisition abgeschrieben werden muss (Schätzung NHB: CHF 10 Mio.), erwarten wir einen operativen Verlust (EBIT) von CHF -4 Mio. Als Folge davon resultiert ein Reinverlust im 2012 von CHF -6 Mio. Betreffend dem Goodwill-Abschreiber gilt es festzuhalten, dass dieser den Cash Flow der Gruppe nicht negativ beeinflussen wird.

Gemäss unserer Einschätzung schafft Zur Rose bereits im Folgejahr wieder den Sprung in die Gewinnzone und dürfte im 2013 einen Reingewinn von CHF 1.5 Mio. erzielen.

Als Folge der Emission der Unternehmensanleihe wird sich der Finanzaufwand ab 2012 erhöhen.

## Positive Freie Cash Flows ab 2014

Gemäss unserer Einschätzung sollte die Zur Rose Gruppe ab 2014 positive Freie Cash Flows generieren. Für 2012 erwarten wir Investitionen in Sachanlagen von CHF 18 Mio. wobei hier die DocMorris Akquisition mit CHF 15 Mio. am höchsten zu Buche schlägt. Wir gehen davon aus, dass sich der Kaufpreis für DocMorris je hälftig aus einer Geld-Komponente und aus der Übernahme eines Darlehens vom Verkäufer (Vendor Loan) zusammensetzt. Für die folgenden Jahre prognostizieren wir Sachinvestitionen (CapEx) von CHF 8 Mio. pro Jahr.

### Geldflussrechnung (in CHF Mio.)

	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Unternehmensergebnis	3.9	8.7	-6.0	1.5	6.8	12.8
Abschreibungen & Amortisationen	6.6	4.8	15.0	8.0	8.0	8.0
Übriges	2.7	-4.7				
Veränderung Nettoumlaufvermögen	0.7	-6.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
<b>Operativer Cash Flow</b>	<b>14.0</b>	<b>2.8</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>11.8</b>	<b>17.8</b>
Investitionen in Sachanlagen	-1.8	-0.8	-18.0	-8.0	-8.0	-8.0
Devestitionen von Sachanlagen	0.1	0.0				
Erwerb von immateriellen Werten	-3.4	-2.3				
Veränderung der lfr. Finanzanlagen	-0.2	3.2				
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-5.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-18.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.0</b>
Veränderung der Finanzverbindlichkeiten	-5.1	-3.5	40.0	0.0	0.0	0.0
Veränderung eigene Aktien	-3.3	0.1				
Dividende / Nennwertrückzahlung	-5.7	-3.8	-3.3	0.0	0.0	-3.3
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-14.1</b>	<b>-7.2</b>	<b>36.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-3.3</b>
<b>Zu-/Abnahme flüssige Mittel</b>	<b>-5.4</b>	<b>-4.3</b>	<b>24.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>3.8</b>	<b>6.5</b>

Quelle: NHB

In Zur Rose's Bilanz ist DocMorris per Ende 2012 voll konsolidiert. Als Folge davon wird die Bilanzsumme von 2011 auf 2012 deutlich ansteigen. Gemäss unserer Einschätzung wird die Gesellschaft per Ende Jahr eine Eigenkapitalquote von 35% aufweisen.

