

amplifon

Amplifon Aktienanalyse

16. APRIL 2023



WIR LIEBEN AKTIEN

JAN FUHRMANN
ADRIAN ROGL

AMPLIFON - HIDDEN CHAMPION AUS ITALIEN

Beim großen Trend des demografischen Wandels, der Alterung unserer westlichen Bevölkerung, denken die meisten an die klassischen, großen Pharmakonzerne. Aber was ist eigentlich mit der Hörgeräteindustrie? Desto älter wir werden, desto schlechter hören wir. Amplifon ist ein Hidden Champion aus Italien, der genau von diesem Trend profitiert.

ÜBERSICHT

WKN / ISIN	AOJMJX/IT0004056880
Branche	Gesundheitswesen
Einordnung (Peter Lynch)	Average Grower
Fundamentales WLA-Rating	8/10
Technisches WLA-Rating	7/10
Porters Burggraben-Rating	16/25
Marktkapitalisierung	7,40 Mrd. EUR
Dividendenrendite	0,89 %
KGV	41,47
Firmensitz	Mailand (Italien)
Gründungsjahr	1950
Mitarbeiter	13.195

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



Adrian Rogl
Geschäftsführer

Risiko entsteht dann, wenn Investoren nicht wissen, was sie tun.

Amplifon

Aktienanalyse

MIL: AMP

KURZPORTRAIT

Amplifon ist ein weltweit tätiges Unternehmen, welches sich auf Hörgeräte und damit verbundene Dienstleistungen spezialisiert hat. Die ursprüngliche Idee für das Geschäft stammte von einem britischen Radiotechniker und Hauptmann, der im 2. Weltkrieg über Italien mit einem Flugzeug abstürzte und selbst unter den Folgen eines Knalltraumas litt. Die Gründungsfamilie hält auch heute noch über 40,00 % der ausstehenden Aktien.

In den nächsten Jahren soll Amplifon nicht nur mit recht ordentlichen Raten weiter wachsen, sondern auch die Margen stetig steigern können. Diese gute operative Entwicklung wird auch an die Aktionäre weitergegeben, denn Amplifon kann Dividendenwachstumsraten von über 20,00 % p. a. vorweisen.

Aus der charttechnischen Perspektive ist die italienische Aktie in einem stabilen langfristigen Aufwärtstrend. Kurz- bis mittelfristig gelang vor kurzem eine nachhaltige Stabilisierung.

Die Analyse bezieht sich auf den Kenntnisstand unserer Recherche vom 15.04.2023.

Inhaltsverzeichnis

1. DAS UNTERNEHMEN	6
Historie	6
• Gründung	
• Expansion	
• Börsengang	
• „Miracle-Ear“-Stiftung	
• Neues Produkterlebnis	
Vision, Werte und Nachhaltigkeit	8
• Vision	
• Werte	
• Nachhaltigkeit	
Aktionärsstruktur	10
Geschäftsmodell	11
• Einleitung	
• Globale Präsenz	
• Vertrieb und Service	
Burggraben	15
• Einleitung	
• Porters Five Forces	
Geschäftsführung	18
2. FUNDAMENTALE ANSICHT	19
Kennzahlen	19
• Umsatz	
• EBIT und Konzerngewinn	
• Margen	
• Gewinn- und Verlustrechnung	
Dividendenpolitik und Aktienrückkäufe	24
Historische Kennzahlen	25
• KUV	
• KGV	
• KOCV	
Einordnung nach Peter Lynch	27
Fundamentales Wir Lieben Aktien-Rating	28

