



# Carl Zeiss Meditec AG

## Aktienanalyse

06. MÄRZ 2022



WIR LIEBEN AKTIEN

JAN FUHRMANN  
CHRISTIAN LÄMMLE

## CARL ZEISS MEDITEC – MARKTFÜHRER AUS DEUTSCHLAND

Je älter wir werden, desto mehr Beschwerden und Krankheiten plagen uns. Eines der Organe, das im zunehmenden Alter immer mehr in Mitleidenschaft gezogen wird, ist das Auge. Das Feld der Ophthalmologie, umgangssprachlich auch Augenheilkunde genannt, befasst sich mit Krankheitsbildern, die unser Sehorgan betreffen. Carl Zeiss Meditec ist ein weltweit führendes, deutsches, mittelständisches Unternehmen, das den Fokus auf Systemlösungen für diesen medizinischen Bereich hat.

### ÜBERSICHT

WKN / ISIN	531370/DE0005313704
Branche	Gesundheitswesen
Einordnung (Peter Lynch)	Average Grower
Fundamentales WLA-Rating	8/10
Technisches WLA-Rating	10/10
Porters Burggraben-Rating	16/25
Marktkapitalisierung	12,49 Mrd. EUR
Dividendenrendite	0,65 %
KGV	53,99
Firmensitz	Jena (Deutschland)
Gründungsjahr	2002 (Vorgänger: 1846)
Mitarbeiter	3.531 (30.09.2021)

### AUTOREN



**Jan Fuhrmann**  
Head of Research

"If you're not failing, you're not pushing your limits, and if you're not pushing your limits, you're not maximizing your potential." – Ray Dalio



**Christian Lämmle**  
Head of Research

"Markets are never wrong, only opinions are." – Jesse Livermore

# Carl Zeiss Meditec AG

## Aktienanalyse

XETR: AFX

### KURZPORTRAIT

Carl Zeiss Meditec ist ein gutes Beispiel für ein weltweit anerkanntes Unternehmen, welches in seinem Bereich einen guten Ruf genießt und dennoch vergleichsweise unbekannt ist. Der Konzern aus dem MDAX hat sich im Bereich der Medizintechnik spezialisiert und erzielt auf der ganzen Welt Umsätze – Deutschland ist demnach nur das dritt wichtigste Land.

Dem deutschen Mittelstand wird allgemein nachgesagt, deswegen so stark zu sein, weil einzelne Wirtschaftsbereiche mit extremem Know-How sehr spezifisch dominiert werden. Carl Zeiss ist ein schönes Beispiel dafür: mit großer Marktmacht für optische Gerätschaften und High-End Medizinequipment im Nanochirurgie- und Augenheilkundebereich.

Charttechnisch ist die Aktie ein wirklicher Musterknabe, denn die Aktie hat einen enorm stabilen Aufwärtstrend, welcher seit über 10 Jahren aktiv ist. Die aktuelle Korrektur ist deshalb als temporär zu werten und bietet ggf. eine gute Einstiegsmöglichkeit.

Die Analyse bezieht sich auf den Kenntnisstand unserer Recherche vom 05.03.2022.

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. DAS UNTERNEHMEN</b>	<b>6</b>
<b>Historie</b>	<b>6</b>
• Zeiss, Abbe und Schott	
• 20. Jahrhundert	
• Bedeutende Produkte/Entwicklungen	
• Geografische Expansion	
<b>Mission, Vision und Carl-Zeiss-Stiftung</b>	<b>10</b>
• Mission	
• Vision	
• Carl-Zeiss-Stiftung	
<b>Aktionärsstruktur</b>	<b>11</b>
<b>Geschäftsmodell</b>	<b>12</b>
• Einleitung	
• Ophthalmologie/Augenheilkunde	
• Mikrochirurgie	
<b>Burggraben</b>	<b>17</b>
• Einleitung	
• Porters Five Forces	
<b>Geschäftsführung</b>	<b>20</b>
<b>2. FUNDAMENTALE ANSICHT</b>	<b>21</b>
<b>Kennzahlen</b>	<b>21</b>
• Umsatz	
• EBIT und Konzerngewinn	
• Margen	
<b>Dividendenpolitik</b>	<b>27</b>
<b>Historische Kennzahlen</b>	<b>28</b>
• KUV	
• KGV	
• KCV	
<b>Einordnung nach Peter Lynch</b>	<b>30</b>
<b>Fundamentales Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>31</b>

<b>3. KONKURRENZVERGLEICH UND BRANCHENANALYSE</b>	<b>32</b>
<b>Allgemeine Infos über die Branche</b>	<b>32</b>
• Einleitung	
• Medizinische und ophthalmologische Geräte	
• Minimalinvasive Chirurgie	
<b>Überblick über die Konkurrenz</b>	<b>36</b>
• Kennzahlen	
• Performance seit 5 Jahren	
<b>4. CHANCEN UND RISIKEN</b>	<b>38</b>
<b>Chancen</b>	<b>38</b>
• Demographischer Wandel und wachsende Weltbevölkerung (1)	
• Positionierung in Asien (2)	
<b>Risiken</b>	<b>41</b>
• Versagen der Forschungs- und Entwicklungsabteilung (1)	
• Konsequenzen von fehlerhaften Produkte (2)	
<b>5. UNSERE BEWERTUNG</b>	<b>43</b>
• Die Eigenkapitalkosten	
• Optimistisches Szenario	
• Pessimistisches Szenario	
• DCF-Modell	
• Unsere Einschätzung	
<b>6. TECHNISCHE ANSICHT</b>	<b>46</b>
<b>Charttechnische Trendeinordnung</b>	<b>46</b>
• Übersicht	
• Langfristig	
• Mittelfristig	
• Kurzfristig	
• Aussicht	
<b>Technisches Wir Lieben Aktien-Rating</b>	<b>49</b>
<b>Marktsymmetrie</b>	<b>50</b>
<b>7. FAZIT</b>	<b>52</b>

# 1. Das Unternehmen

## HISTORIE

### **Zeiss, Abbe und Schott**

Das Unternehmen Carl Zeiss Meditec ist ein deutscher Traditionskonzern, welcher bereits vor 176 Jahren gegründet wurde. Damals eröffnete Carl Zeiss eine Werkstatt für Feinmechanik und Optik. Der Gründer ging mit seinem Wirken in die Geschichte ein, denn zusammen mit unter anderem Ernst Abbe entwickelte er viele Instrumente im Bereich der Optik und leistete damit einen beträchtlichen Beitrag zur Wissenschaft. Die Zusammenarbeit mit Abbe begann nachdem Zeiss mit seinen eigenen Mikroskopen unzufrieden war. Nach mehreren Jahren wurde der Durchbruch erreicht und die Mikroskope des Unternehmens setzten einen neuen Standard. es traten jedoch weiterhin einige Probleme im Bereich der optischen Gläser auf, bei denen die beiden nicht wirklich weiterkamen. Daraufhin kam der Chemiker Otto Schott mit in das Team, welcher bei der Weiterentwicklung half. Das Trio prägte die Entwicklung im Segment der Optik nachhaltig.

### **20. Jahrhundert**

Bevor der Gründer Zeiss im Jahr 1888 verstarb, beteiligte er seinen treuen Geschäftspartner Abbe. Inzwischen beschäftigte das Unternehmen über 300 Mitarbeiter.

Die Firma Zeiss war in den Weltkriegen durchaus relevant, auch wenn das Unternehmen in der eigenen Historie (auf der Website) keine Angaben zu diesem Zeitraum macht. Hier wurden relevante Optiken hergestellt und das Unternehmen profitierte im 2. Weltkrieg, wie auch viele andere Konzerne, von Zwangsarbeitern.

Nach dem 2. Weltkrieg wurde das Unternehmen verstaatlicht und die Demontage begann. Im Laufe der Zeit entstand eine Kombination aus diversen Firmen, welche in der Branche tätig waren, woraus in den 1980er-Jahren das Zeiss-Kombinat mit über 70.000 Beschäftigten hervorging. In der Zeit der DDR nutzte die Sowjetunion den Betrieb zunehmend für militärische Projekte und steigerte den Anteil dieses Bereichs auf über 20,00 % - zu den Produkten zählten hier bspw. Nachtsichtgeräte, Universalmessgeräte oder Zielsuchköpfe von Raketen. Gegen Ende des Kalten Krieges rückte in der DDR die Herstellung der Mikrochips immer weiter in den Fokus und 1989 stellte das Kombinat VEB Carl Zeiss Jena einen 1-Megabit-Chip vor. Dieser sollte im

Folgejahr in die Serienproduktion gehen. In Anbetracht der Wiedervereinigung kam es dazu jedoch nicht mehr.

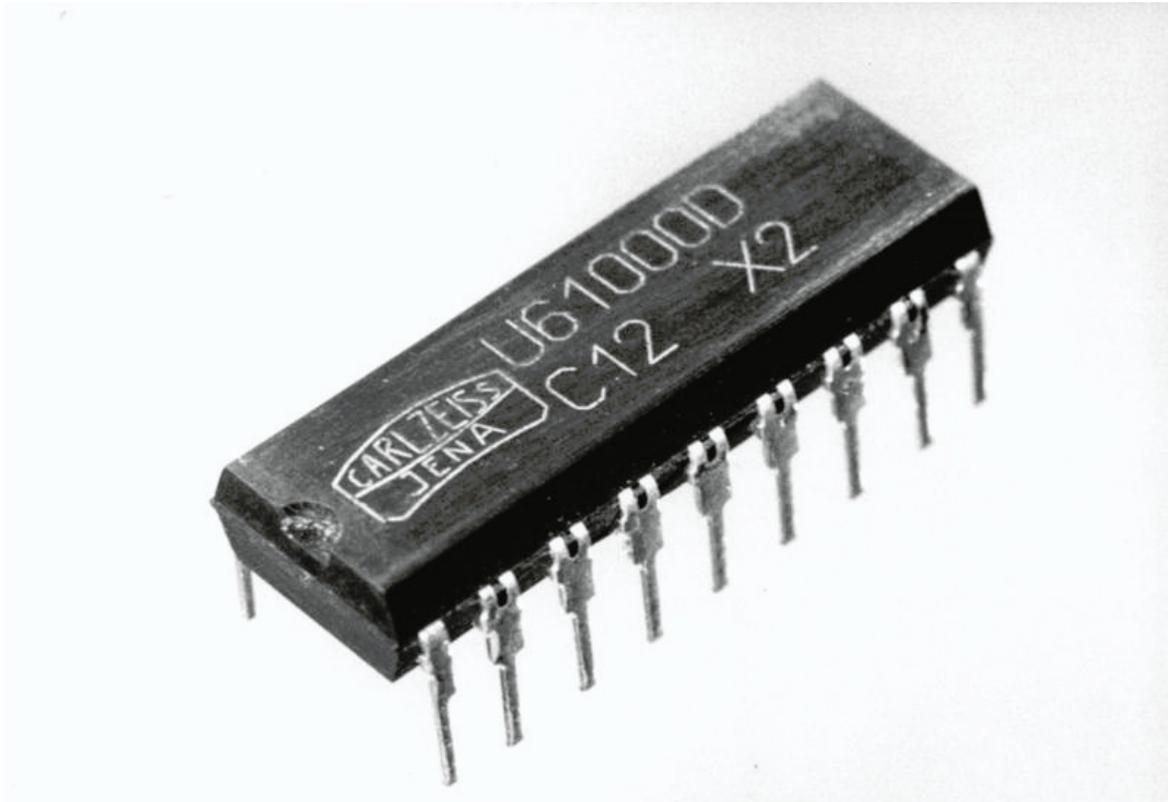


Abb. 1: Der "Megachip" U61000 als Großprojekt in der DDR (Quelle: Wikimedia Foundation Inc.).

1990/1991 erfolgte die Aufspaltung des Unternehmens in Carl Zeiss Jena und Jenoptik – letztere Firma ist heute ebenfalls an der Börse notiert und knapp 2 Mrd. EUR wert. Nach mehreren Umstrukturierungen wurde Carl Zeiss schließlich zu dem Unternehmen, das uns heute bekannt ist. 2002 fand die Übernahme der Asclepion Meditec AG statt und der Name Carl Zeiss Meditec entstand. Noch im selben Jahr erfolgte der Börsengang und schon fünf Jahre später wurde die Aktie in den TecDAX aufgenommen. Seit 2019 gehört Carl Zeiss Meditec auch zum MDAX.

### **Bedeutende Produkte/Entwicklungen**

Während der gesamten Firmenhistorie kam es immer wieder zu neuen Entdeckungen und Errungenschaften. Um nur einige Beispiele zu zeigen, die seit der Jahrtausendwende auf den Markt kamen, hier eine kleine Übersicht:



Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: Carl Zeiss Med. AG

Abb. 2: Innovationen seit der Jahrtausendwende

### **Geografische Expansion**

Seit dem Jahr 2002 hat Carl Zeiss Meditec acht nennenswerte Übernahmen getätigt, welche sie selbst in der eigenen Historie vorstellen. Neben der Expansion auf diese Art, wurde auf der ganzen Welt stetig das Engagement ausgebaut: Indien, Spanien, China, Türken und Paraguay sind beispielhaft zu nennen. Die eigenen Standorte sind heute auf der ganzen Welt verbreitet. Manche der genannten Akquisitionen wurden mit dem Ziel der geografischen Ausweitung/Stärkung des Geschäftsgebietes getätigt.

## MISSION, VISION UND CARL-ZEISS-STIFTUNG

### Mission

Die Mission von Carl Zeiss Meditec ist die Unterstützung von Ärzten und Klinikpersonal auf der ganzen Welt, um im Endeffekt die Lebensqualität der Patienten zu verbessern. Hier bezieht man sich neben der Ophthalmologie (Augenheilkunde) und Mikrochirurgie auch allgemeine auf weitere medizinische Wachstumsfelder, was die Wachstumsambitionen der Firma bestätigt. Zudem sollen stets neue Maßstäbe im Gesundheitswesen gesetzt werden.

### Vision

Bei der Vision legt Carl Zeiss Meditec den Fokus darauf, dass man der "Partner der Wahl" für die Ärzte und das Klinikpersonal sein möchte. Das soll zum Ausdruck bringen, dass man genau weiß, wie diese Beschäftigten im Gesundheitswesen arbeiten und was sie benötigen. Mithilfe dieser Kenntnis möchte Carl Zeiss Meditec den eigenen Kunden zum bestmöglichen Erfolg verhelfen.

### Carl-Zeiss-Stiftung

Nach dem Tod des Gründers Carl Zeiss im Jahr 1889 gründete Ernst Abbe die Carl-Zeiss-Stiftung. Diese Stiftung beschäftigt sich vor allem mit der gesellschaftlichen Verantwortung des Unternehmens. Grundlage dafür sind die drei Säulen:

- Zukunftsorientierte Unternehmensführung
- Verantwortung für die Mitarbeiter
- Wissenschaftsförderung

Die Leitlinien der Stiftung sind im Kern bis heute unverändert. Dazu gehört auch das soziale Engagement, wofür es viele verschiedene Beispiele gibt. Unter anderem wurden in unterversorgten Regionen weltweit fünf Diagnose-, Therapie- und Trainingszentren für Augenheilkunde aufgebaut, damit Ärzte optimal ausgebildet werden können. Ein weiteres Beispiel sind Gerätespenden für gemeinnützige Organisationen.

### Carl-Zeiss-Stiftung

in Zahlen (Stand: 01.01.2021)

 Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: Carl-Zeiss-Stiftung



**148**  
Projekte



**1.500.000 EUR**  
durchschnittliches Volumen



**55**  
Einrichtungen

Abb. 3: Carl-Zeiss-Stiftung in Zahlen

## AKTIONÄRSSTRUKTUR

Die Aktionärsstruktur von Carl Zeiss Meditec ist im Vergleich zu vielen anderen durchaus besonders, denn die Mehrheit der Aktien (59,10 %) befinden sich im Besitz der bereits erwähnten Carl-Zeiss-Stiftung. Das Stiftungsvermögen ist somit beachtlich und stützt die Ziele, welche verfolgt werden.