### Bilanz (in CHF Mio.)

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Flüssige Mittel	17.4	11.9	7.4	32.2	30.7	34.4	40.9
Kfr. Finanzanlagen	0.3	3.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Forderungen aus L&L	47.4	42.8	45.8	83.8	86.8	89.8	92.8
Aktive Rechnungsabgrenzung	1.1	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Sonstige Forderungen	1.3	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Kurzfristige Steuerforderungen	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vorräte	35.3	29.1	30.1	45.1	45.1	45.1	45.1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>103.5</b>	<b>88.8</b>	<b>87.9</b>	<b>165.6</b>	<b>167.1</b>	<b>173.9</b>	<b>183.4</b>
Beteiligungen an ass. Unternehmen	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Sachanlagen	25.1	22.4	20.0	42.0	42.0	42.0	42.0
Immaterielles Anlagevermögen	32.1	29.8	29.0	19.0	19.0	19.0	19.0
lfr. Finanzanlagen	5.8	2.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Pensionsguthaben	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Latente Steuern	1.0	0.8	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
<b>Anlagevermögen</b>	<b>64.9</b>	<b>56.4</b>	<b>56.6</b>	<b>68.6</b>	<b>68.6</b>	<b>68.6</b>	<b>68.6</b>
<b>Total Aktiven</b>	<b>168.4</b>	<b>145.3</b>	<b>144.5</b>	<b>234.2</b>	<b>235.7</b>	<b>242.5</b>	<b>252.0</b>
Kfr. Finanzverbindlichkeiten	19.6	16.1	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
Verbindlichkeiten aus L&L	40.9	33.6	33.4	63.4	63.4	63.4	63.4
Sonstige Verbindlichkeiten	0.7	1.4	0.7	10.7	10.7	10.7	10.7
Steuerverbindlichkeiten	1.8	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Passive Rechnungsabgrenzungen	6.5	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>Kfr. Fremdkapital</b>	<b>69.5</b>	<b>57.9</b>	<b>59.5</b>	<b>99.5</b>	<b>99.5</b>	<b>99.5</b>	<b>99.5</b>
lfr. Finanzverbindlichkeiten	7.6	6.0	0.0	49.0	49.0	49.0	49.0
Pensionsverpflichtungen	0.7	1.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Latente Steuern	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>lfr. Fremdkapital</b>	<b>8.7</b>	<b>8.2</b>	<b>3.2</b>	<b>52.2</b>	<b>52.2</b>	<b>52.2</b>	<b>52.2</b>
<b>Total Fremdkapital</b>	<b>78.2</b>	<b>66.1</b>	<b>62.7</b>	<b>151.7</b>	<b>151.7</b>	<b>151.7</b>	<b>151.7</b>
Aktienkapital	24.4	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7
Kapitalreserven	31.4	31.4	27.6	27.6	27.6	27.6	27.6
Eigene Aktien	-3.1	-6.5	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4
Gewinnreserven	37.5	40.6	48.4	49.2	50.7	57.4	66.9
Umrechnungsdifferenz	0.0	-5.1	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5	-6.5
<b>Total Eigenkapital</b>	<b>90.1</b>	<b>79.2</b>	<b>81.8</b>	<b>82.5</b>	<b>84.0</b>	<b>90.8</b>	<b>100.3</b>
<b>Total Passiven</b>	<b>168.4</b>	<b>145.3</b>	<b>144.5</b>	<b>234.2</b>	<b>235.7</b>	<b>242.5</b>	<b>252.0</b>

Quelle: NHB

## Zinsdeckungsgrad, Verschuldungsgrad und EK- Quote als wichtigste Kredit- kennzahlen

### Kreditkennzahlen

Wichtig zur Einschätzung der Qualität eines Unternehmens ist die Auswertung von wichtigen Kreditkennzahlen. Im Mittelpunkt dieser Kennzahlen steht die Ermittlung der Ertragsstärke sowie der Substanz eines Unternehmens. Die bekannteste Kennzahl ist der Zinsdeckungsgrad. Dieser untersucht die Fähigkeit eines Unternehmens seine Zinszahlungen aus den operativen Gewinnen zu entrichten. Als operativer Gewinn wird hier der EBITDA verwendet.

Eine sinnvolle Ergänzung zum Zinsdeckungsgrad sind Verschuldungsrelationen. Dabei handelt es sich um die Gegenüberstellung der gesamten Unternehmensverschuldung zu den operativen Ergebnissen (Nettoverschuldung / EBITDA).

Abgerundet wird der Kennzahlenvergleich durch die Berücksichtigung der Eigenkapitalquote (Eigenkapital / Bilanzsumme). Damit kann eine qualifizierte Aussage über die substanzielle Ausstattung der Gesellschaft resp. über deren Haftungssubstrat gemacht werden.