3. KONKURRENZVERGLEICH UND BRANCHENANALYSE	29
Allgemeine Infos über die Branche	29
• Einordnung nach dem GICS	
• Übersicht: Hörgerätemarkt	
• Exkurs: Die Evolution der Hörgeräte	
• Konkurrenzvergleich	
Überblick über die Konkurrenz	37
• Kennzahlen	
• Entwicklung des fairen Werts	
• Performance seit 10 Jahren	
4. CHANCEN UND RISIKEN	39
Chancen	39
• Demografischer Wandel (1)	
• Weitere positive Faktoren (2)	
Risiken	42
• Abhängigkeiten (1)	
• Konkurrenzdruck (2)	
5. UNSERE BEWERTUNG	45
• Eigenkapitalkosten	
• Bilanzanalyse	
• Bewertungsszenarien und -modelle	
• Unsere Einschätzung	
6. TECHNISCHE ANSICHT	50
Charttechnische Trendeinordnung	50
• Übersicht	
• Langfristig	
• Mittelfristig	
• Kurzfristig	
• Aussicht	
Technisches Wir Lieben Aktien-Rating	53
Marktsymmetrie	54
Systematisches Risiko	56
7. FAZIT	57
Allgemein	57
Meinungen der Team-Mitglieder	58

1. Das Unternehmen

HISTORIE

Gründung

Amplifon wurde 1950 von Algernon Charles Holland in Mailand gegründet. Das Ziel war, Menschen, die während des Kriegs verletzt wurden, eine Hörhilfe zu bieten. 1971 folgte das Zentrum für Forschung und Studien (CRS), um klinische Forschungen und Innovationen in der Audiologie und Otologie (Ohrenheilkunde) zu fördern und zu verbreiten. In den frühen 1990er-Jahren war Amplifon die erste Firma, welche in Italien revolutionäre digitale Hörgeräte einführte und personalisierten Service anbot.

Expansion

Amplifon fing an, nach Europa und Amerika zu expandieren. 1999 übernahm das Unternehmen den US-amerikanischen Marktführer Miracle-Ear und stärkte somit die internationale Stellung. Neben der Stärkung der Präsenz in Kernmärkten wie den USA, den Niederlanden und Frankreich ist Amplifon auch in Kanada, Ungarn, Ägypten, dem Vereinigten Königreich, Irland, Belgien und Luxemburg tätig.

Im Jahr 2010 wurde mit der Übernahme von National Hearing Care (NHC) die Geschäftstätigkeit auf Australien, Neuseeland und Indien ausgeweitet. Zwischen 2012 und 2014 expandierte der Konzern weiter in die Türkei und Israel.

2018 konnte Amplifon mit der Übernahme von GAES, dem weltweit größten privaten Fachhändler im Hörgerätebereich, dessen weltweite Führungsposition festigen und konnte zusätzlich über ein Joint Venture in den chinesischen Markt eintreten.

Im Juli 2021 ging Amplifon ein zweites Joint Venture mit einem lokalen Partner auf dem attraktiven und schnell wachsenden chinesischen Hörgeräte-Einzelhandelsmarkt ein. Im Oktober 2021 wurde das erste Geschäft in Schanghai eröffnet, womit sich das Gesamtnetz auf 115 Verkaufsstellen erhöhte. Es folgte die zweitgrößte Übernahme in deren Geschichte von Amplifon. Bay Audio wurde akquiriert, wodurch die Position im australischen Kernmarkt weiter verstärkt wurde.

Börsengang

Am 27. Juni 2001 wurde Amplifon an der italienischen Börse notiert und 2008 in das STAR-Segment aufgenommen, das Aktien umfasst,

welche strengere Anforderungen erfüllen. Im Jahr 2018 wurde der Konzern in den FTSE-MIB-Index aufgenommen, der die 40 wichtigsten italienischen Aktien umfasst und im darauffolgenden Jahr, 2019, in den Stoxx Europe 600, der die wichtigsten europäischen Aktien beinhaltet. 2021 folgte die Aufnahme in den neuen MIB-ESG-Index. Der Index besteht aus den 40 italienischen Blue Chips, welche starke ESG-Praktiken (Environment, Social & Governance) aufweisen.

„Miracle-Ear“-Stiftung

Mit der Übernahme von Miracle-Ear 1999 schloss sich ebenfalls die Children's Foundation der Amplifon Gruppe an. Die Stiftung möchte Kindern aus einkommensschwachen Familien in den Vereinigten Staaten kostenlos Hörgeräte zur Verfügung stellen. Im Jahr 2013 wurde die Children's Foundation in die Miracle-Ear Foundation umgewandelt, sodass nicht nur Kindern, sondern jedem aus der einkommensschwachen Bevölkerungsschicht, Hörsysteme angeboten werden können.