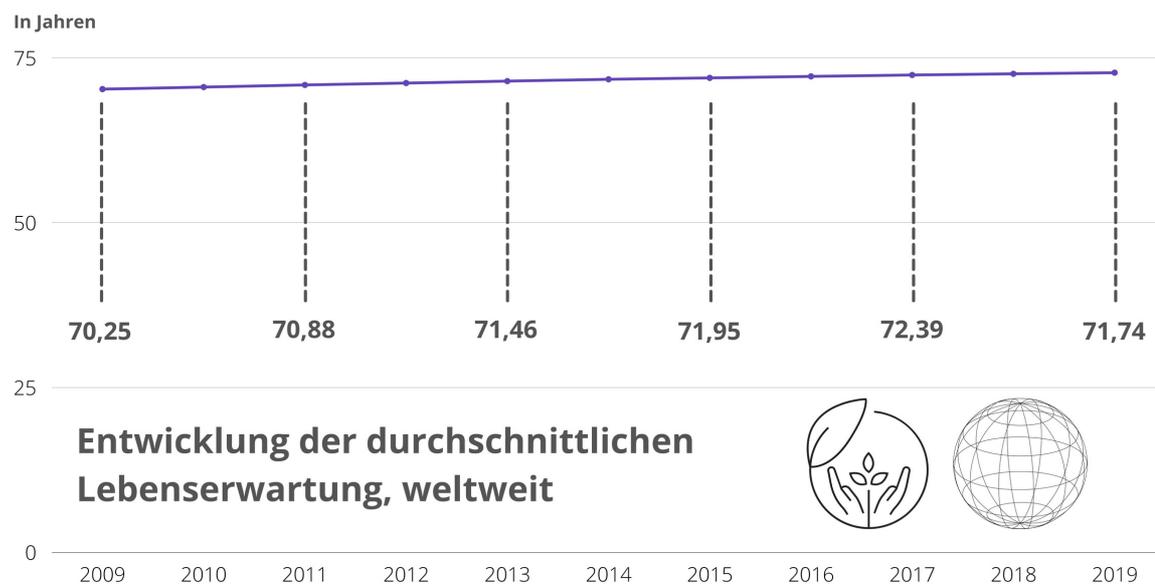
Der einzige weitere Großaktionär mit einer nennenswerten Position ist die US-amerikanische Investmentgesellschaft Capital Research & Management Co., welche insgesamt 6,00 % der Aktien hält.

## GESCHÄFTSMODELL

### Einleitung

Das Unternehmen, das Carl Zeiss vor über 175 Jahren gegründet hat, ist heute ein bekannter und erfolgreicher deutscher Mittelständler. Das Konzept des Gründers war damals unter anderem eine enge Zusammenarbeit mit Wissenschaftlern und den Endnutzern der Produkte, die das Unternehmen anbietet. Auch heute noch beschreibt der Konzern dies als eines der Manifeste, auf denen das Konzept des Unternehmens beruht.

Das Geschäftsmodell des Unternehmens umfasst die Herstellung, Vermarktung und Instandhaltung von medizinischen High-Tech Gerätschaften im Bereich Augenheilkunde und Mikrochirurgie. Ein weiteres ausgemachtes Ziel des Unternehmens ist es, die Workflows in der immer mehr überlasteten Medizinbranche effektiver zu gestalten, um so der steigenden Nachfrage durch den demografischen Wandel nachzukommen. Dafür hat das Unternehmen auch eigene Software, die es zur Verfügung stellt.



Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: Statista / Weltbank

Abb. 4: Entwicklung der weltweiten Alterserwartung

### Ophthalmologie/Augenheilkunde

Krankheitsbilder, die das Auge betreffen können in jedem Alter auftreten. Bekannte Krankheiten sind Fehlsichtigkeit, grauer Star, grüner Star und andere Netzhauterkrankungen. Die Behandlung dieser Krankheitsbilder läuft in der Medizin unter dem Bereich der Ophthalmologie. In diesem Bereich bietet das Unternehmen ein breites Portfolio an Produkten und Lösungen zur Diagnose und Behandlung an. Dazu kommen verschiedene Verbrauchsmaterialien. Kunden sind einzelne Arztpraxen, sowie

Krankenhäuser und Operationszentren.

Die Produktpalette des Unternehmens im Bereich der Augenheilkunde setzt sich aus drei Hauptbestandteilen zusammen: Diagnosegerätschaften, Laserbehandlung und Augenchirurgie.

## Augenheilkunde / Ophthalmologie

Ophthalmologische <b>Diagnose</b>	refraktive <b>Laserchirurgie</b>	chirurgische <b>Ophthalmologie</b>
 <p>Marktgröße: 1,8 - 2,2 Mrd. EUR</p>	 <p>Marktgröße: 0,9 - 1,1 Mrd. EUR</p>	 <p>Marktgröße: 7,0 - 7,5 Mrd. EUR</p>
Diagnose und Management chronischer Krankheiten	Hornhautchirurgie zur Sehkorrektur	Behandlung von grauem Star / der Netzhaut



CARL ZEISS MEDITEC

Die drei Produktfelder von Zeiss im Bereich der medizinischen Behandlung von Sehkrankheiten

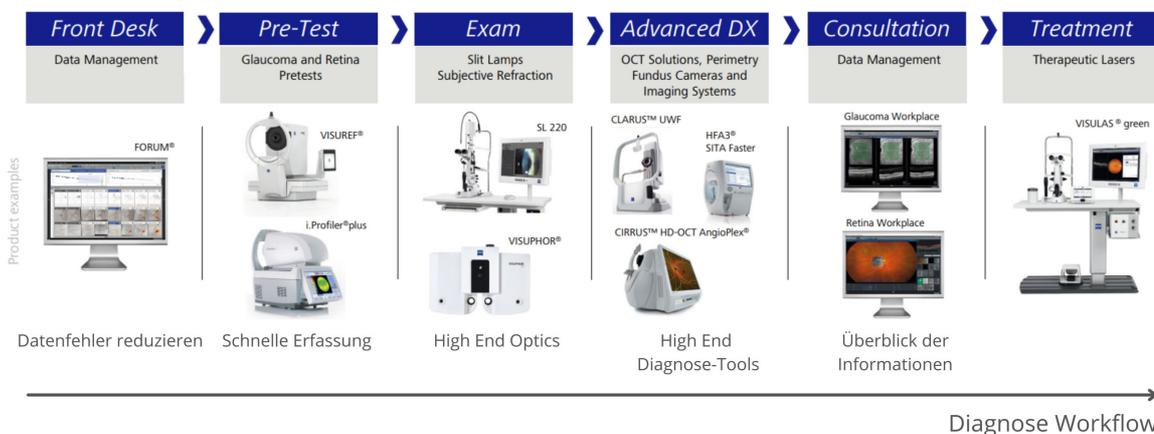


Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: zeiss.com

Abb. 5: Die drei Produktfelder von Zeiss im Bereich der medizinischen Behandlung von Sehkrankheiten

Ziel des Unternehmens ist es, in diesen Bereichen jeweils Marktführer zu sein. Die Strategie hierfür ist es, aus der Synergie zwischen Wissenschaft und Praxis zu profitieren, einem der Grundsätze, den das Unternehmen seit über 100 Jahren verfolgt. Außerdem will man mit Hilfe von modernster Software Daten sammeln, die dabei helfen sollen, Arbeitsabläufe erfolgreicher und zeiteffektiver zu gestalten.

## Lösungen für bessere Workflows bei der Diagnose



Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: zeiss.com

Abb. 6: Beispiel für die Workflow Verbesserung; hier: bei der Diagnoseerstellung

Hierfür werden Patientendaten in eigenen Cloud Plattformen sicher gespeichert, welche für Ärzte, Entwickler und Wissenschaftler zugänglich sind. Dadurch soll am Ende eine Win-Win Situation für Patienten und medizinisches Fachpersonal entstehen. Die Produkte von Zeiss umfassen den gesamten Lebenszyklus eines Patienten. Das bedeutet, dass die Gerätschaften bei der Behandlung von Krankheiten, die im jungen Alter auftreten, bis hin zum hohen Alter Anwendung finden.

## Zusammenarbeit mit Wissenschaft und Endnutzern



*„ZEISS hat gemeinsam mit Anwendern die Neuro-pathologie sehr geprägt – mit einem klaren Patientennutzen. Die bildgebende Diagnostik wurde um funktionelle Komponenten erweitert.“*  
 Prof. Dr. Jürgen Schlegel



*„Der Ansatz Technologie sucht Anwendung wird noch oft von der Industrie verfolgt. Dabei ist es am Ende die Kommunikation zwischen Ingenieuren und Anwendern, die die beste Lösung hervorbringt.“*  
 Prof. Dr. Stephanie E. Combs



*„Durch die interdisziplinäre Zusammenarbeit machen wir uns mehr Gedanken und nehmen während der OP eine andere Perspektive ein. Ich sehe da langfristig große Chancen.“*  
 Dr. Jens Gempt



Grafik: eigene Darstellung  
 Quelle: zeiss.com

Abb. 7: Win-Win Situation für Ärzte und Patienten, Zusammenarbeit zwischen Wissenschaft und Endnutzern

### Der Cataract Workflow

Ein schönes Beispiel dafür, wie Zeiss als Unternehmen funktioniert, zeigt der vom Unternehmen selbst so genannten „Cataract Workflow“. Cataract ist der Fachbegriff für die Augenkrankheit „grauer Star“, bei der sich die Augenlinse eintrübt und zu einer Sehverschlechterung führt. Oft tritt sie jenseits des 65. Lebensjahres auf. Aufgrund des demografischen Wandels, den wir bis hierher schon mehrfach angesprochen haben, erlebt diese Krankheit eine wachsende Anzahl von betroffenen Patienten. Gleichzeitig sinkt die Menge an medizinischem Fachpersonal.

Dieses Problem will Zeiss mit einem eigens entwickelten Workflow angehen. Bei dem Workflow handelt es sich um eine Reihe verschiedener Hard- und Software, die Synergien erzeugen sollen und den kompletten Behandlungsablauf effizienter und schneller gestalten. Das sogenannte „Zeiss Medical Ecosystem“ verbindet Software-Lösungen mit den entsprechenden Gerätschaften, die für den medizinischen Eingriff zur Behandlung des Krankheitsbildes nötig sind.

Eines der Produkte ist beispielsweise das Zeiss Artevo 800. Es ist das erste

digitale Mikroskop in der chirurgischen Ophthalmologie und leitet eine neue Ära der Visualisierung mit neuer chirurgischer Gewissheit ein.



## ZEISS ARTEVO 800

Hochleistungs-Mikroskop  
für die Augenheilkunde

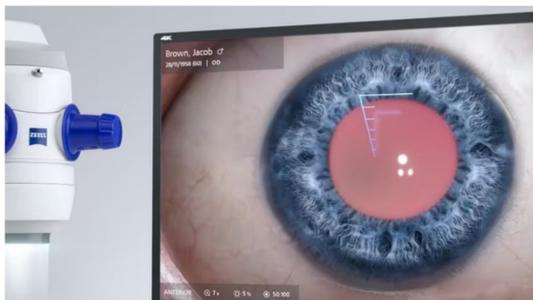
 Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: zeiss.com

Abb. 8: Zeiss Artevo 800



### Exzellente Auflösung und naturgetreue Farben

Sehen Sie beim Blick auf die Operationsstelle naturgetreue Farben. Mit den zwei 3-Chip-Kameras in 4K-Auflösung ist das optische System darauf ausgerichtet, glasklare Bilder zu erzeugen.



### Herausragende Tiefenschärfe

ZEISS ARTEVO 800 ist das bevorzugte Mikroskop, wenn herausragende Tiefenschärfe gefragt ist. Behalten Sie mehrere Strukturen im Auge gleichzeitig im Fokus.

 Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: zeiss.com

Abb. 9: Vorteile des Zeiss Artevo 800

## Mikrochirurgie

Im zweiten strategischen Geschäftsbereich bietet Zeiss seinen Kunden Visualisierungslösungen für minimalinvasive (mit kleinstmöglichem Aufwand eingreifend) chirurgische Behandlungen. Dabei handelt es sich vor allem um Operationsmikroskope bei Eingriffen an Tumoren oder Gefäßerkrankungen. Des Weiteren werden Produkte im Bereich HNO (Hals-Nasen-Ohren),

plastische Chirurgie (Schönheitschirurgie) und Dental- (Zahn) und Wirbelsäulenchirurgie angeboten.

Bei den Produkten kommen modernste Technologien wie dreidimensionale Bildgebungen durch Fluoreszenzmittel (Kontrastmittel) zum Einsatz. Dadurch sollen Ärzte dabei unterstützt werden, bei operativen Eingriffen den vollen Überblick zu behalten.

Beispiele für solche Produkte sind Ionenmikroskope, sowie Röntgengeräte und Kernspintomographen.

### **ZEISS Xradia 610 und 620 Versa**

3D-Röntgenmikroskope für schnellere Bildgebung intakter Proben im Sub-Mikrometerbereich



**Wenn aus einer  
Forschungsaufgabe eine  
Entdeckungsreise wird.**

Nutzen Sie eine nie dagewesene Vielseitigkeit für Ihre wissenschaftliche und industrielle Forschung mit den modernsten 3D-Röntgenmikroskopen der Xradia Versa-Produktfamilie von ZEISS.

Mit der branchenweit besten Auflösung und exzellentem Kontrast erweitern die Xradia-Modelle 610 und 620 Versa von ZEISS Ihre Möglichkeiten in der zerstörungsfreien Bildgebung im Sub-Mikrometerbereich.

*Abb. 10: Xradia 3D Röntgenmikroskop von Zeiss*

## BURGGRABEN

### Einleitung

Als Unternehmen, welches in der Medizintechnik tätig ist, liegt der Burggraben von Carl Zeiss Meditec hauptsächlich in der jahrelangen Forschungs- und Entwicklungsarbeit und dem daraus resultierenden Wissen begründet. Um neue Erfindungen vor Kopien zu schützen, werden regelmäßig Patente angemeldet. Zum Ende des letzten Geschäftsjahres war die Carl Zeiss Meditec Inhaber von mehr als 900 Patentgruppen.

Die Marke des Unternehmens stellt einen zusätzlichen Faktor dar. Wie zum Beginn der Analyse beschrieben, ist Carl Zeiss Meditec ein traditionsreicher Konzern, welcher unter Privatpersonen eher unbekannt ist, bei seinen Geschäftskunden jedoch über ein hohes Ansehen und Vertrauen verfügt.

Zudem kann Carl Zeiss Meditec im Gegensatz zu seinen Konkurrenten durch die Zusammenarbeit mit der ZEISS Gruppe profitieren und beispielsweise auf deren Vertriebsnetz in Asien sowie diverse Produktions- und Servicestandorte auf der ganzen Welt zurückgreifen.

### Porters Five Forces

Nachstehend die Branchenstrukturanalyse nach Michael E. Porter. Diese dient der Einordnung von externen Kräften, welche auf die Unternehmen einer Branche einwirken. Unsere Skala reicht hierbei von 0 bis 5. Je besser Carl Zeiss Meditec aufgestellt ist, desto höher ist die Punktzahl, welche wir vergeben.

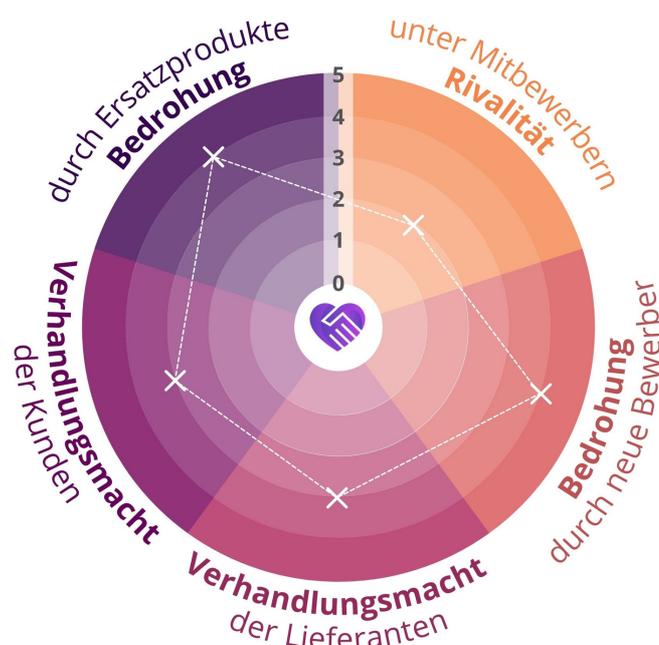


Abb. 11: Porters Five Forces bei Carl Zeiss Meditec

Rivalität unter bestehenden Wettbewerbern	2/5	Der Wettbewerb zwischen Carl Zeiss Meditec und seinen bestehenden Konkurrenten, welche teilweise größer sind und einen höheren Marktanteil für sich beanspruchen können, ist grundsätzlich als intensiv einzustufen. Das operative Geschäft von Unternehmen, welche in der Medizintechnik aktiv sind, ist maßgeblich vom Forschungserfolg sowie ständigen Innovationen abhängig. Daher vergeben wir 2 von 5 Punkten.
Bedrohung durch neue Wettbewerber	4/5	Dass neue Wettbewerber in die Märkte von Carl Zeiss Meditec eintreten und eine ernstzunehmende Bedrohung darstellen werden, halten wir hingegen für eher unwahrscheinlich. Denn zum einen erfordert die Entwicklung medizinischer Geräte teure Investitionen, welche im Voraus zu tätigen sind. Zum anderen verkörpern die Namen und Marken der bestehenden Player Jahrzehnte an Expertise und genießen das Vertrauen ihrer Kunden.
Verhandlungsmacht der Lieferanten	3/5	Nach eigenen Angaben arbeitet Carl Zeiss Meditec daran, die Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten durch die fortlaufende Auswahl weiterer Geschäftspartner zu verringern. Weiterhin soll ein strategischer Bevorratungsplan das Unternehmen vor Störungen der Lieferketten und einem Mangel an Rohstoffen schützen. Demnach sehen wir die Verhandlungsmacht zwischen Carl Zeiss Meditec und der Gruppe der Lieferanten als ausgeglichen an und vergeben 3 von 5 Punkten.
Verhandlungsmacht der Kunden	3/5	Die Produkte von Carl Zeiss Meditec werden von zahlreichen Kunden auf der ganzen Welt verwendet. In Relation dazu sind die Auswahlmöglichkeiten dieser Gruppe hinsichtlich alternativer Anbieter eher gering. Darüber hinaus wird die Verhandlungsmacht der Kunden durch nicht zu vernachlässigende Wechselkosten eingeschränkt. Deshalb ordnen wir diese externe Kraft als mittelstark ein.