Gemäss unserer Einschätzung besitzt die Zur Rose Gruppe auch nach der Emission der Unternehmensanleihe zur Finanzierung der DocMorris Akquisition über genügend Ertragskraft, um ihren Schuldendienst zu erfüllen. Unsere Projektionen indizieren, dass bspw. der EBITDA im 2013 rund 4.8x grösser ist als die dannzumal fälligen Zinskosten. Da wir für die folgenden Jahre mit einem Ausbau des operativen Ergebnis rechnen, dürfte der Zinsdeckungsgrad im 2014 und 2015 weiter ansteigen.

Dass der Verschuldungsgrad bereits im 2012 deutlich ansteigen wird, ist damit zu begründen, dass die Ausgabe der Unternehmensanleihe bereits Ende 2012 erfolgt und somit bereits in der Bilanz 2012 ausgewiesen wird. Demgegenüber sind die operativen Einflüsse aus der Akquisition von DocMorris erst in der Erfolgsrechnung 2013 deutlich sichtbar.

Wir gehen davon aus, dass die Eigenkapitalquote von 57% per Ende 2011 auf 35% per Ende 2012 fallen wird. Damit verfügt die Zur Rose gemäss unserer Einschätzung aber noch immer über genügend Eigenmittel, um ihr Geschäftsmodell erfolgreich zu betreiben. Aus Sicht des Anleiheneigners ist somit auch ein genügend grosses Haftungssubstrat (Puffer) sichergestellt.

### Kreditkennzahlen

Kreditkennzahlen	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
Zinsdeckungsfaktor (EBITDA/Zinsaufwand)	7.6x	4.4x	4.8x	7.6x	10.8x
Verschuldungsgrad (Nettoverschuldung/EBITDA)	0.9x	3.0x	2.9x	1.6x	0.9x
Eigenkapitalquote	57%	35%	36%	37%	40%

Source: NHB

## Financial Covenants

Beim englischen Begriff Financial Covenants handelt es sich um bestimmte Klauseln in Kreditverträgen. Es sind dies vertraglich bindende Zusicherungen des Kreditnehmers während der Laufzeit der Unternehmensanleihe. Dabei lassen sich diese oftmals in Finanzkennzahlen systematisieren. Die Verletzung der vereinbarten Financial Covenants führt unmittelbar zu einem Verzugsfall und somit zur Rückzahlung der Anleihe.

### 2 Finanzielle Covenants zum Schutz der Anleihegläubiger

Im Fall der Unternehmensanleihe der Zur Rose Gruppe gibt es zwei Finanzielle Covenants:

1. Eine minimale Eigenkapitalquote von 20%
2. Eine Ausschüttungsbeschränkung von 50% des Jahresgewinns korrigiert um allfällige nicht-cash-wirksame Aufwendungen resp. Erträge

Mit der 2. Covenant (Ausschüttungsbeschränkung) soll verhindert werden, dass die Aktionäre das Haftungssubstrat (Eigenkapital) durch die Auszahlung von Dividenden resp. mit der Durchführung von Nennwertreduktionen mindern können. Im Gegenteil, aufgrund der Tatsache, dass mindestens 50% der anfallenden Jahresgewinne thesauriert werden, wird das Eigenkapital weiter geüffnet. Selbstverständlich nur solange, wie auch Gewinne erzielt werden.

## Konklusion

### **Anleihe mit attraktivem Rendite-/Risiko-Profil**

Gemäss unserer Einschätzung handelt es sich bei der Unternehmensanleihe der Zur Rose Gruppe um eine interessante Investitionsmöglichkeit mit einem attraktiven Rendite-/Risiko-Profil:

### **Tätigkeit in strukturellem Wachstumsmarkt**

Die Zur Rose Gruppe ist in einem strukturellen Wachstumsmarkt tätig. Trotz intensiver Sparbemühungen der öffentlichen Hand wächst der Medikamentenmarkt rund 1-2% pro Jahr. Gegenüber Wirtschaftskrisen zeigt sich der Gesundheitsmarkt resistent.

### **Enormes Potential für Versandapotheken**

Die Versandapotheken weisen im Verkauf von Medikamenten noch immer einen niedrigen Marktanteil auf. In der Schweiz sind es lediglich 7%, in Deutschland nur 5%. Der Ruf nach mehr Wettbewerb im Apothekenmarkt, Kostenüberlegungen, Konsolidierungstendenzen aufgrund von Skaleneffekten und die zunehmende Akzeptanz von E-Commerce eröffnen den gut positionierten Versandapotheken nach unserem Dafürhalten ein enormes Wachstumspotential im hohen einstelligen Bereich. Dazu zählen wir die Zur Rose Gruppe.