Neues Produkterlebnis

2019 wurde das Amplifon-Produkterlebnis in Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, den USA und Australien eingeführt. Weiterhin wurde das GAES-System integriert, welches die erste und komplexeste Phase der Markteinführung schneller und mit besseren Ergebnissen als erwartet abschließen konnte.

Aufgrund der hervorragenden Ergebnisse, die das Amplifon-Produkterlebnis von 2018 bis 2020 erzielte, wurde die Einführung auf vier neue Märkte im Jahr 2021 ausgeweitet: Belgien, Portugal, Neuseeland und Spanien.

VISION, WERTE UND NACHHALTIGKEIT

Vision

Amplifon's Strategie basiert auf einem einzigartigen Angebot für Kunden, Wachstum und Stärkung der Führungsposition in den globalen Kernmärkten sowie dem Aufbau einer noch effizienteren und talentierteren Organisation. Diese Grundsätze dienen als Grundlage für das Handeln von Amplifon und helfen dem Konzern dabei, die gesetzten Ziele zu erreichen und die Position als führender Anbieter von Hörgeräten und Hörversorgungsdienstleistungen weltweit stetig weiter auszubauen.

Werte

Kundenzuwendung

Amplifon setzt sich mit Leidenschaft für die Interessen der Kunden ein und überrascht durch kontinuierliche Innovationen.

Persönliche Wirkung

Amplifon legt großen Wert darauf, Mitarbeiter zu befähigen, frei zu denken und erfolgreich zu sein. Dabei betont das Unternehmen die Bedeutung von Zusammenarbeit, um dauerhafte Veränderungen bewirken zu können.

Alltägliche Exzellenz

Amplifon nimmt seine Verantwortung ernst, höchste Qualitätsstandards zu setzen und zu liefern. Dabei gibt das Unternehmen niemals auf und setzt alles daran, die Erwartungen der Kunden zu übertreffen.

Vorausschauendes Denken

Amplifon hat sich zum Ziel gesetzt, auf die Welt um sich herum zu hören und jede Herausforderung anzunehmen. Dabei geht das Unternehmen mit dem Ehrgeiz an die Sache heran, zu lernen, zu wachsen und innovativ zu sein.

Verantwortungsvolles Handeln

Amplifon ist der Meinung, dass es förderlich ist, wenn man Gutes tut, mit Integrität handelt und jedem jederzeit Respekt entgegenbringt.

Nachhaltigkeit

Produkt- und Dienstleistungsverantwortung

Amplifon ist sich der zentralen Rolle im Bereich der Hörgeräte-Versorgung bewusst. Der Konzern bietet den Kunden qualitativ

hochwertige Dienstleistungen und Lösungen an, gewährleistet Effektivität, Personalisierung und Sicherheit.

Produktsicherheit

Amplifon garantiert, dass die Hörgeräte in Übereinstimmung mit allen Richtlinien, Gesetzen und Vorschriften hergestellt werden, die in den Ländern gelten, in denen sie verkauft werden. Das Unternehmen ist auch für die zahlreichen Tests verantwortlich, denen Hörgeräte als Medizinprodukte unterzogen werden, um die Sicherheit der Benutzer zu gewährleisten.

Darüber hinaus stellt Amplifon für jede Produktkategorie eine spezielle Anleitung für den sicheren Gebrauch des Produkts zur Verfügung. Die Produktsicherheit und andere technologische oder produktionstechnische Aspekte werden von externen Labors bewertet und überprüft.

Die erforderlichen Verfahren, zur Einhaltung der neuen Medizinprodukteverordnung (EU) 2017/745 (MDR), welche sich auf Tätigkeiten wie die Bearbeitung von Beschwerden, die Kennzeichnung, den Produktrückruf und das Datenmanagement beziehen, wurden bereits in die Wege geleitet.