Bedrohung  
durch  
Ersatzprodukte

4/5

Für die Behandlung verschiedener Beschwerden am menschlichen Auge sowie anderer Krankheitsbilder, welche minimalinvasive Eingriffe erfordern, gibt es zum aktuellen Zeitpunkt keine Alternative. Den Prognosen zufolge wird der Bedarf für die erforderliche Medizintechnik zukünftig weiterhin anwachsen. Es kann jedoch nicht vollkommen ausgeschlossen werden, dass eines Tages Ersatzprodukte entwickelt werden, welche die Lösungen von Carl Zeiss Meditec überflüssig machen.

## Porters Burggraben-Rating



**Rivalität unter bestehenden Mitbewerbern**  
**Bedrohung durch neue Mitbewerber**  
**Verhandlungsmacht der Lieferanten**  
**Verhandlungsmacht der Kunden**  
**Bedrohung durch Ersatzprodukte**



Abb. 12: In Porters Burggraben-Rating erzielt Carl Zeiss Meditec 16 von 25 Punkten.

## GESCHÄFTSFÜHRUNG



Abb. 13: Die drei Vorstandsmitglieder von Carl Zeiss Meditec.

### Dr. Markus Weber

Bei Carl Zeiss Meditec gab es erst im Januar 2022 einen Wechsel in der Position des Vorstandsvorsitzenden. Diese Rolle übernahm Dr. Markus Weber, welcher ein studierter Diplom-Physiker ist. Weber übernimmt im Vorstand die Verantwortung für die Bereiche Microsurgery (Mikrochirurgie), Ophthalmic Devices (Geräte für Augenheilkunde) und Digital Innovation (digitale Innovation), sowie die strategische Geschäftsentwicklung und weitere Segmente.

Weber hat nach seinem Studium im Jahr 2002 als wissenschaftlicher Mitarbeiter bei ZEISS im Bereich der Semiconductor Manufacturing Technology (Technologie der Halbleiterherstellung) begonnen. Im Laufe der Zeit war er in diversen Führungspositionen tätig, unter anderem auch im Microsurgery-Sektor, für den er heute bei Carl Zeiss Meditec die Gesamtverantwortung trägt. Bereits nach acht Jahren im Unternehmen konnte Weber große Verantwortung als Leiter der Konzernfunktion Research & Technology übernehmen. Bis er 2019 zum Vorstandsmitglied in der Carl Zeiss AG wurde sammelte er auch in weiteren Positionen Erfahrung. All dies hilft im höchstwahrscheinlich bei seiner aktuellen Aufgabe als Vorstandsvorsitzender.

# 2. Fundamentale Ansicht



## Aktienfinder

Die Prognosen aus diesem Abschnitt werden vom [Aktienfinder](#) zur Verfügung gestellt.

### KENNZAHLEN

#### Umsatz

##### Entwicklung

Bei der Betrachtung der Umsatzentwicklung in den letzten fünf Geschäftsjahren, welches bereits zum 30. September endet, werden unmittelbar die negativen Auswirkungen in Folge der Corona-Pandemie ersichtlich.

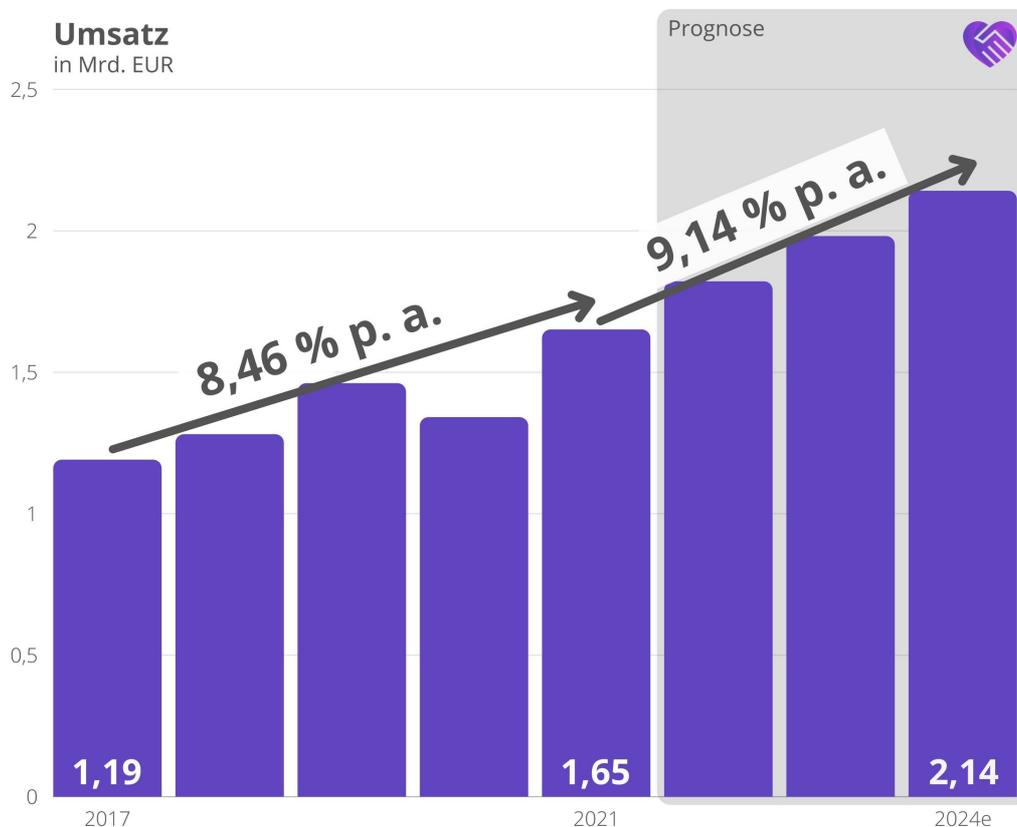


Abb. 14: Umsatzentwicklung

Während Carl Zeiss Meditec zwischen 2017 und 2019 noch deutliche Zuwächse erzielen konnten, brach die Nachfrage für die Produkte des Unternehmens zum Beginn der Krise abrupt ein und erholte sich im

Anschluss nur schrittweise. Dies ist unter anderem auf die Verschiebung von nicht akuten Augenoperationen sowie die Investitions-zurückhaltung der Kundschaft von Carl Zeiss Meditec zurückzuführen. Daher schrumpften die Erlöse in 2020 um 8,49 %.

In Folge der weltweiten Impfkampagnen konnte ein Rückgang der negativen Auswirkungen und infolgedessen eine deutliche Verbesserung des operativen Umfelds verzeichnet werden. Dementsprechend kehrte auch der Bedarf für die Produkte von Carl Zeiss Meditec zurück und das Unternehmen konnte im Vergleich zum Vorjahr einen Umsatzsprung in Höhe von 23,31 % realisieren. Das historische Umsatzwachstum beläuft sich im betrachteten Zeitraum somit auf 8,46 % pro Jahr.

Für die zukünftigen Geschäftsjahre erwartet das Management von Carl Zeiss Meditec ein Umsatzwachstum, welches sich mindestens auf dem Niveau des aktuell prognostizierten Marktwachstums im mittleren einstelligen Prozentbereich der jeweiligen Segmente befinden wird. Den Konsensschätzungen der Analysten zufolge sollen die Erlöse bis 2024 um 9,14 % pro Jahr steigen. Demnach könnte das Unternehmen dann bereits 2,14 Mrd. EUR umsetzen.

#### Umsatzverteilung nach Segmenten

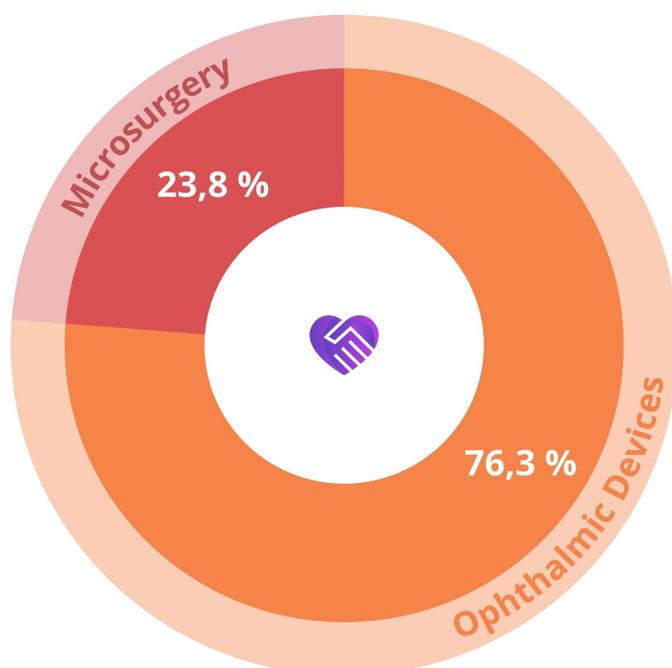


Abb. 16: Umsatzverteilung nach Segmenten

Das operative Geschäft von Carl Zeiss Meditec wird in zwei strategische Geschäftsbereiche unterteilt.

Die im Kapitel zum Geschäftsmodell beschriebenen Lösungen, welche der Behandlung von Krankheitsbildern wie Fehlsichtigkeit, sowie dem grauen und grünen Star dienen, gehören dem Segment Ophthalmic Devices an. Hierzu

zählen künstliche Linsen, ophthalmologische Operationsmikroskope und Systeme für Augenlaser-korrekturen. Mit einem Anteil von 76,25 % im vergangenen Geschäftsjahr stellen die daraus resultierenden Erlöse die Haupteinnahmequelle des Unternehmens dar.

Im Umkehrschluss waren die Aktivitäten im Bereich Microsurgery für 23,75 % der Einnahmen verantwortlich, weshalb sie ebenfalls nicht zu vernachlässigen sind. Zum Produktportfolio dieses Segments gehören in erster Linie Visualisierungslösungen (z. B. Operationsmikroskope) für die erläuterten minimalinvasiven Eingriffe.

#### Umsatzverteilung nach Regionen

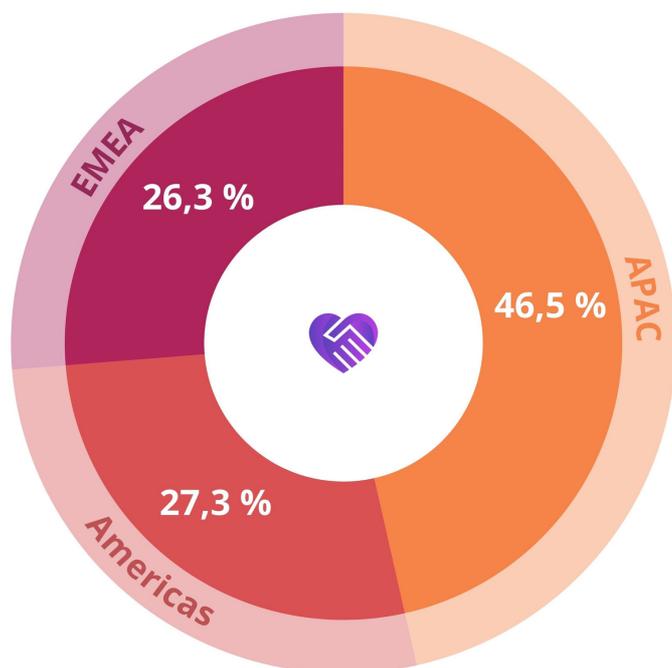


Abb. 17: Umsatzverteilung nach Regionen

Carl Zeiss Meditec vertreibt die angebotenen Produkte und Dienstleistungen auf der ganzen Welt. Dementsprechend lassen sich die Erlöse den drei großen Weltwirtschafts-räumen zuordnen.

Die Region APAC (Asien, Australien, Ozeanien) war im vergangenen Geschäftsjahr für 46,47 % der Umsätzen verantwortlich und somit bei weitem der relevanteste Absatzmarkt. Innerhalb dieses Gebiets gehören China, Japan sowie Südkorea zu den Spitzenreitern.

Als zweitwichtigste Region folgen die Nord- und Südamerika, wo Carl Zeiss Meditec 27,26 % der Erlöse erzielte. Hier lassen sich vor allem die Vereinigten Staaten als überaus wichtig identifizieren.

Im Raum EMEA (Europa, Naher Osten, Afrika) erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatzanteil i. H. v. 26,27 %. Neben Deutschland kann dabei insbesondere Frankreich und Großbritannien ein besonderer Stellenwert zugesprochen werden.

Wenngleich in der asiatischen Region die höchsten historischen Steigerungen realisiert werden konnten, leisteten alle Gebiete, in denen Carl Zeiss Meditec aktiv ist, in der Vergangenheit einen wichtigen Wachstumsbeitrag.

## EBIT und Konzerngewinn

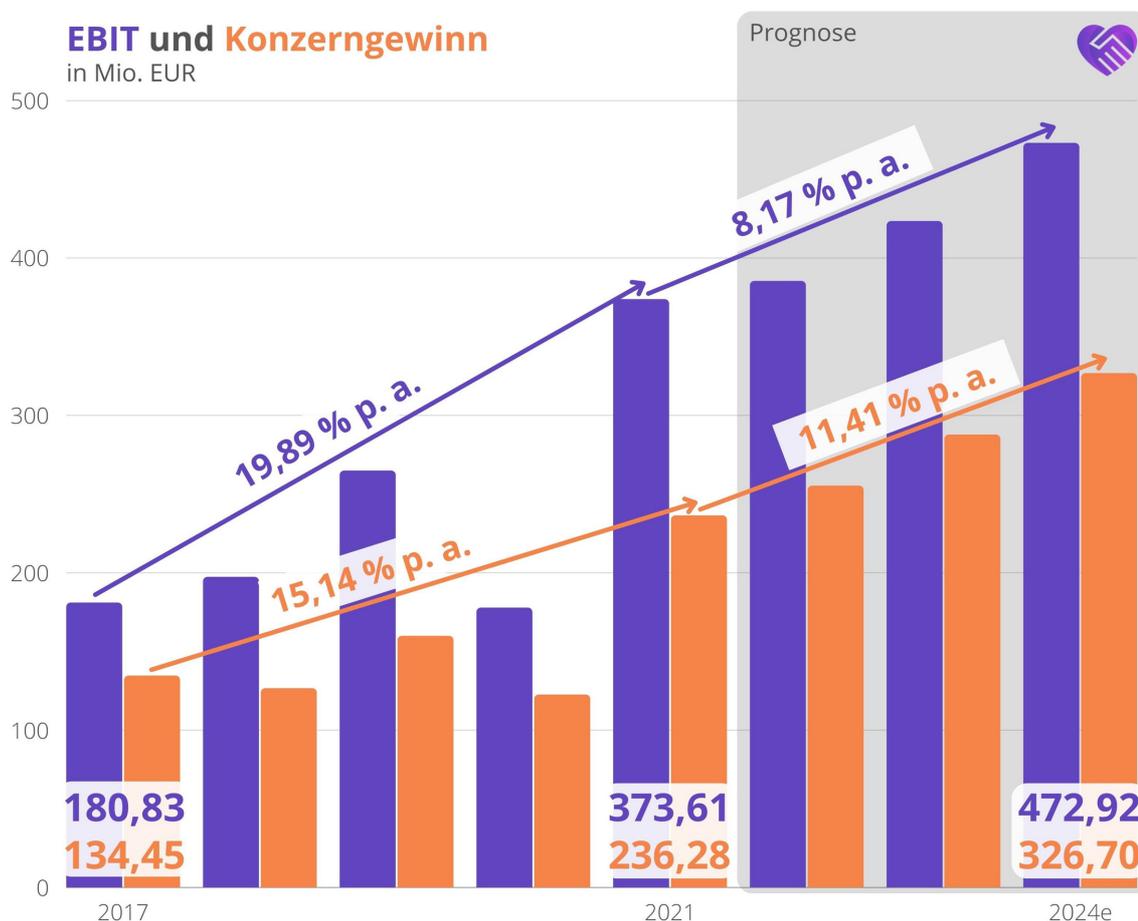


Abb. 18: EBIT- und Konzerngewinnentwicklung

Die operativen Ergebnisse und Konzerngewinne von Carl Zeiss Meditec entwickelten sich im betrachteten Zeitraum grundsätzlich analog zu den Umsatzerlösen. Obwohl auch diese Kennzahlen zwischen 2017 und 2019 insgesamt gesteigert werden konnten, wurde in 2020 ein Einbruch um 32,91 %, bzw. um 23,39 % ausgewiesen. Das Unternehmen war zwar bemüht, mit einer hohen Kostendisziplin auf die Corona-Pandemie zu reagieren, jedoch konnten die Umsatzeinbußen nicht kompensiert werden. Dank erfolgreichen Währungsgeschäften sowie anderen nicht-operativen Effekten war das Nettoergebnis nicht übertrieben stark betroffen.