### **Ideales Umfeld für DocMorris**

Mit dem Schweizer Ärztegeschäft besitzt Zur Rose ein stabiles und Cash flow generierendes Rückgrat zur Rückführung der Finanzschulden und zur teilweisen Finanzierung ihrer Wachstumsinitiativen.

Die Akquisition von DocMorris katapultiert Zur Rose mit einem Schlag zur Marktführerin im deutschsprachigen Europa. Wir glauben, dass Zur Rose den deutschen Marktführer zu einem äusserst attraktiven Preis kaufen kann. Zumal sich DocMorris bei Zur Rose im Gegensatz zu Celesio (früherer Eigentümer) auf fruchtbarerem Nährboden entfalten kann.

### **Operative Marge von über 3% mittelfristig möglich**

Mit der Übernahme von DocMorris wird die operative Marge von Zur Rose aufgrund von Integrationskosten und einer niedrigeren Profitabilität von DocMorris kurzfristig unter Druck geraten. Mittelfristig erwarten wir eine operative Marge von über 3%.

### **Solide Kreditkennzahlen**

Basierend auf unseren Prognosen wird die Zur Rose Gruppe nach der Emission der Unternehmensanleihe stabile Kreditkennzahlen aufweisen mit einem Zinsdeckungsfaktor von 4.8x im 2013 und markant höheren Werten in den Folgejahren. Die erwartete Eigenkapitalquote wird mit 35% ebenfalls solide sein.

### **Finanzielle Covenants zügeln weitere Akquisitionsabsichten**

Zum Erhalt des Haftungssubstrats wird der Gesellschaft eine Ausschüttungsbeschränkung von 50% des Jahresgewinns (korrigiert um allfällige nicht-cash-wirksame Aufwendungen resp. Erträge) auferlegt. Zudem besitzt die Anleihe eine weitere finanzielle Covenant mit einer Eigenkapitalquote von mindestens 20%. Damit wird sichergestellt, dass grössere Wachstumsschritte mit zusätzlichem Eigenkapital unterlegt werden müssen.



# SWOT-Analyse

## Stärken

- Marktführer in stabilem strukturellem Wachstumsmarkt
- Starke Verankerung im Ärztegeschäft
- Synergien Gross- und Versandhandel
- Einkaufsmacht
- Starke Marken (insbesondere DocMorris)
- Partnerschaft mit CH Krankenkassen und Drogeriemarktketten und Einzelhändlern im Ausland

## Schwächen

- Kein physischer Kundenkontakt
- Zeitverzögerung zwischen Bestellung und Erhalt der Medikamente
- Unterkritische Grösse in Österreich

## Chancen

- Weiter skalierbares Geschäftsmodell
- Anhaltender Konsolidierungsprozess
- Bevölkerungswachstum und Alterung der Bevölkerung
- Zunahme chronischer Erkrankungen
- Zunahme Online-Shopping

## Gefahren

- Regulatorisches Umfeld – Apotheken-Lobby
- Kulturen-Clash bei Integration von DocMorris
- Anhaltende Probleme bei SAP-Einführung bei DocMorris
- Erwartete Wertberichtigung des VfG Goodwills

This document was produced by and the opinions expressed are those of Neue Helvetische Bank AG as of the date of writing and are subject to change. It has been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Neue Helvetische Bank AG to any person to buy or sell any security. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or retrieved from sources believed to be reliable but Neue Helvetische Bank AG does not make any representation as to their accuracy, quality or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. Neither this document nor any copy thereof may be sent to or taken into the United States or distributed in the United States or to a US person; in certain other jurisdictions the distribution may be restricted by local law or regulation. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of Neue Helvetische Bank AG."

Neue Helvetische Bank AG and/or its affiliate(s) may seek compensation for M & A / Corporate Finance services from the company analyzed in this report in the future.