Befähigung der Menschen

Amplifon sagt, die Mitarbeiter sind das wichtigste Kapital zur Sicherung der Nachhaltigkeit des Unternehmens. Daher ist das Unternehmen entschlossen, die besten Talente anzuziehen, zu fördern und zu halten sowie ein sicheres, integratives und innovatives Arbeitsumfeld zu gewährleisten.

HR-Strategie

Amplifon hat in den letzten Jahren ein schnelles Wachstum erfahren und strebt nun danach, die Führungsposition durch Innovation zu festigen. Dabei legt das Unternehmen großen Wert darauf, die Arbeitnehmer, die maßgeblich zu diesem Erfolg beigetragen haben, besonders zu unterstützen. Hierzu setzt Amplifon auf drei Säulen:

Leistungsstarke Organisation: Eine hocheffiziente und kompetente Organisation, die zur Erzielung hervorragender Geschäftsergebnisse beiträgt.

Menschliche Exzellenz: Solide Talentpipeline zur Bewältigung aktueller und künftiger geschäftlicher Herausforderungen.

Gewinnerkultur: Einzigartige und unverwechselbare Unternehmensidentität als Erfolgsmerkmal auf dem Markt.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Der Hauptaktionär, Ampliter S.r.l., gehört zur Gründerfamilie von Amplifon und hält 42,23 % des Aktienkapitals und 59,27 % des stimmberechtigten Kapitals. Unter den restlichen Top-10-Aktionären von Amplifon befinden sich bekannte Fonds Manager und Investmenthäuser u. a. die Vanguard Group, Capital Research & Management und BlackRock Fund Advisors. Jedoch liegen alle weit unter der 5,00 %-Marke (Stand: 15.04.2023).

GESCHÄFTSMODELL

Einleitung

Unsere Gesellschaft unterliegt - nicht nur, aber im Besonderen in den Industriestaaten - einem demografischen Wandel.

Permanent rückläufige Geburtenraten und eine steigende Lebenserwartung infolge besserer medizinischer Versorgung führten in den letzten Jahren und Jahrzehnten zu einer insgesamt älteren Gesellschaft. So lag der Anteil der über 60-jährigen Erwachsenen an der Weltbevölkerung im Jahr 2022 erstmals seit Beginn der Datenerhebung über dem der unter fünfjährigen Kinder. Laut neuesten Auswertungen der Weltgesundheitsorganisation werden im Jahr 2050 über 2,10 Mrd. Menschen 65 Jahre oder älter sein. Dieser demografische Trend führt unweigerlich dazu, dass altersspezifische Gesundheitsprobleme weiter an Relevanz gewinnen.

Eine der häufigsten Beschwerden lebensälterer Personen ist dabei abnehmendes Hörvermögen beziehungsweise Schwerhörigkeit - etwa ein Drittel der Bevölkerung über 65 Jahren muss sich wegen solcher Beeinträchtigungen in Behandlung begeben. Die unten stehende Grafik zeigt die ab dem 60. Lebensjahr rapide ansteigende Prävalenz für Hörprobleme:

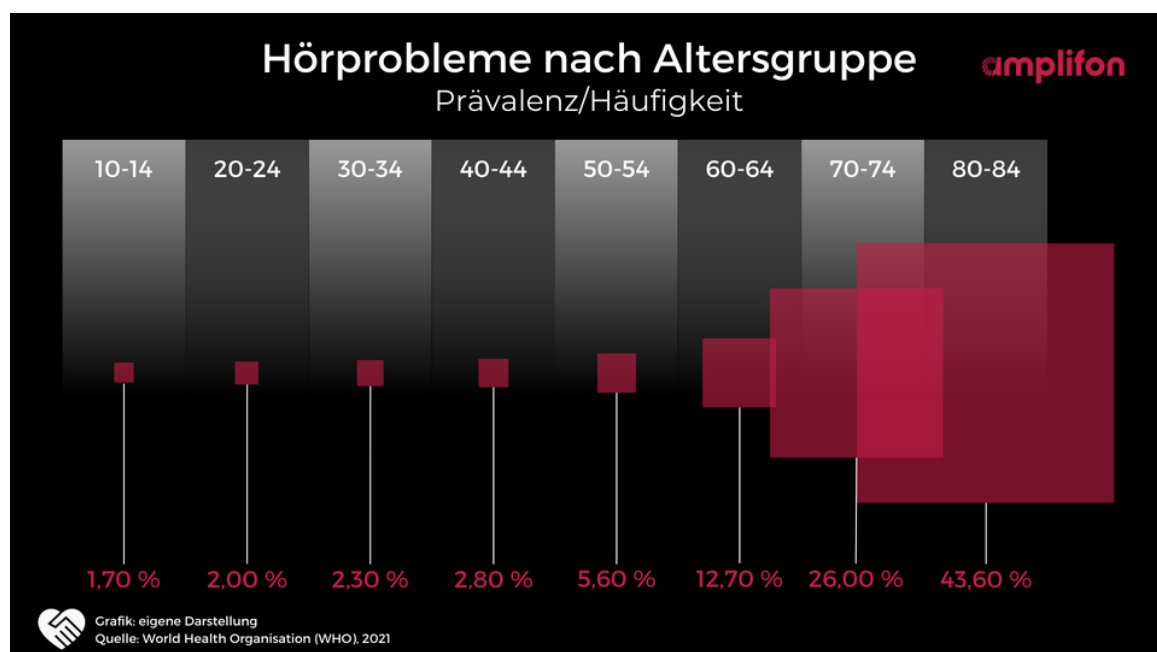


Abb. 1: Prävalenz von Hörproblemen bei verschiedenen Altersgruppen

Naturgemäß ergeben sich durch diese Entwicklung für Unternehmen, die sich auf die Herstellung von Produkten für die Wiederherstellung des Hörvermögens spezialisiert haben, massive Chancen.

Der weltweite Marktführer (ca. 12,00 % Marktanteil) für den Verkauf von Hörgeräten ist die italienische Firma Amplifon S. p. A. mit Sitz in

Mailand. Das Unternehmen beschäftigt Stand 2022 global weit über 10.000 Mitarbeiter und ist in 25 Ländern mit 9.300 eigenen sowie Franchise-Verkaufsstellen vertreten.

Amplifon wurde bereits im Jahr 1950 gegründet und spezialisierte sich von Beginn an auf den Verkauf und Vertrieb von Hörgeräten. Heute bietet das Unternehmen nicht nur eine weitreichende Produktpalette von Hörgeräten und entsprechendem Zubehör verschiedenster Hersteller an, sondern auch umfassende Beratungsdienstleistungen und Kommunikationslösungen.

Globale Präsenz

Amplifon erwirtschaftete im Jahr 2022 erstmals einen Jahresumsatz von über 2,00 Mrd. EUR; zur Einordnung: Erst 2015 hatte das Unternehmen die gewichtige Schwelle von 1,00 Mrd. EUR Umsatz pro Jahr überschritten. Dazu beigetragen hat insbesondere Amplifon's globale Expansion der letzten 20 Jahre. Die unten stehende Abbildung zeigt die mittlerweile 25 Länder, in denen Amplifon vertreten ist:



Abb. 2: Globale Präsenz von Amplifon

Dass Amplifon heute in fast allen wichtigen Wirtschaftsregionen der Welt präsent ist, hat das Unternehmen einer aggressiven Internationalisierung des Geschäfts ab Ende der 1990er-Jahre zu verdanken. Während man zu diesem Zeitpunkt bereits Marktführer in Italien war und die Geschäftstätigkeiten auf Europa ausgeweitet hatte, folgte mit der Übernahme von Miracle-Ear, dem größten US-amerikanischen Einzelhändler für Hörgeräte, im Jahr 1999 Amplifon's endgültiger Durchbruch zum globalen Konzern.

Auch die darauf folgenden Jahre waren neben organischem Wachstum des eigenen Geschäfts von Übernahmen anderer Unternehmen geprägt. Zu den wichtigsten Akquisitionen gehörte u. a. die Übernahme der National Hearing Care Group im Jahr 2021. Dies ermöglichte den Eintritt in den australischen und asiatischen Markt. Zudem erwarb Amplifon im Jahr 2016 alle 86 Verkaufsstellen der deutschen Focus Hören AG und Die Hörmeister GmbH, womit Amplifon die Position hierzulande signifikant verstärkte.