In 2021 verbesserte sich die Profitabilität wieder sprunghaft. Dabei konnte das Unternehmen u. a. durch niedrige Vertriebs- und Marketingkosten profitieren, welche aufgrund der Krise umgehend gesenkt, und seitdem nur geringfügig erhöht wurden.

Durch diese Maßnahmen verdoppelte sich das EBIT im Vorjahresvergleich und Carl Zeiss Meditec erzielte einen Rekordwert i. H. v. 373,61 Mio. EUR. Auch das Nettoergebnis entwickelte sich mit einem durchschnittlichen Wachstum von 15,14 % seit 2017 sehr positiv.

Bis 2024 wird weiterhin eine positive Entwicklung der Profitabilität von Carl Zeiss Meditec erwartet. Das durchschnittliche Wachstum soll sich mindestens im hohen einstelligen Prozentbereich befinden.

### Margen

Dass die Ergebnisse von Carl Zeiss Meditec in den letzten fünf Jahren in Relation zum Umsatz überproportional anwuchsen, wirkte sich natürlich auf die entsprechenden Gewinnspannen des Unternehmens aus. Während die EBIT Marge in 2017 noch 15,20 % betrug, konnte mit Ausnahme des Jahres 2020 ein durchgehender Anstieg erreicht werden. Zuletzt wurde ein Rekordwert von 22,69 % erreicht. Die Nettomargen entwickelten sich unter geringen Schwankungen ebenfalls positiv.

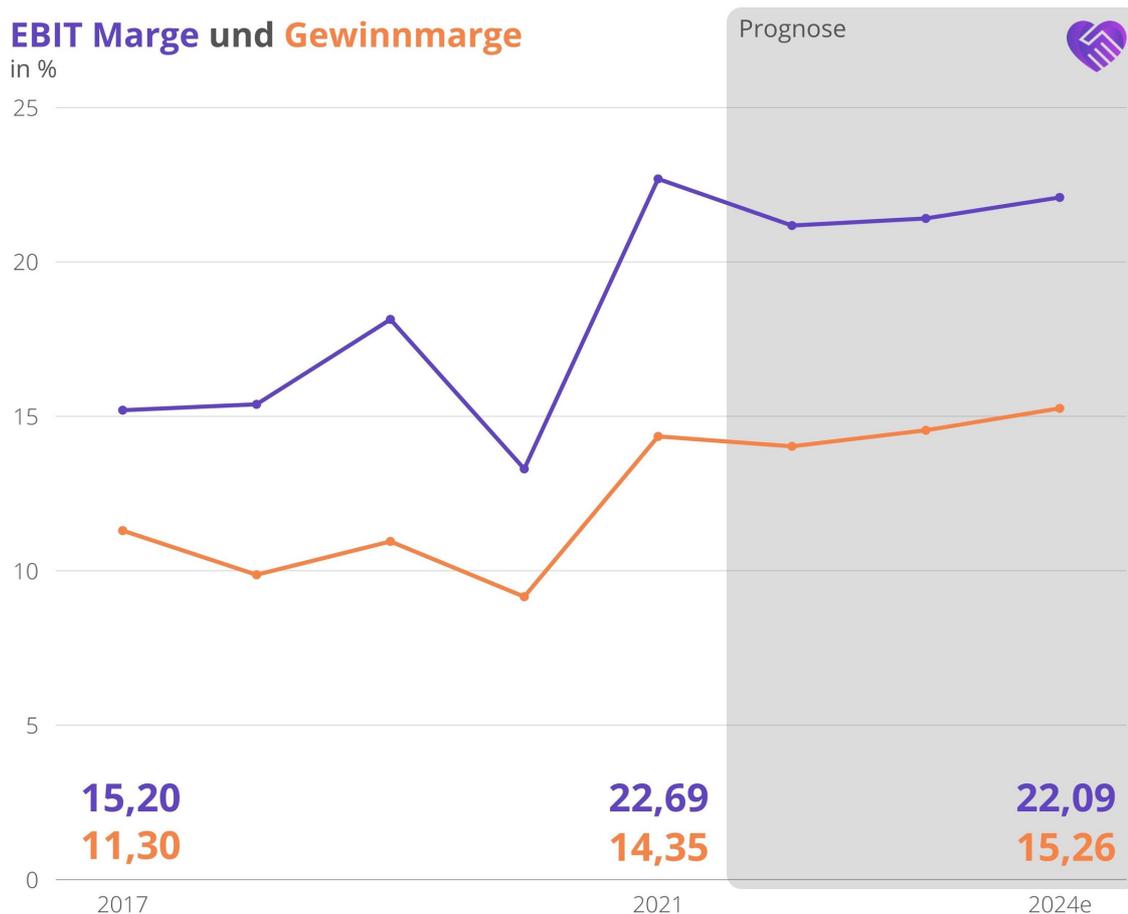


Abb. 19: EBIT- und Gewinnmargenentwicklung

Hervorzuheben ist darüber hinaus die steigende Relevanz wiederkehrender Einnahmen, welche z. B. durch den Verkauf von Verbrauchsmaterialien oder Serviceleistungen realisiert werden. Zum 30. September 2021 belief sich der

entsprechende Umsatzanteil auf 41,00 %.

Sowohl die Unternehmensleitung, als auch die Analysten erwarten, dass die Gewinnspannen von Carl Zeiss Meditec in den kommenden Jahren zwar leicht schwanken, aber annähernd auf dem Niveau von 2021 verbleiben werden. Daher ist die Entwicklung der Margen insgesamt als positiv zu beurteilen.

## DIVIDENDENPOLITIK

Um seine Anteilseigner in Form von jährlichen Ausschüttungen am Unternehmenserfolg zu beteiligen, verfolgt Carl Zeiss Meditec eine klar definierte Dividendenpolitik, welche eine Ausschüttungsquote von ca. einem Drittel des Konzerngewinns vorsieht. Somit behält sich das Unternehmen eine gewisse Flexibilität vor, welche sich u. a. in einer Dividendensenkung in Folge der Corona-Pandemie im Jahr 2020 äußert.

Für das abgelaufene Geschäftsjahr schlagen der Vorstand und der Aufsichtsrat von Carl Zeiss Meditec eine Dividende i. H. v. 0,90 EUR pro Aktie vor. Dies muss jedoch zunächst noch von den Aktionären im Rahmen der Hauptversammlung am 30. März diesen Jahres beschlossen werden. Dann würde sich die aktuelle Dividendenrendite auf 0,65 % bei einer Ausschüttungsquote von 34,07 % belaufen.

Bis 2024 prognostizieren die Analysten einen Anstieg der Ausschüttungen auf 1,37 EUR je Anteil, was einer jährlichen Steigerung um 15,03 % entspricht.

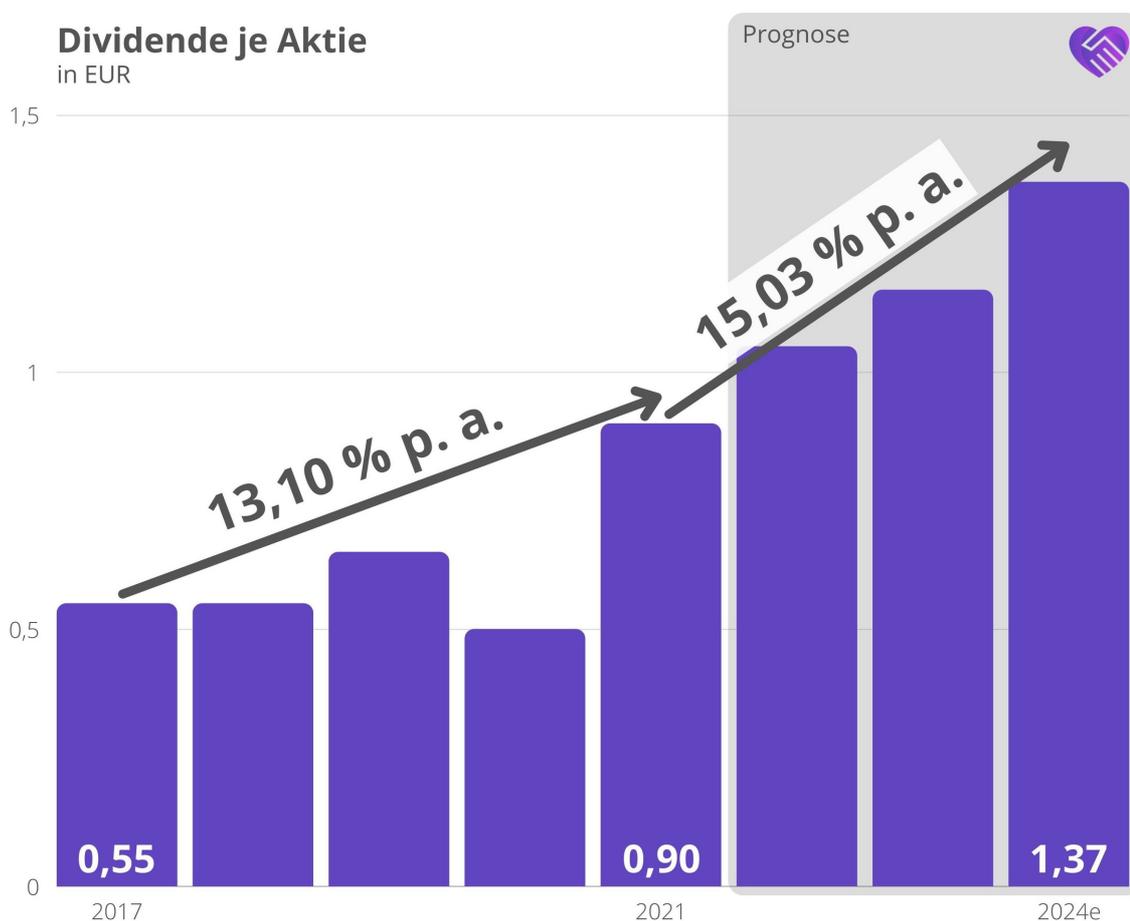


Abb. 20: Dividendenentwicklung

## HISTORISCHE KENNZAHLEN

### KUV

Das Kurs-Umsatz-Verhältnis von Carl Zeiss Meditec ist in der historischen Betrachtung kontinuierlich angestiegen und war auf Basis abgeschlossener Geschäftsjahre kein einziges Mal rückläufig. In den letzten fünf Jahren wurde ein Anstieg von 3,32 auf 9,02 verzeichnet, der Durchschnitt beträgt 6,21. Zum aktuellen Zeitpunkt beläuft sich das Multiple auf 7,29 und könnte den Analystenschätzungen entsprechend bis 2024 auf 5,75 absinken.

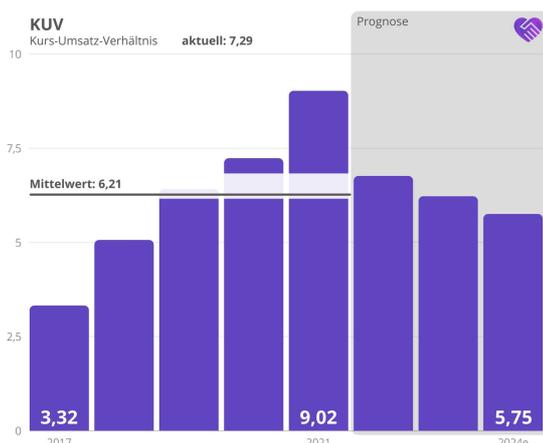


Abb. 21: KUV-Entwicklung

### KGV

Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der Aktie entwickelten sich zwischen 2017 und 2020 analog zum Umsatzvielfachen. Aufgrund des Gewinnsprungs in 2021 fiel das Multiple trotz steigender Kurse jedoch auf einen Wert von 62,86. Der historische Mittelwert beträgt 56,20. Auf Grundlage der letzten vier Quartale wird Carl Zeiss Meditec mit dem 53,99-fachen des Gewinns bewertet. Das erwartete KGV in drei Jahren liegt derzeit bei 37,66.

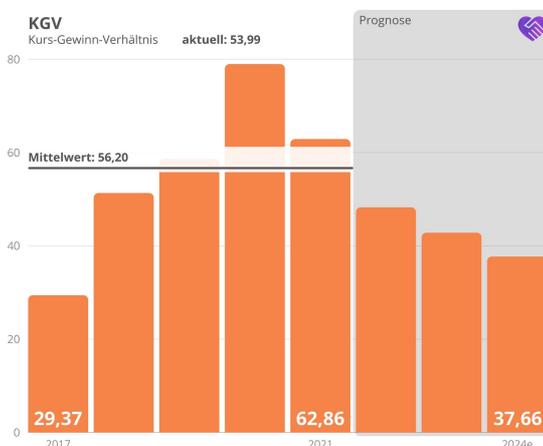


Abb. 22: KGV-Entwicklung

## KCV

Mit Ausnahme von 2017 erwirtschaftete Carl Zeiss Meditec in den letzten Jahren stets einen operativen Cashflow, welcher die Konzerngewinne überstieg. Analog dazu entwickelte sich das KCV und lag seit 2018 stets unterhalb des KGVs. Derzeit ergibt sich ein Kurs-Cashflow-Verhältnis von 40,05. Da die Analysten bis 2024 weiterhin eine positive Entwicklung prognostizieren, sinkt das Multiple bis dahin auf 33,95 ab.

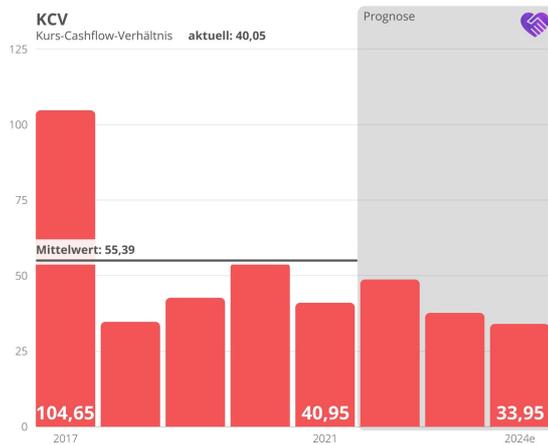


Abb. 23: KCV-Entwicklung

## EINORDNUNG NACH PETER LYNCH

Insgesamt konnte Carl Zeiss Meditec in den letzten fünf Jahren eine zufriedenstellende Unternehmensentwicklung aufweisen. Trotz des Umsatz- und Gewinnrückgangs in 2020 wurden im vergangenen Geschäftsjahr neue Rekordwerte ausgewiesen. Auch zukünftig soll das Wachstum der Erlöse im hohen einstelligen Prozentbereich liegen, weshalb wir eine Einordnung als Average Grower vorgenommen haben.