Im Jahr 2018 übernahm Amplifon den spanischen Einzelhändler für Spezialgeräte Gaes inklusive aller 600 Shops in Spanien, Portugal und Südamerika. Schritt für Schritt wurde so und mit vielen weiteren Akquisitionen das Filialnetz von Amplifon erweitert und immer größere Marktanteile wurden gewonnen.

Das operative Geschäft unterteilt das Unternehmen in die drei Bereiche EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika), Americas (Nord- und Südamerika) und APAC (Asien-Pazifik). Im Jahr 2022 erwirtschaftete Amplifon 66,90 % der Gesamtumsätze im EMEA-Wirtschaftsraum, hier ist insbesondere Europa nach wie vor der wichtigste Absatzmarkt für das Unternehmen. In Nord- und Südamerika wurden 18,00 % der Gesamtumsätze erzielt, auf die Region Asien-Pazifik entfallen die restlichen knapp 15,00 %.

Vertrieb und Service

Amplifon produziert keine eigenen Hörgeräte - das Unternehmen vertreibt diese teilweise allerdings als eigene Produktfamilie. Erworben werden diese mittlerweile hochmodernen elektronischen Geräte überwiegend bei den drei Marktführern in der Hörgeräteherstellung: Der schweizerischen Sonova Group und Demant A/S sowie WS Audiology aus Dänemark.

Der Erfolg Amplifons ist unmittelbar darauf zurückzuführen, dass man sich vollends auf die Bedürfnisse der Kunden fokussiert.

In den Verkaufsstellen von Amplifon finden sich moderne Hörgeräte und verwandtes Zubehör unterschiedlicher Hersteller, die dortigen Mitarbeiter sind fast ausnahmslos Hörflege-Spezialisten und beraten die Kundschaft individuell. Neben der Durchführung von Hörtests wird Vertrauen und eine langfristige Bindung zu den Kunden aufgebaut. So werden diese an das Unternehmen gebunden.

Wird in einem Verkaufshop von Amplifon ein Hörgerät erworben, bietet das Unternehmen zudem Beratung und Hilfe über den gesamten Lebenszyklus des Produkts an - häufig sind dies etwa

4-5 Jahre. Aufgrund dieser überwiegend positiven Erfahrungen wählen die meisten Kunden beim erneuten Kauf eines Hörgeräts dann wieder Amplifon als Verkäufer.

Zudem bietet das Unternehmen mittlerweile zahlreiche moderne technologische Lösungen wie etwa eine App, die Nutzer der entsprechenden Hörgeräte nicht nur für die eigene Konfiguration und Überwachung des Geräts, sondern auch für die Kommunikation mit Servicepersonal von Amplifon nutzen können.



Abb. 3: Amplifon Hörgeräte und App

BURGGRABEN

Einleitung

Mit einem Marktanteil von etwa 12,00 % bezeichnet sich Amplifon als führender Anbieter von Lösungen im Bereich der Hörpflege. Wie Abbildung 2 zu entnehmen ist, besitzt das Unternehmen mit über 9.300 Verkaufsstellen eine globale Präsenz, welche organisch sowie durch strategische Akquisitionen fortlaufend ausgebaut wird. Das ohnehin schon breite Netzwerk von Amplifon wurde bspw. in 2022 durch die Übernahme von Unternehmen mit 87 Verkaufsstellen in den USA zusätzlich gestärkt.

Doch es existieren weitere Faktoren, welche den Burggraben von Amplifon begünstigen. In diesem Zusammenhang wollen wir die Marke des Unternehmens hervorheben, denn wie im Rahmen der Historie bereits beschrieben wurde, besitzt Amplifon eine verhältnismäßig lange und erfolgreiche Historie. Dementsprechend genießt die Marke unter den Endabnehmern eine hohe Bekanntheit und Reputation, welche sich u. a. dadurch äußert, dass amplifon.com in sieben der acht Kernmärkte des Unternehmens die beliebteste Website innerhalb des Marktes für Hörpflege ist.

Nicht zu vernachlässigen sind außerdem die fast 10.000 Hörakustiker mit hoher Expertise, die von Amplifon beschäftigt werden. Zusammen führen diese eine sechsstellige Anzahl an Hörtests im Jahr durch und bieten den Kunden des Unternehmens einen erstklassigen Service.

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 Amplifon aufgestellt ist, desto höher ist die Punktzahl, welche wir vergeben.

Rivalität unter bestehenden Wettbewerbern	2/5	Im Verlauf der letzten Jahre ist es Amplifon gelungen, weltweit die Marktanteile fast kontinuierlich auszubauen. Derzeit kann das Unternehmen etwas mehr als ein Zehntel des relevanten Gesamtmarktes für sich beanspruchen. Dennoch ist die Branche als eher fragmentiert einzustufen und es existieren mehrere namhafte Mitbewerber, welche wir im Rahmen der Branchenanalyse näher betrachten werden. Daher vergeben wir 2 Punkte.
---	-----	---

Bedrohung durch neue Wettbewerber	3/5	Die Attraktivität des Marktes für Hörgeräte ist auch für Start-ups aufgrund der langfristigen Wachstumsaussichten als hoch einzuordnen. Jedoch bestehen auch hier die typischen Eintrittsbarrieren wie nicht vorhandene Beziehungen zu Kunden und Lieferanten oder Kapitalanforderungen für die Forschung und Entwicklung sowie Vertrieb und Marketing. Somit ordnen wir die Bedrohung durch neue Wettbewerber etwas niedriger als die Rivalität unter bestehenden Mitbewerbern ein und vergeben 3 Punkte.
Verhandlungsmacht der Lieferanten	3/5	Wie zuvor beschrieben, bezieht Amplifon Hörgeräte, obwohl diese teilweise als eigene Produktfamilie vertrieben werden, von Unternehmen wie Sonova und Demant, welche jedoch auch als Konkurrenten eingestuft werden können. Somit ist eine gewisse Abhängigkeit nicht zu leugnen. Dennoch vergeben wir 3 Punkte für die Verhandlungsmacht der Lieferanten, da Amplifon als führender Player auf dem Markt für Hörflege für diese Unternehmen einen wichtigen Abnehmer darstellt.
Verhandlungsmacht der Kunden	4/5	Der Kundenstamm von Amplifon umfasst mehrere Millionen Menschen in vielen Ländern der Welt, welche alle nur einen Wunsch haben: wieder besser hören zu können. Den Abnehmern stehen neben Amplifon zwar mehrere Unternehmen mit vergleichbaren Lösungen als Alternative zur Verfügung, allerdings verfügt das italienische Unternehmen mit seiner Marke und seinem Netzwerk über eine starke Positionierung. Des Weiteren besteht keine Abhängigkeit von einzelnen Kunden, sodass wir 4 Punkte vergeben.
Bedrohung durch Ersatzprodukte	4/5	Die Nachfrage nach Hörgeräten hat in den vergangenen Jahren stark zugenommen. Der demografische Wandel wird

Bedrohung
durch
Ersatzprodukte

4/5

voraussichtlich dafür sorgen, dass dieser Trend auch zukünftig anhält und immer mehr Menschen auf entsprechende Lösungen zurückgreifen müssen, obwohl es verschiedene Produkte zur Prävention gibt. Sobald ein Hörschaden vorliegt, existieren allerdings kaum geeignete Ersatzprodukte, zumindest zum Zeitpunkt dieser Analyse. Daher ordnen wir diese externe Kraft als eher schwach ein.