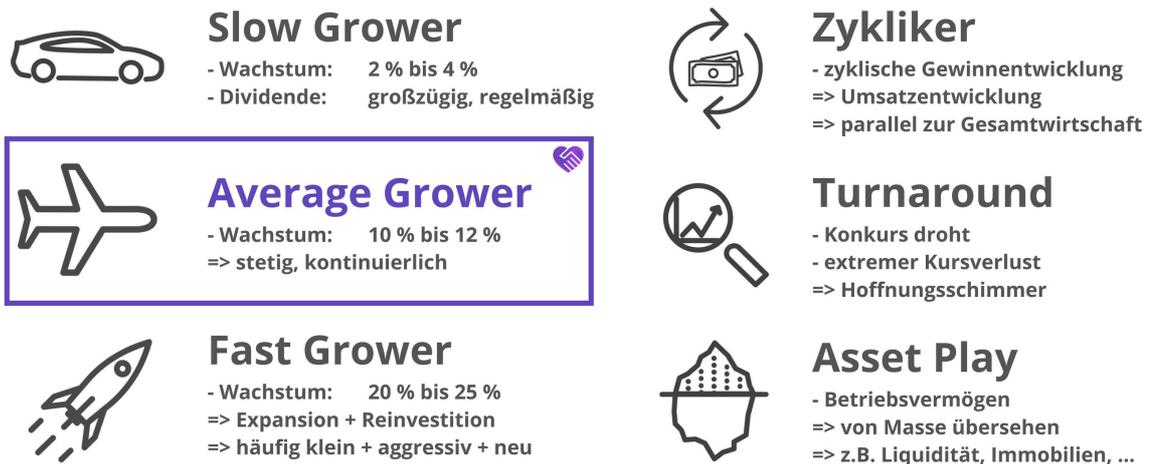


Abb. 24: Carl Zeiss Meditec ist ein Average Grower.

## FUNDAMENTALES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Carl Zeiss Meditec erfüllt 8 von 10 Kriterien unseres Wir Lieben Aktien-Ratings für Average Grower und erreicht somit ein gutes Ergebnis. Neben der zukünftigen Entwicklung der EBIT Margen, welche unterhalb unserer Anforderung liegt, führt einzig die erhöhte Bewertung anhand des erwarteten KGVs zum Punktverlust.



<b>Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre):</b>	<b>über 6 %</b> (8,46 %)	<b>Konzerngewinn (dauerhaft):</b>	<b>über 0</b> (ja)
<b>Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre):</b>	<b>über 6 %</b> (9,14 %)	<b>KGVe in 5 Jahren:</b>	<b>unter 25</b> (36,34)
<b>EBIT Wachstum (letzten 5 Jahre):</b>	<b>über 6 %</b> (19,89 %)	<b>Verschuldungsgrad zum EBITDA:</b>	<b>unter 2</b> (Nettoliquid.)
<b>EBIT Wachstum (nächsten 3 Jahre):</b>	<b>über 6 %</b> (8,17 %)	<b>EBIT Margen Wachstum (in 3 Jahren):</b>	<b>über 10 %</b> (-2,64 %)
<b>max. EBIT Jahresdrawdown:</b>	<b>unter 50 %</b> (-32,91 %)	<b>Eigenkapital-Quote und -Rendite:</b>	<b>30 % &amp; 15 %</b> (70,01 % oder <b>Eigenkapital-Quote und -Rendite:</b> <b>40 % &amp; 10 %</b> & 16,29 %)

### KGVe

Das erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnis. Wir berechnen dies mit dem prognostizierten durchschnittlichen Gewinnwachstum der nächsten 3 Jahre und berücksichtigen einen Sicherheitsabschlag von 30 %.

Abb. 25: Im fundamentalen Wir Lieben Aktien-Rating für Average Grower erzielt Carl Zeiss Meditec 8 von 10 Punkten.

# 3. Konkurrenzvergleich und Branchenanalyse

## ALLGEMEINE INFOS ÜBER DIE BRANCHE

### Einleitung

Da Carl Zeiss Meditec in zwei verschiedenen Sektoren tätig ist, betrachten wir im Folgenden zunächst medizinische und ophthalmologische Geräte und werfen anschließend einen Blick auf die minimalinvasive Chirurgie.

### Medizinische und ophthalmologische Geräte

Zwischen 2016 und 2021 war der allgemeine Markt für medizinische Geräte von einer geringen durchschnittlichen Steigerung um 3,17 % geprägt. Auch hier ist der vorübergehende Einbruch in Folge der Corona-Pandemie ersichtlich. Gemäß der aktuellen Prognosen soll das weltweite Marktvolumen bis 2026 um 5,80 % pro Jahr wachsen und sich dann auf 536,79 Mrd. USD belaufen.

Zu den Wachstumstreibern, auf welche wir im Kapitel zu den Chancen und Risiken näher eingehen werden, zählen z. B. der demographische Wandel, ein höherer medizinischer Qualitätsanspruch der Menschen in den westlichen Industrienationen, ein steigendes Pro-Kopf-Einkommen in den Entwicklungsländern sowie stetige technische Innovationen.

### Entwicklung der weltweiten Erlöse von medizinischen Geräten

in Mrd. USD

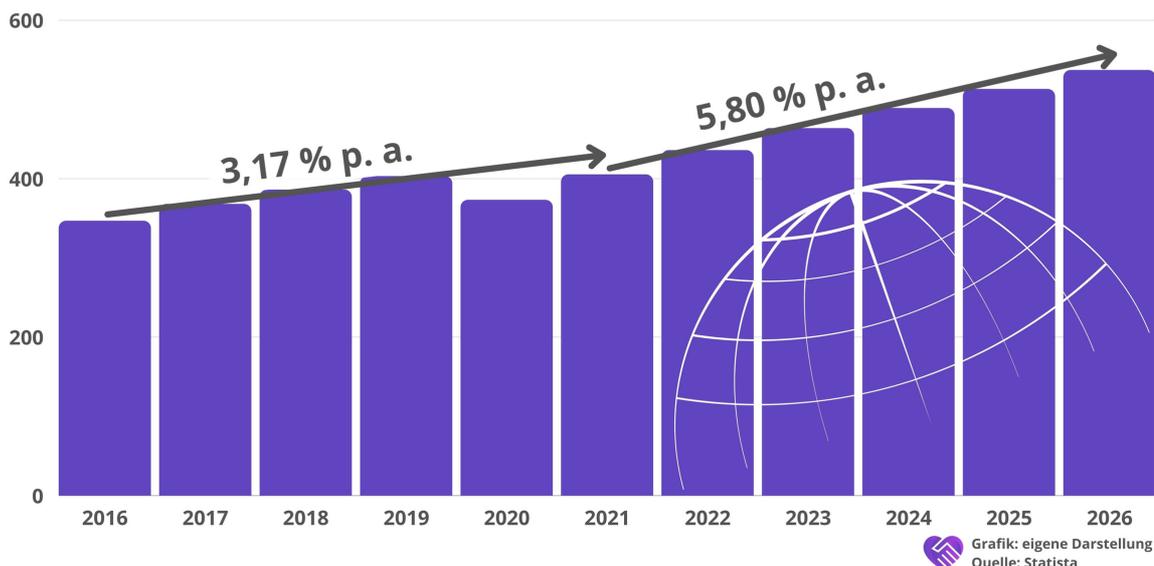


Abb. 26: Entwicklung der weltweiten Erlöse von medizinischen Geräten

Die Branche der medizinischen Geräte lässt sich wie folgt unterteilen:

- Kardiologiegeräte (Behandlung von Herzerkrankungen)
- diagnostische Bildgebungsgeräte (z. B. Röntgen- oder Ultraschallsysteme)
- orthopädische Geräte (Behandlung von orthopädischen Erkrankungen wie Bandverletzungen oder Knieschmerzen)
- ophthalmologische Geräte (siehe Kapitel zum Geschäftsmodell)
- allgemeine & plastische Chirurgiegeräte (chirurgisches Einwegmaterial und Geräte für offene Operationen)
- Sonstige (z. B. Zahnmedizin, Neurologie)

Mit einem Umsatzanteil von 8,05 % in 2021 sind die ophthalmologischen Geräte ein eher kleiner Bestandteil des übergeordneten Marktes.

## Umsatzverteilung nach Segmenten bei medizinischen Geräten

im Jahr 2021

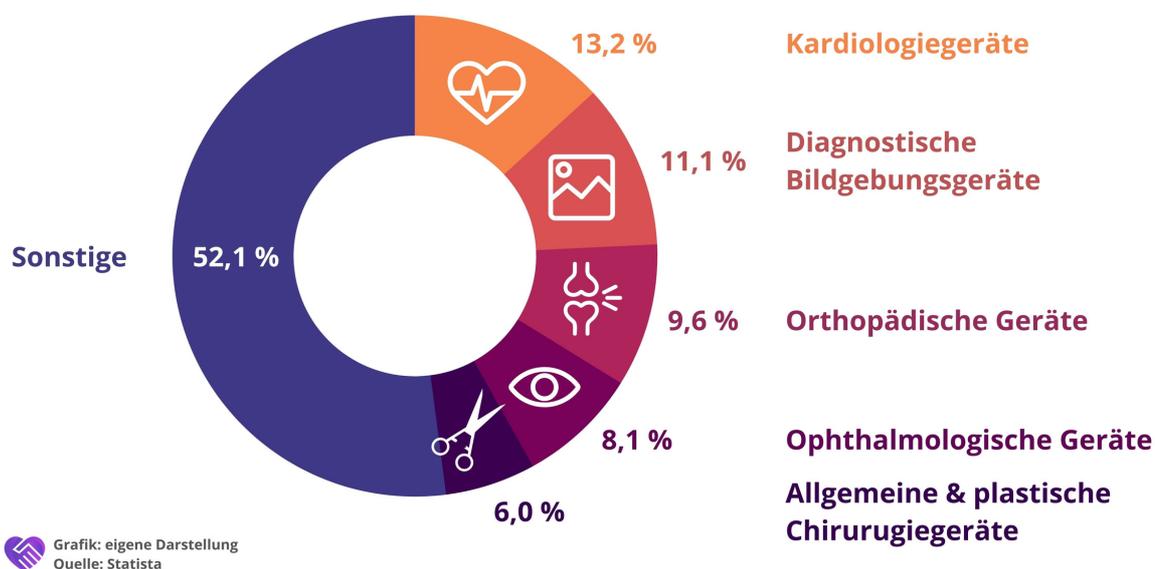


Abb. 27: Umsatzverteilung nach Segmenten bei medizinischen Geräten

Die weltweite Umsatzverteilung von medizinischen Geräten unterscheidet sich deutlich zu jener von Carl Zeiss Meditec. Denn für die allgemeine Branche waren Nord- und Südamerika in 2020 die mit Abstand wichtigste Region. In diesem Bereich wurden ca. 43,00 % der Einnahmen realisiert wurden. Den zweiten Platz belegt Europa mit 30,00 %, gefolgt von Asien mit 23,00 %. Hier soll sich der chinesische Absatzmarkt in Zukunft am dynamischsten entwickeln.

Mit einem Anteil von jeweils 2,00 % waren Afrika sowie Australien und Ozeanien bisher von sehr geringer Bedeutung.

## Weltweite Umsatzverteilung medizinischer Geräte im Jahr 2020

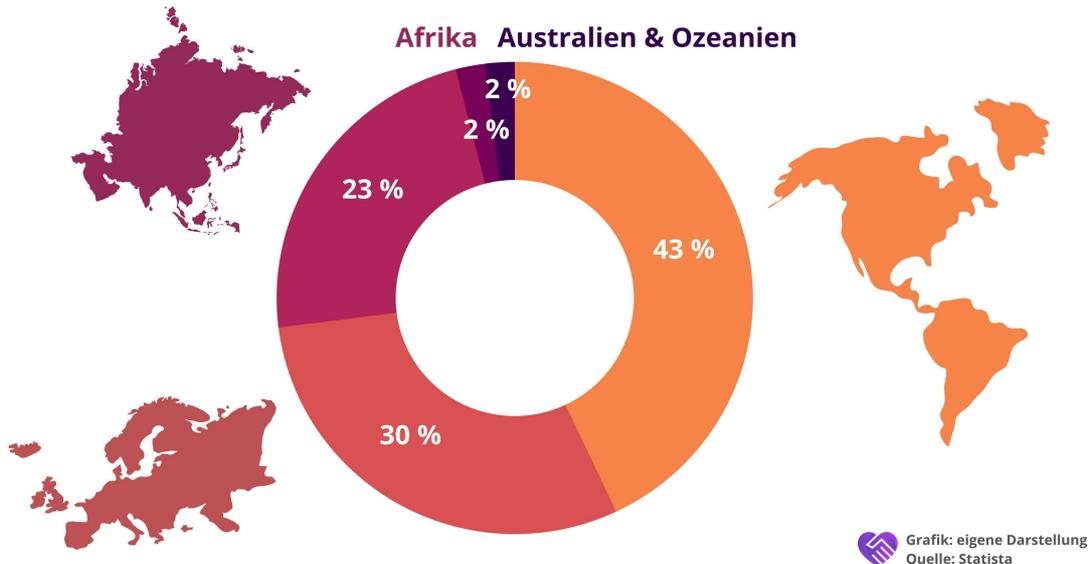


Abb. 28: Weltweite Umsatzverteilung medizinischer Geräte

Wie in Abbildung 27 dargestellt können ophthalmologische Geräte als Untersegment des Marktes für medizinische Geräte betrachtet werden. Auffällig ist, dass dieser Bereich in der Vergangenheit von einem Wachstum geprägt war, welches oberhalb aller anderen Untersegmente lag und sich auch zukünftig fortsetzen soll. Demnach könnte die Branche in 2026 bereits 46,35 Mrd. USD erlösen, wodurch ein jährliches Wachstum i. H. v. 7,28 % zustande kommen würde.

## Entwicklung der Erlöse von ophthalmologischen Geräten

in Mrd. USD

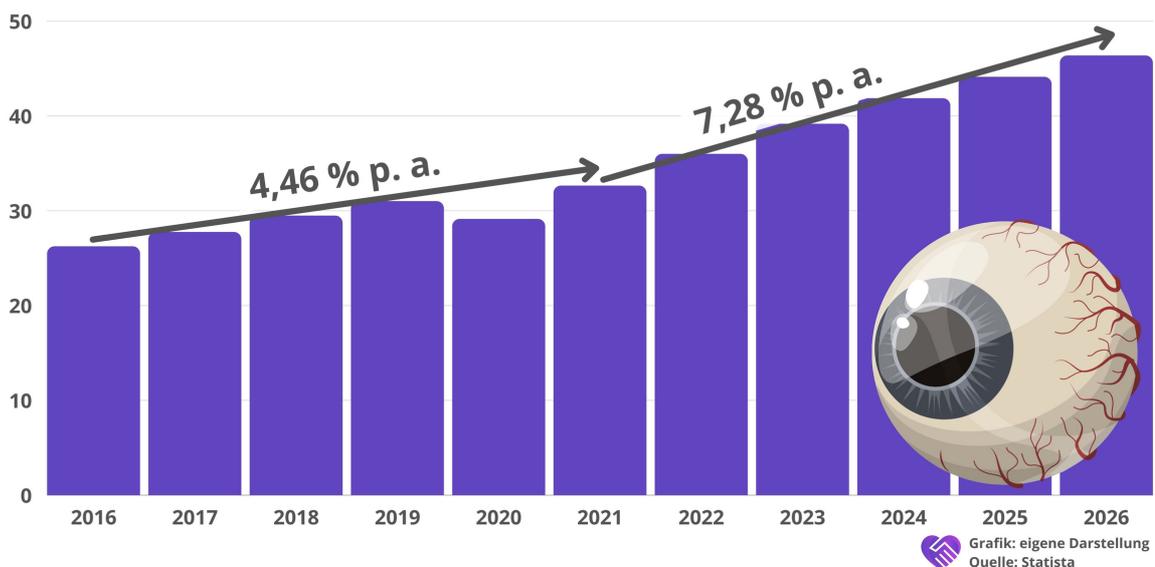


Abb. 29: Entwicklung der weltweiten Erlöse von ophthalmologischen Geräten

## Minimalinvasive Chirurgie

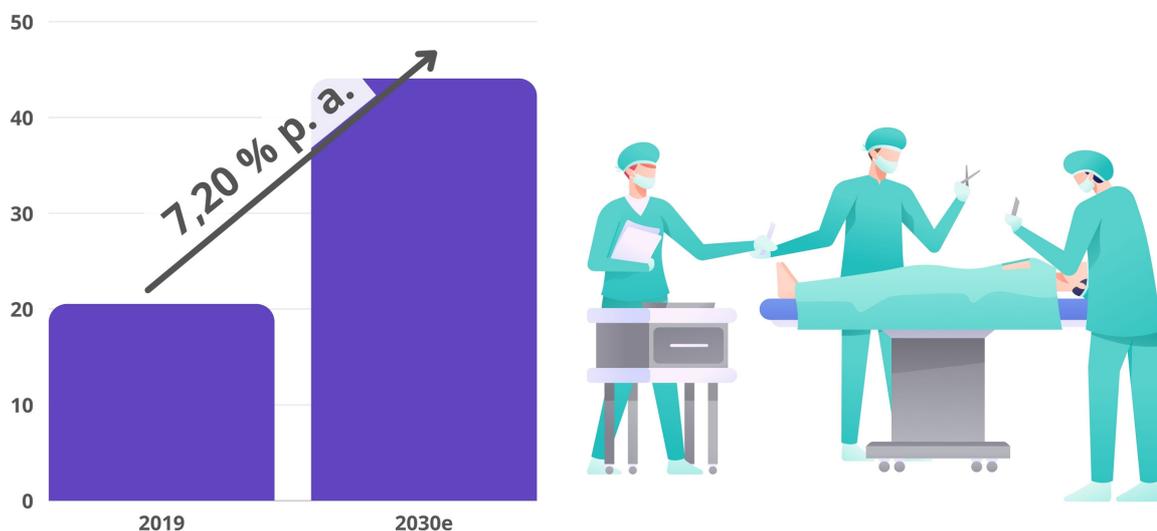
Im Vergleich zu medizinischen Geräten ist der weltweite Markt für minimalinvasive Chirurgie eher klein, weshalb eine deutlich geringere Anzahl an Statistiken diesbezüglichen existiert.

Nichtsdestotrotz ist das erwartete Wachstum dieses Marktes äußerst interessant. Während sich das weltweite Volumen in 2019 noch auf 20,50 Mrd. USD belief, könnte die Branche in 2030 bereits 44,04 Mrd. USD umsetzen. Das würde einem jährlichen Wachstum von 7,20 % pro Jahr entsprechend.

Im Bereich der Operationsmikroskope, welche wiederum einen Teilmarkt der minimalinvasiven Chirurgie darstellen, ist Carl Zeiss Meditec nach eigenen Angaben mit einem Marktanteil von über 50 % der größte Player.

## Entwicklung des Marktvolumens für minimalinvasive Chirurgie

in Mrd. USD



Grafik: eigene Darstellung  
Quelle: Statista

Abb. 30: Entwicklung des Marktvolumens für minimalinvasive Chirurgie

## ÜBERBLICK ÜBER DIE KONKURRENZ

### Kennzahlen

Während im Bereich der chirurgischen Augenbehandlung Alcon und Johnson & Johnson zu den wichtigsten Mitbewerbern gehören, konkurriert Carl Zeiss Meditec in Bezug auf Mikrochirurgie u. a. mit Olympus.

Unternehmen	Carl Zeiss Meditec	Alcon	Johnson & Johnson	Olympus
WKN / ISIN	531370 / DE0005313704	A2PDXE / CH0432492467	853260 / US4781601046	856840 / JP3201200007
Mitarbeiter	3.531	24.389	144.300	31.653
Hauptsitz	Jena, Deutschland	Freiburg, Schweiz	New Brunswick, USA	Tokio, Japan
Marktkapitalisierung	12,30 Mrd. EUR	37,00 Mrd. USD	445,61 Mrd. USD	2,93 Bio. JPY
Umsatz	1,69 Mrd. EUR	8,29 Mrd. USD	93,78 Mrd. USD	846,72 Mrd. JPY
Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre)	8,46 % p. a.	5,11 % p. a.	5,24 % p. a.	-0,59 % p. a.
Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre)	9,14 % p. a.	4,83 % p. a.	3,47 % p. a.	9,77 % p. a.
Bruttomarge	58,81 %	56,11 %	68,16 %	64,71 %
EBIT	374,61 Mio. EUR	580,00 Mio. USD	24,55 Mrd. USD	126,16 Mrd. JPY
EBIT Marge	22,19 %	7,00 %	26,18 %	14,90 %
KUV	7,29	4,46	4,75	3,46
KGV	53,99	98,41	21,34	29,61
KGV 2024e	37,66	25,17	15,03	20,76
KCV	40,05	27,51	19,03	19,49
Dividendenrendite	0,65 %	0,13 %	2,50 %	0,62 %
Ausschüttungsquote	34,07 %	14,36 %	54,29 %	16,69 %
Eigenkapitalquote	70,01 %	68,77 %	40,67 %	37,06 %
Nettoverschuldung	-911,30 Mio. EUR	2,51 Mrd. USD	2,14 Mrd. USD	118,01 Mrd. JPY

## Performance seit 5 Jahren

Langfristig konnte Carl Zeiss Meditec deutlich outperformen. Auch **Olympus** kann sich etwas von **Johnson & Johnson** und **Alcon** abheben, aber bei weitem nicht so stark wie die deutsche Aktie.

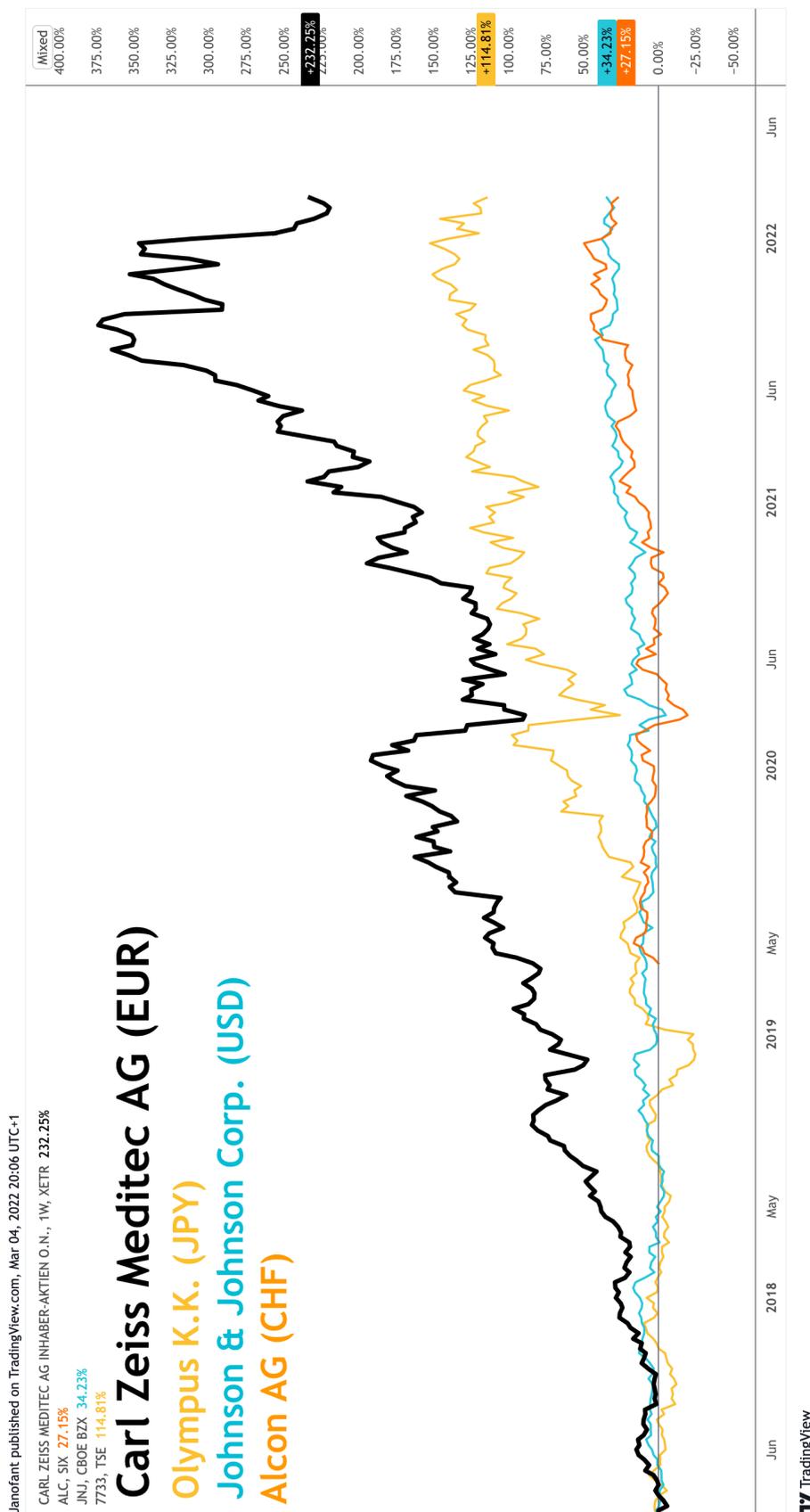


Abb. 31: Performancevergleich von Carl Zeiss Meditec und Konkurrenten

# 4. Chancen und Risiken

## CHANCEN

### Demographischer Wandel und wachsende Weltbevölkerung (1)

Wie bereits erläutert, können Krankheitsbilder, welche das Auge betreffen und im Bereich der Ophthalmologie behandelt werden, grundsätzlich jeden Menschen treffen. Dennoch geschieht eine Erkrankung tendenziell eher im fortgeschrittenen Alter.

Somit stellen der demographische Wandel und die allgemein wachsende Weltbevölkerung neben technologischen Fortschritten einen wichtigen Wachstumstreiber für die Augenpflege und Carl Zeiss Meditec dar, weil der potenzielle Markt kontinuierlich anwächst.

Derzeit leben ca. 1,41 Mrd. Menschen auf der Erde, welche älter als 55 Jahre sind und somit einem größeren Risiko für eine Erkrankung am Auge unterliegen. Prognosen zufolge könnte unser Planet in 2040 bereits 2,18 Mrd. Personen beheimaten, welche dieses Alter überschritten haben. Demzufolge sollen sich auch die Konsumausgaben pro Kopf für die Gesundheit in den nächsten 20 Jahren positiv entwickeln und um 4,57 % pro Jahr anwachsen.

### Entwicklung der Anzahl von Menschen über 55 Jahren

in Mrd.

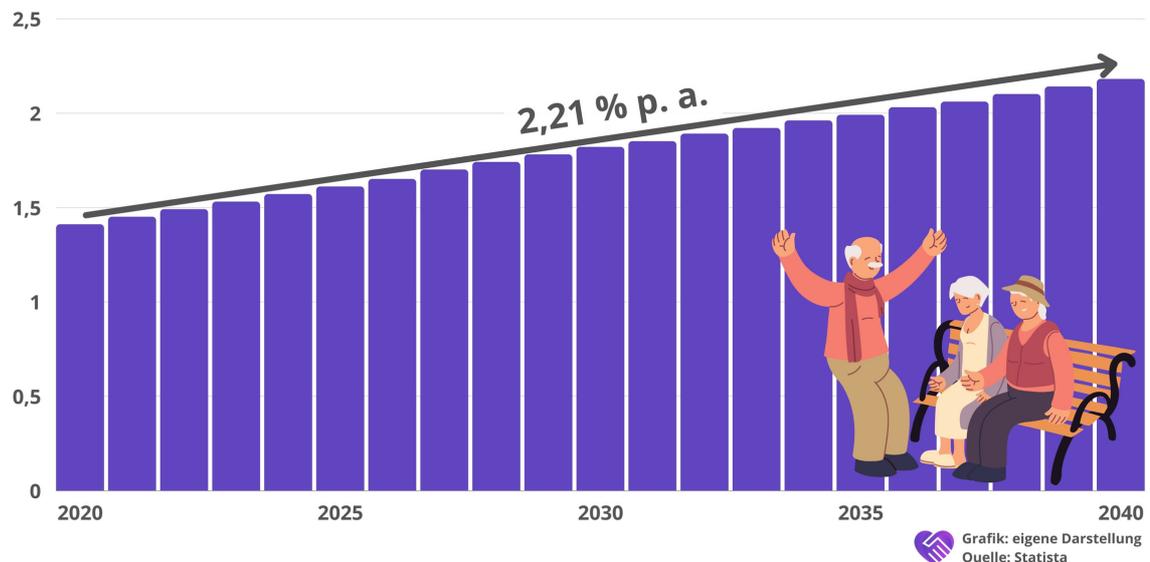


Abb. 32: Entwicklung der Anzahl von Menschen über 55 Jahren

## Entwicklung der Anzahl von Menschen über 55 Jahren

in Mrd.

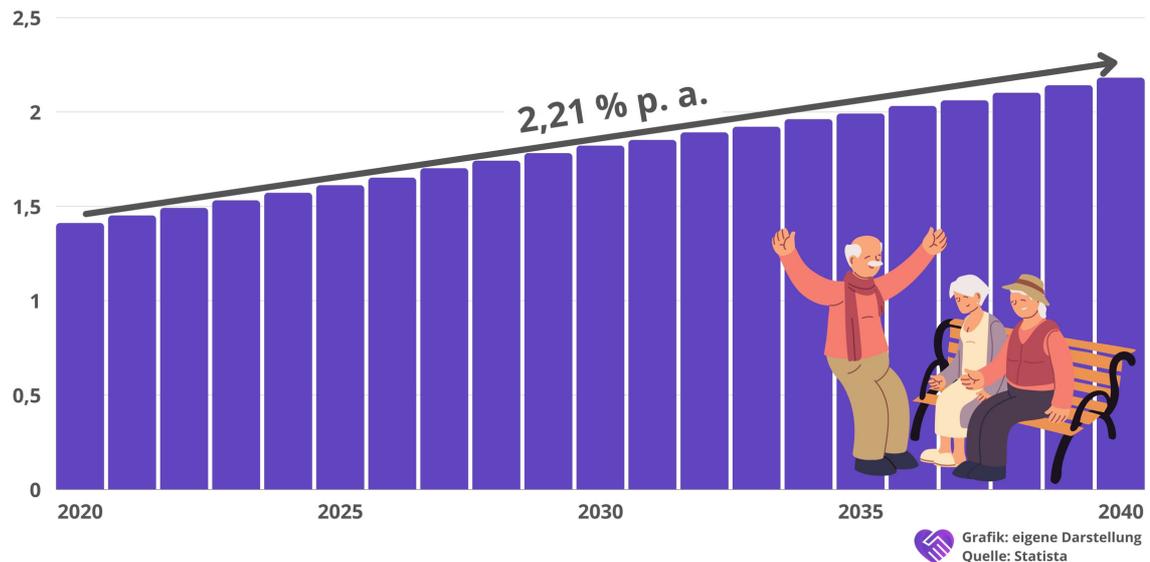


Abb. 32: Entwicklung der Anzahl von Menschen über 55 Jahren

## Entwicklung der Konsumausgaben pro Kopf für Gesundheit

in USD

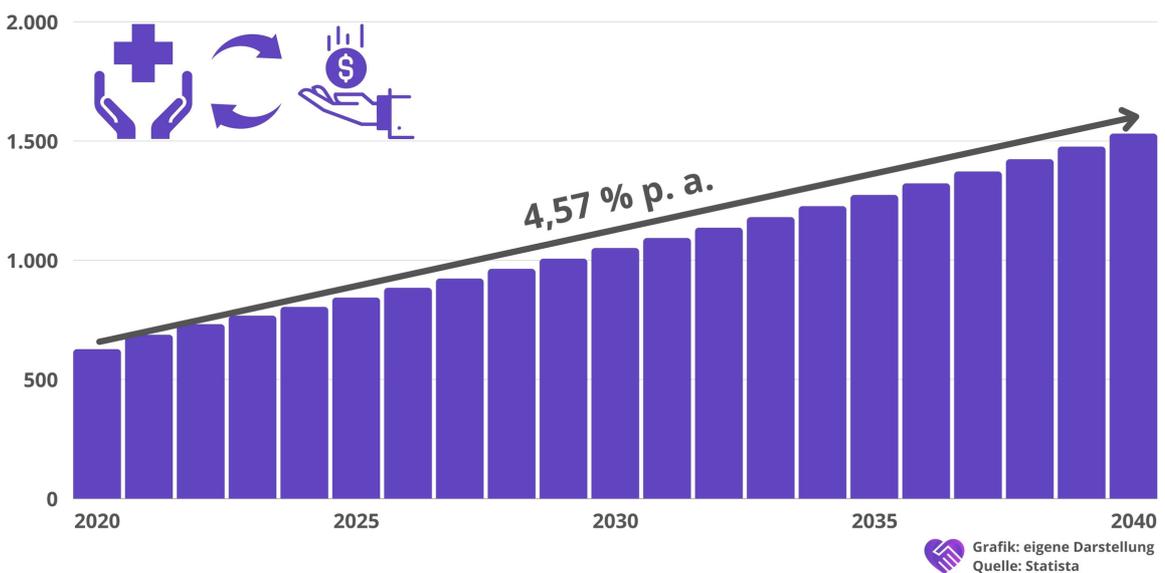


Abb. 33: Entwicklung der Konsumausgaben pro Kopf für Gesundheit

### Positionierung in Asien (2)

Obwohl Asien in 2020 mit einem Umsatzanteil von 23,00 %, hinter Nord- und Südamerika sowie Europa, nur der dritt wichtigste Absatzmarkt für medizinische Geräte war, erzielte Carl Zeiss Meditec dort im vergangenen Geschäftsjahr bereits 46,47 % der Erlöse.

Wie der Abbildung 34 zu entnehmen ist, wächst der entsprechende Markt auf diesem Kontinent deutlich schneller als in allen anderen Regionen. Bis 2024 wird hier eine durchschnittliche Steigerung der Erlöse um 7,37 % erwartet, wohingegen sich das weltweite Wachstum lediglich auf 5,80 %

belaufen soll.

Den überproportionalen Umsatzanteil von Carl Zeiss Meditec in Asien sehen wir demnach als positiv an, da das Unternehmen von den prognostizierten Entwicklung profitieren sollte.

### Entwicklung der Erlöse von medizinischen Geräten in Asien

in Mrd. USD

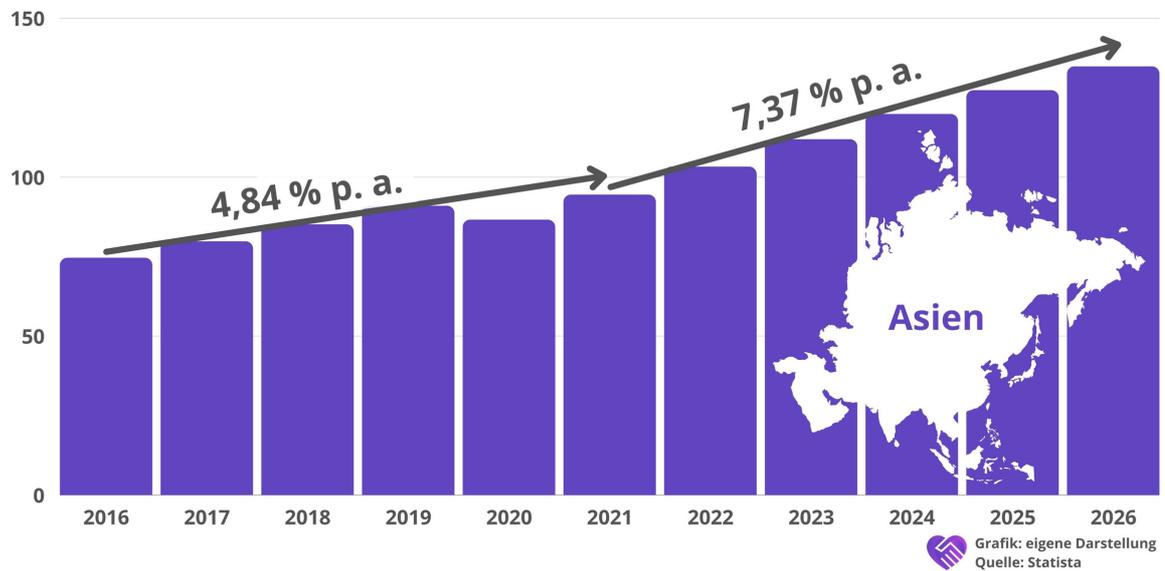


Abb. 34: Entwicklung der Erlöse von medizinischen Geräten in Asien

## RISIKEN

### Versagen der Forschungs- und Entwicklungsabteilung (1)

Eintrittswahrscheinlichkeit: niedrig-mittel

Auswirkungen: hoch

Eine erstklassige Forschungs- und Entwicklungsabteilung ist heutzutage für Konzerne vieler Branchen ein essenzieller Faktor für den Unternehmenserfolg. Die Medizintechnik stellt allerdings einen besonders empfindlichen Sektor dar, in welchem die Gesundheit von Menschen auf dem Spiel steht und der Einsatz hochwertiger Produkte kompromisslos ist.

Daher investieren Carl Zeiss Meditec und seine Konkurrenten erhebliche finanzielle Mittel, um hinsichtlich Innovationen nicht abgehängt zu werden und jederzeit die besten Lösungen anbieten zu können. Als Einordnung sind in Abbildung xx die Forschungs- und Entwicklungsausgaben der im Konkurrenzvergleich betrachteten Unternehmen in Relation zu deren Umsatzerlösen im letzten Geschäftsjahr abgebildet. Dabei belegt Carl Zeiss Meditec mit einem Wert i. H. v. 14,09 % den zweiten Platz hinter Johnson & Johnson mit 15,69 %.

Sollte Carl Zeiss Meditec zukünftig wider Erwarten den Anschluss verlieren oder wichtige Trends verpassen, so ist davon auszugehen, dass die Kunden auf Konkurrenzprodukte wechseln und die Reputation des Unternehmens leiden würde. Die Auswirkungen stufen wir dementsprechend als schwerwiegend ein, wengleich wir den Eintritt eines solchen Szenarios für sehr unwahrscheinlich halten.

### Forschungs- und Entwicklungsausgaben in Relation zum Umsatz

von Carl Zeiss Meditec und seinen Konkurrenten

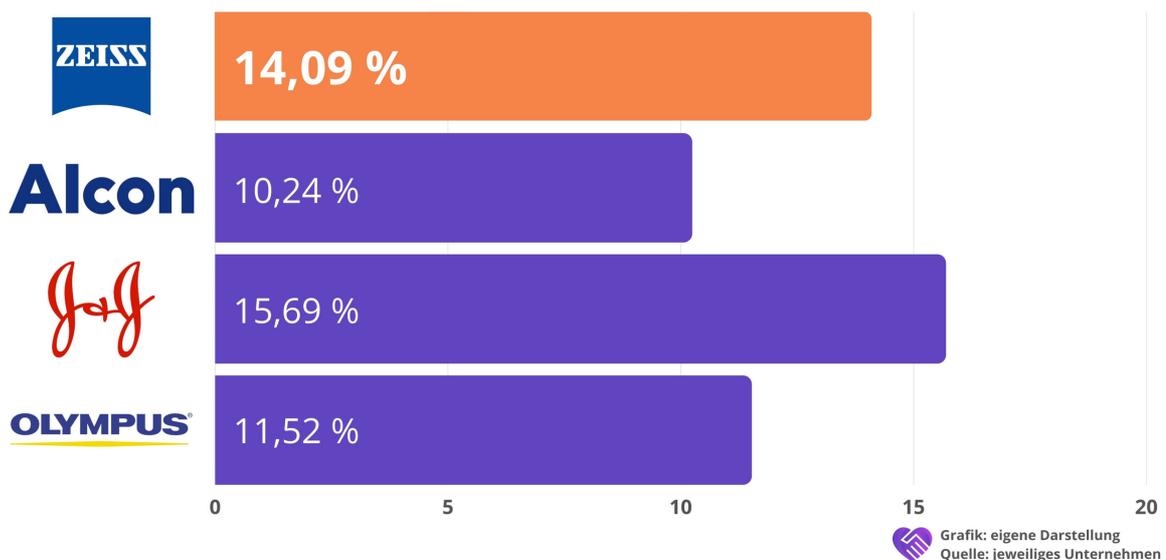


Abb. 35: Forschungs- und Entwicklungsausgaben in Relation zum Umsatz von Carl Zeiss Meditec und seinen Konkurrenten

## Konsequenzen von fehlerhaften Produkte (2)

Eintrittswahrscheinlichkeit: niedrig

Auswirkungen: mittel

Trotz eines umfassenden Qualitätsmanagements kann nicht ausgeschlossen werden, dass die von Carl Zeiss Meditec hergestellten medizinischen Geräte Fehlfunktionen aufweisen und der Gesundheit von Patienten schaden. In diesem Fall wäre zumindest mit signifikanten Kosten für die Rechtsverteidigung sowie einer Beschädigung des Ansehens von Carl Zeiss Meditec zu rechnen.

Nach Angaben des Managements wurden bis zum heutigen Tag jedoch noch nie bedeutende Schadensersatzansprüche gegen das Unternehmen geltend gemacht. Außerdem sichert sich Carl Zeiss Meditec mit Versicherungen gegen eventuelle Ansprüche aus Produkthaftungsklagen ab. Während wir die Eintrittswahrscheinlichkeit eines solchen Risikos daher insgesamt als niedrig erachten, sind die fundamentalen Auswirkungen mindestens als mittelschwer einzustufen.

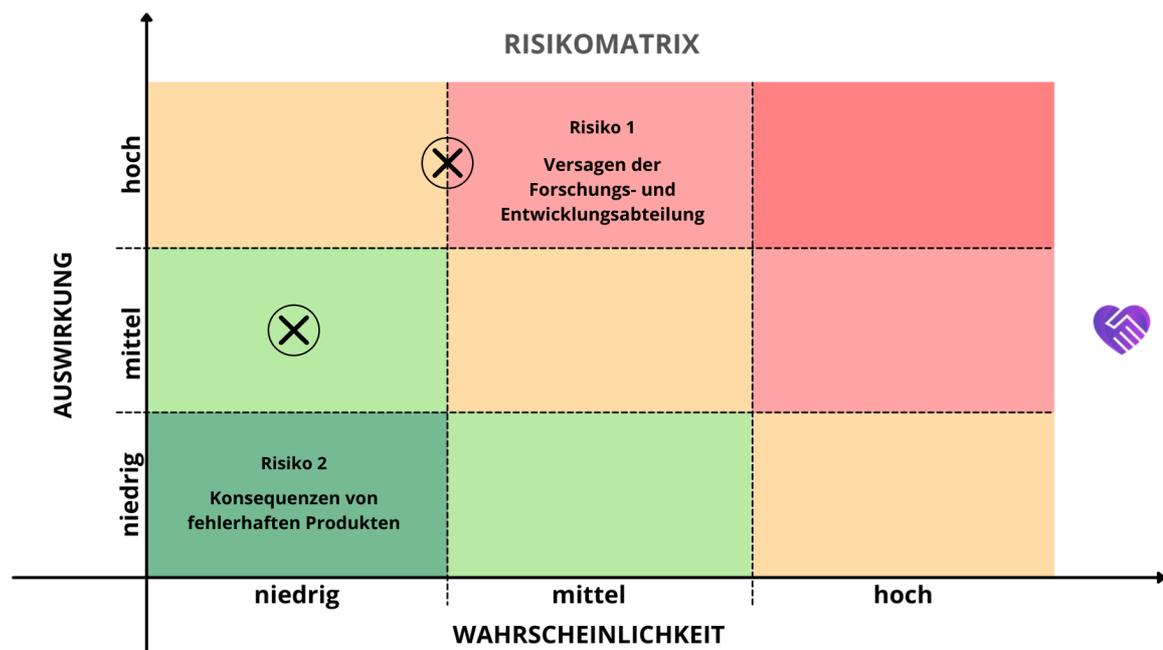


Abb. 36: Risikomatrix

# 5. Unsere Bewertung

## Die Eigenkapitalkosten

Beginnen wir wie immer bei der Ermittlung der kalkulierten Eigenkapitalkosten.

Unsere Werte für Carl Zeiss Meditec sind hier wie folgt:

Risikoloser Basiszins: 0,1 %

Risikoprämie: 6,21 %

Marktrendite: 7,00 %

Beta: 0,9

Insgesamt ergeben sich Eigenkapitalkosten von 6,31 %. Aus Sicherheitsgründen erhöhen wir diesen Zinssatz auf 6,5 % für unsere DNP Modelle.

## Optimistisches Szenario

Bis 2024 kalkulieren wir mit den Schätzungen der Analysten. Danach gehen wir davon aus, dass das Unternehmen sich durchaus positiver entwickeln kann als in der jüngsten Vergangenheit. Durchschnittlich rechnen wir mit einem Wachstum von 10,00 % pro Jahr. Der Wachstumsabschlag der ewigen Rente beläuft sich auf 3,00 %, was verhältnismäßig viel ist.

Die operative Marge soll sich relativ zügig der 25,00 % Marke annähern. Dies wäre eine starke Steigerung, welche allerdings nicht unrealistisch erscheint, wenn man sich mal bspw. die Margen von Satorius oder anderen Konkurrenten anschaut. In der Spitze gehen wir von Margen bis zu 26,50 % aus.

Der faire Wert beläuft sich dann auf 179,78 EUR je Aktie. Die aktuelle Unterbewertung beläuft sich somit auf 24 %.

Rechnet man mit so einem hohen Wachstumspfad wie wir in diesem Szenario, ist es durchaus wahrscheinlich, dass Carl Zeiss Meditec in 10 Jahren mit einem KGV von mindestens 40 bewertet wird (natürlich hängt dies auch von der Zinspolitik ab, jedoch könnten wir diese nur sehr bedingt bis zum Jahr 2031 abschätzen). Des Weiteren kalkulieren wir bei der Ausschüttungsquote mit einem Wert von 30,00 %. Abzüglich der Kapitalertragsteuer ergibt sich eine Renditeerwartung von rund 10,50 % pro Jahr.

## Pessimistisches Szenario

Tatsächlich lassen wir viele Parameter des optimistischen Szenarios unberührt. Erst ab dem Jahr 2025 gehen wir von deutlich langsameren Wachstumsraten von zunächst 8,00 % aus, welche nach einigen Jahren auf

6,00 % pro Jahr sinkt. Einen Umsatzrückgang kalkulieren wir somit nicht mit ein. Der Wachstumsabschlag für die ewige Rente beträgt 2,00 %.

Die operativen Margen sind in diesem Szenario ebenfalls recht hoch. Die Steigerung soll bis zu 25,00 % anhalten.

Der faire Wert beläuft sich dann derzeit auf 120,28 EUR. Die Überbewertung beträgt rund 14 %

Ersetzt man im Vergleich zum optimistischen Szenario nur das KGV und ändert dies auf 35 so beträgt die Renditeerwartung noch rund 6,70 %.

#### DCF-Modell

Im DCF-Modell haben wir einen WACC errechnet von 6,23 %. Der angenommene Wachstumsabschlag ab 2027ff. beträgt 2,00 %. Bezüglich der Free Cashflow Marge gehen wir davon aus, dass diese langfristig bei rund 23,00 % des Umsatzes landet. Dies ist unserer Ansicht nach eine realistische Einschätzung der derzeitigen Geschäftslage.

Gemäß dem DCF-Modell kommen wir so einen fairen Wert je Aktie von 130,85 EUR.

Der Wert liegt somit zwischen den beiden obigen Bewertungsszenarien.

Das Modell findest du [hier](#).

#### Unsere Einschätzung

Für mich (Christian) ist die derzeitige Bewertung doch etwas hoch. Ich finde es enorm spannend, in welcher Branche der Konzern tätig ist. Zukünftig wird sich nach meiner Einschätzung das hohe Potenzial entfalten. Mich bremst jedoch trotzdem die hohe Erwartungshaltung, welche der Markt derzeit an das Unternehmen anlegt. Dementsprechend fällt auch die Bewertung aus. Natürlich kann es sein, dass ich hier zu pessimistisch kalkuliere, dennoch möchte ich auch keine zu aggressiven Schätzungen und Prognosen abgeben.

Was mir darüber hinaus aufgefallen ist und die Kennzahlen auch relativ stark dämmt, ist die wirklich enorm hohe Steuerquote von um die 30,00 %. Dies entspricht in Deutschland mehr oder weniger dem Höchststeuersatz für Körperschaften. Steuern führen unmittelbar zum Cash Abfluss und sind daher sowohl für den Nettogewinn als auch für den Free Cashflow schädlich. Sollte es dem Unternehmen gelingen die Steuerquote zu senken, könnte auch der Nettogewinn und damit auch der faire Wert einen langfristigen Schub erhalten. Ich persönlich gehe somit bei Carl Zeiss Meditec von 9,00 % Rendite pro Jahr aus. Damit steht die Investmentampel für mich knapp auf gelb. In einem fiktiven best-case, von welchem ich persönlich jedoch nicht ausgehe, sehe ich ein Maximum von 15,00 % Rendite pro Jahr als gegeben.

Ich habe zum heutigen Standpunkt Carl Zeiss Meditec nicht im Depot.

Die genaue Berechnung kann der Exceltabelle (DNP-Modell) durch einen [Klick entnommen](#) werden.



Abb. 37: Bewertungsszenarien für Carl Zeiss Meditec

# 6. Technische Ansicht

## CHARTTECHNISCHE TRENDEINORDNUNG

### Übersicht

	Trend	Trendbestätigung	Trendbruch
langfristig (Monats-Chart)		202,00 EUR	67,70 EUR
mittelfristig (Wochen-Chart)		118,10 EUR	191,05 EUR
kurzfristig (Tages-Chart)		-	-

Abb. 38: Trendeinordnung für Carl Zeiss Meditec

### Langfristig

Langfristig befindet sich die Aktie in einem außerordentlich stabilen Aufwärtstrend, welcher seit September 2021 korrigiert wird. Diese Korrektur umfasst nun ein Kursverlust von rund 40,00 %, was in Anbetracht der vorherigen starken Trendbewegung nicht als trendgefährdend anzusehen ist.



Abb. 39: Monats-Chart von Carl Zeiss Meditec

### Mittelfristig

Der mittelfristige Trend zeigt die angesprochene Korrektur noch einmal genauer und ist deshalb abwärtsgerichtet. Die Aktie ist bereits in der zweiten Abwärtsbewegung und konnte sich bereits stabilisieren. Dies ist im kurzfristigen Blick besser zu erkennen.



Abb. 40: Wochen-Chart von Carl Zeiss Meditec

### Kurzfristig

Kurzfristig konnte bereits ein Bruch des Abwärtstrends gelingen, wobei vor allem die Stärke der ersten Aufwärtsbewegung bemerkenswert ist. Bereits seit einigen Wochen wurde der Abwärtstrend (im Vergleich zu der vorherigen Zeit) merkbar schwächer.



Abb. 41: Tages-Chart von Carl Zeiss Meditec

### Aussicht

Eine Korrektur des langfristigen Aufwärtstrends bietet zunächst einmal immer eine Chance für Anleger, die sich in dem Wert positionieren möchten. Carl Zeiss Meditec hat nun auch die relevanteste Unterstützungszone

erreicht und eine entsprechende Reaktion gezeigt. Der kurzfristige Abwärtstrend wurde bereits neutralisiert, was ein guter Indikator für eine nachhaltige Trendumkehr auf mittelfristiger Basis ist. Im Anschluss mit einer Fortsetzung des langfristigen Aufwärtstrends auszugehen.

Sollte die aktuelle Unterstützungszone nicht halten, liegt im Bereich knapp unter 100 EUR eine weitere sehr wichtige Zone. Hier kann dann erneut auf eine kurzfristige Stabilisierung gewartet werden, um sich ggf. für den langfristigen Trend zu positionieren.

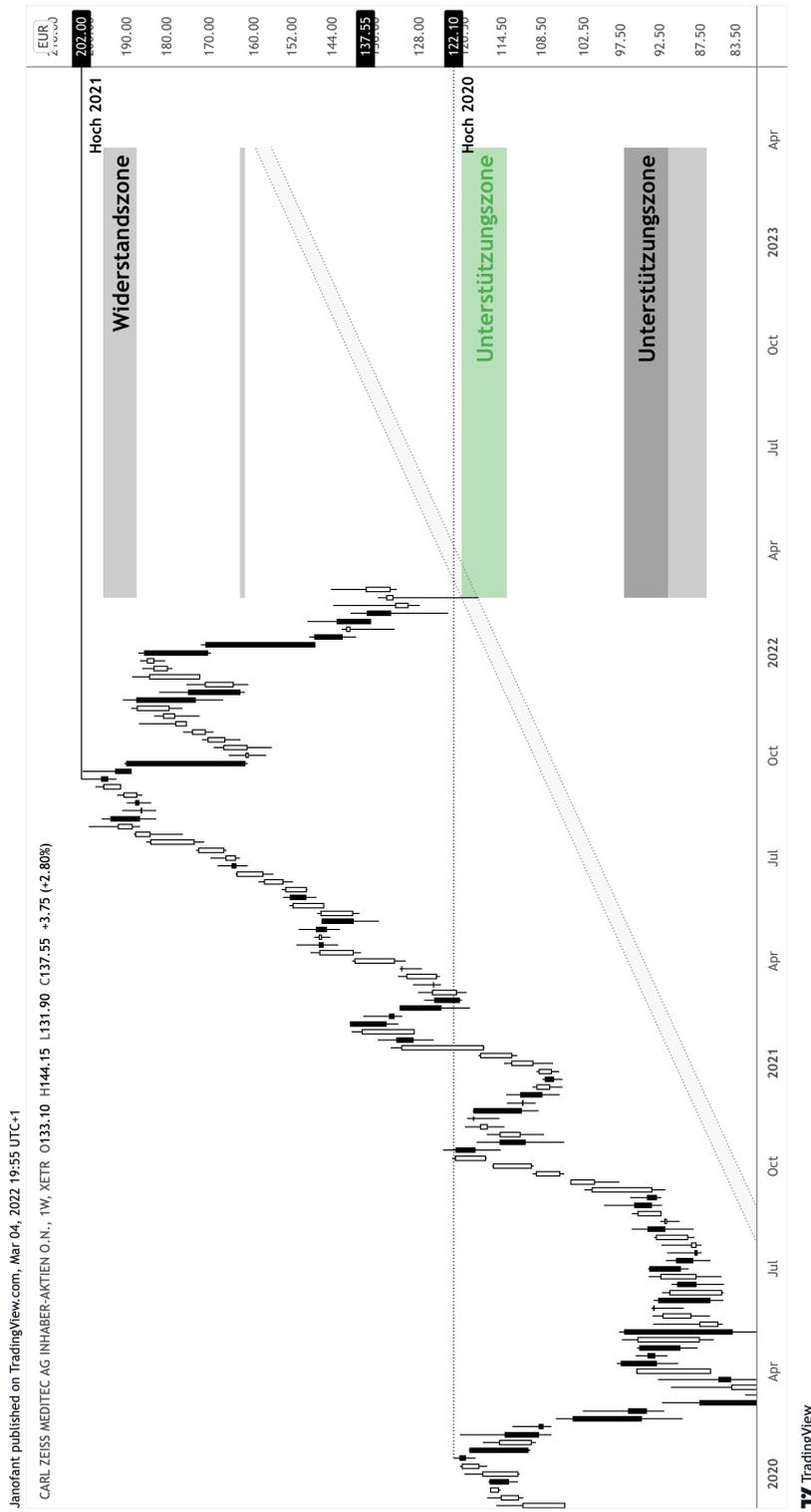


Abb. 42: Bis jetzt hält die Unterstützungszone.

## TECHNISCHES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Carl Zeiss Meditec die volle Punktzahl. Der Trend läuft seit vielen Jahren sehr stabil und es gibt auch sonst keine Kritikpunkte.



### Trend

**sehr langfristig:** aufwärts (2 P.)  
**langfristig:** aufwärts (1 P.)

### Volumen

**VPOC:** unterhalb vom aktuellen Kurs (1 P.)  
**Volumen-Cluster:** keins über dem aktuellen Kurs (1 P.)

### Trendstabilität

**aktuell:** 50 EMA > 200 MA (1 P.)  
**3 Jahre:** 50 EMA > 200 MA (1 P.)  
**5 Jahre:** 50 EMA > 200 MA (1 P.)

### Sonstiges

**Ausgleich/ subjektiv:** neutral (2 P. von 2 P.)

### VPOC

Kurs, an dem am meisten Volumen gehandelt wurde.

### EMA und MA

Exponentieller gleitender Durchschnitt und normaler gleitender Durchschnitt. Beide werden im Wochen-Chart betrachtet.

*Abb. 43: Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Carl Zeiss Meditec 10 von 10 Punkten.*

## MARKTSYMMETRIE

Betrachtet man den langfristigen Aufwärtstrend von Carl Zeiss Meditec, welcher seit dem Tief in 2008 ununterbrochen intakt ist, so ist zunächst die enorme Stabilität auffällig. Allerdings muss beachtet werden, dass die Volatilität seit dem Corona-Crash im Jahr 2020 zunimmt. Korrekturen von über 40,00 %, wie wir sie jetzt bereits das zweite Mal in Folge beobachten können, gab es das letzte Mal in der Aufwärtsphase von 2002–2007. Im Zeitraum von Ende 2014 bis Anfang 2020 gab es nicht einmal eine Korrektur, welche eine Länge von rund 25,00 % erreichte. In diesen Jahren kam es maximal zu Kursverlusten von ca. 20,00 %.

Die Symmetrie der Korrekturen auf Basis der letzten Jahre einzuschätzen ist somit äußerst schwierig. Da sich eine Abwärtsbewegung im aktuellen Ausmaß aber in der Region der größten Kursverluste (ausgenommen des Abwärtstrends von 2007–08) bewegt, wäre ein weiterer Kursrutsch auf das angesprochene Niveau unter 100 EUR eher untypisch. Wahrscheinlicher ist aus dieser Perspektive eine Stabilisierung in der aktuellen Kursregion.

Die Rallyes fielen in der Vergangenheit sehr unterschiedlich aus. Vor allem die bereits genannte Phase von 2014 bis 2020 sticht heraus. Dies ist darauf zurückzuführen, dass es in diesem Zeitraum keine langfristig nennenswerte Korrektur gab.

Das trendbasierte Chance-Risiko-Verhältnis beträgt 3,62:1.

### Rallye- und Korrekturlängen seit 2002

in %

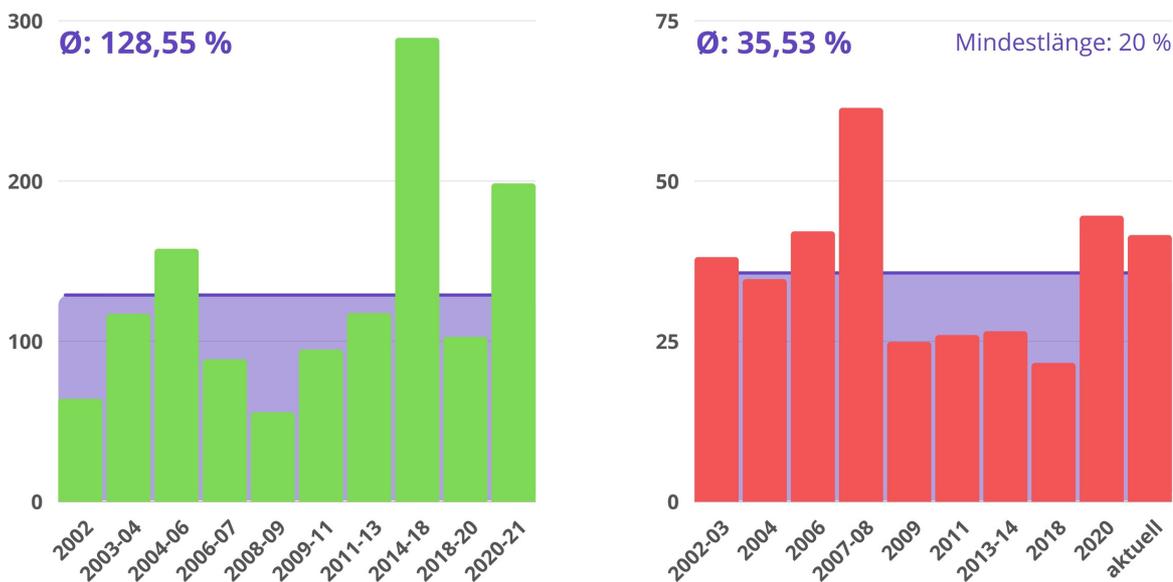


Abb. 44: Durchschnittliche Rallye- und Korrekturlänge seit 2002

## Trendbasiertes Chance-Risiko-Verhältnis

basierend auf der durchschnittlichen Rallye- und Korrekturlänge



Abb. 45: Das trendbasierte Chance-Risiko-Verhältnis beträgt ca. 3,62:1.

# 7. Fazit

Carl Zeiss Meditec ist ein Konzern aus dem deutschen Mittelstand, welcher auf eine überaus lange Historie zurückblickt und in der Medizintechnik große Erfolge feiern konnte. Dies spiegelt sich in unserem fundamentalen Wir Lieben Aktien-Rating wider, von dessen 10 Kriterien das Unternehmen 8 erfüllt.

Der Markt für Ophthalmologie und Mikrochirurgie wird in den kommenden Jahren u. a. dank des demographischen Wandels sowie eines anwachsenden Gesundheitsbewusstseins weitere Zuwächse verzeichnen können. Darüber hinaus liegt für Carl Zeiss Meditec weiteres Potenzial in den bereits bestehenden Marktanteilen auf dem asiatischen Kontinent.

Wie beschrieben steht die Investmentampel knapp auf Gelb, mit einer Renditeerwartung von rund 9,00 % pro Jahr.

Der langfristige Aufwärtstrend von Carl Zeiss Meditec ist äußerst stabil, weshalb die Aktie auch auf die volle Punktzahl im technischen Rating kommt. Die derzeitige Korrektur stellt dabei eine Chance dar, um sich für die nächste Trendbewegung zu positionieren und die aktuelle Zone führte bereits für eine kurzfristige Stabilisierung.

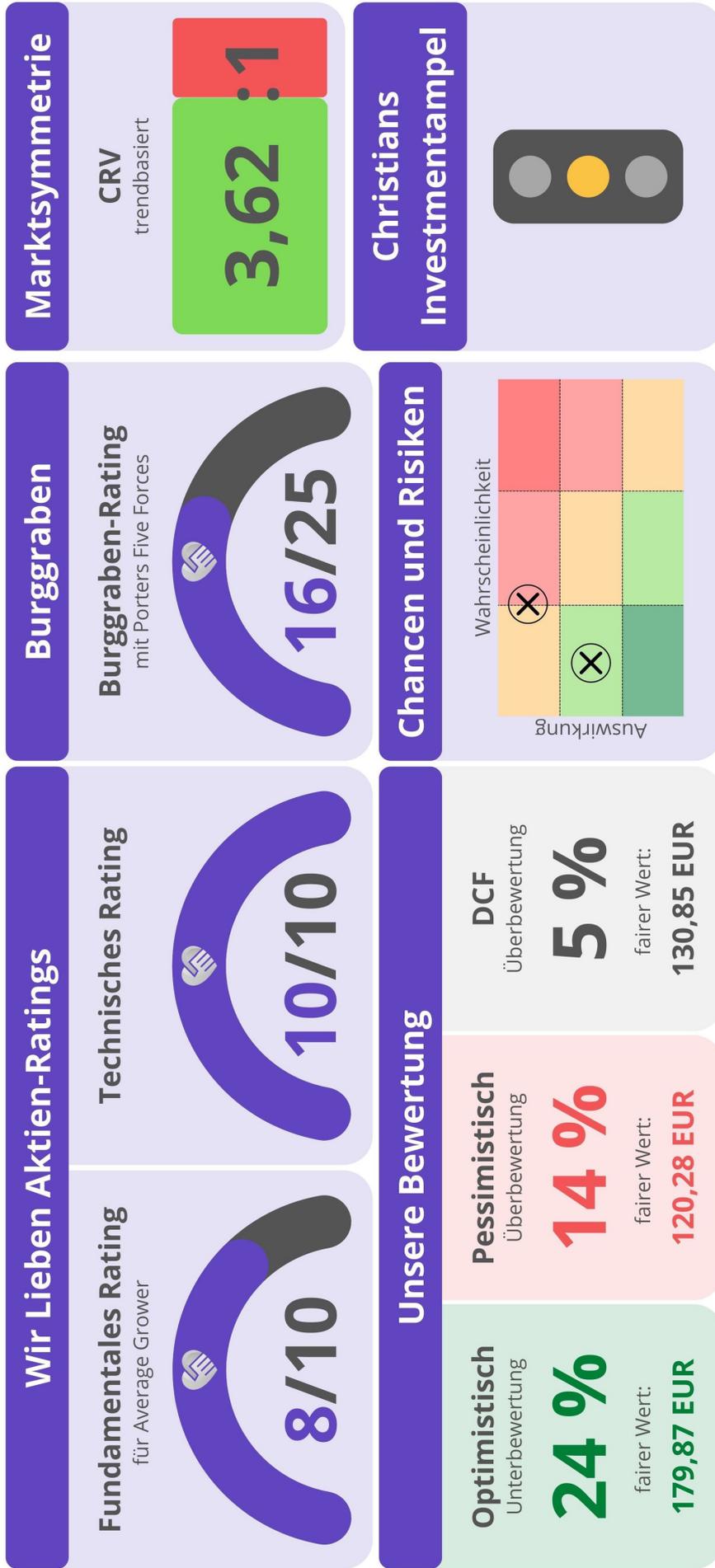


Abb. 46: Fazit unserer Analyse zu Carl Zeiss Meditec

## **Transparenzhinweis und Haftungsausschluss**

Die Autoren haben diesen Beitrag nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, können die Richtigkeit der angegebenen Informationen und Daten aber nicht garantieren. Es findet keinerlei Anlageberatung durch "Wir Lieben Aktien", oder durch einen für "Wir Lieben Aktien" tätigen Autor statt. Dieser Beitrag soll eine journalistische Publikation darstellen und dient ausschließlich Informationszwecken. Die Informationen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Börsengeschäfte sind mit erheblichen Risiken verbunden. Wer an den Finanz- und Rohstoffmärkten handelt, muss sich zunächst selbstständig mit den Risiken vertraut machen. Der Kunde handelt immer auf eigenes Risiko und eigene Gefahr. "Wir Lieben Aktien" und die für uns tätigen Autoren übernehmen keine Verantwortung für jegliche Konsequenzen und Verluste, die durch Verwendung unserer Informationen entstehen. Es kann zu Interessenkonflikten kommen, durch Käufe und einen darauffolgenden Profit durch eine positive Kursentwicklung von in Artikeln erwähnten Aktien.

Mehr Infos unter: <https://wir-lieben-aktien.de/haftungsausschluss/>

**WIR**  **AKTIEN**

# Wir Lieben Aktien

Analysen erstellt mit Verantwortlichkeit. Mit Liebe zur Börse.  
...mehr auf [wir-lieben-aktien.de](http://wir-lieben-aktien.de)