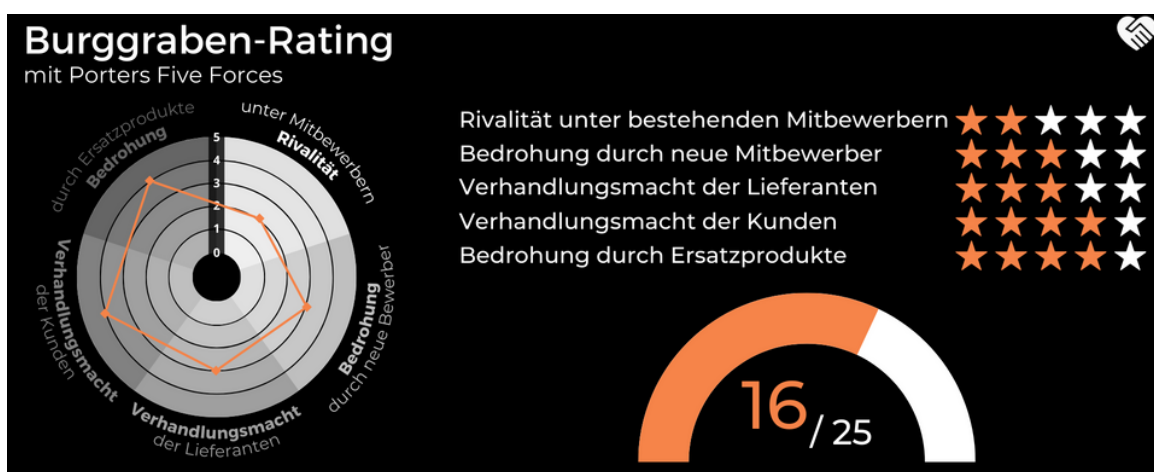


Abb. 4: In Porters Burggraben-Rating erzielt Amplifon 16 von 25 Punkte.

GESCHÄFTSFÜHRUNG

Enrico Vita

Mit einem Bachelor-Abschluss in Maschinenbau begann Vita seine Karriere 1995 bei der Firma Indesit, bei welcher er 20 Jahre lang in immer verantwortungsvolleren Positionen in Italien und im Ausland tätig war, bis er schlussendlich Chief Operating Officer wurde.

Im März 2014 wechselte er zu Amplifon als Executive Vice President für den europäischen Wirtschaftsraum und anschließend als Chief Operating Officer. Im Oktober 2015 wurde er schließlich zum Chief Executive Officer ernannt.

Nach dem Kompensationsbericht, welcher 2022 veröffentlicht wurde, verdiente Vita 2021 5,34 Mio. EUR. Folgend wird in einer kurzen Tabelle die Kompensation in den vorherigen Jahren aufgelistet:

2017: 2.549.000,00 EUR

2018: 2.918.000, 00 EUR

2019: 4.002.000,00 EUR

2020: 3.619.000,00 EUR

2021: 5.338.000,00 EUR



Abb. 5: Enrico Vita

2. Fundamentale Ansicht



Aktienfinder

Die Prognosen aus diesem Abschnitt werden vom **Aktienfinder** zur Verfügung gestellt.

KENNZAHLEN

Umsatz

Entwicklung

Die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Umsatzentwicklung von Amplifon werden durch eine Betrachtung der letzten fünf Geschäftsjahre unmittelbar ersichtlich. Während das italienische Unternehmen die Erlöse in 2019 um 27,15 % steigern konnte, was nicht zuletzt auf die Übernahme von GAES zurückzuführen ist, wurde in 2020 ein Rückgang um 10,19 % verbucht.

Denn obwohl die Geschäfte von Amplifon in den meisten Ländern als essenziell eingestuft wurden und demnach nicht schließen mussten, wirkten sich die zahlreichen Lockdowns insbesondere zwischen März und Juni negativ auf den Ladenverkehr aus. Allerdings verbesserte sich die Lage in der zweiten Jahreshälfte bereits deutlich und nach eigenen Angaben ist es Amplifon gelungen, besser als der allgemeine Markt für Hörpflegeprodukte zu performen.

Im Anschluss an diesen kurzfristigen Dämpfer kehrte Amplifon auf den Wachstumspfad zurück und konnte bereits in 2021 einen neuen Umsatzrekord ausweisen. Neben dem organischen Ausbau des Geschäfts konnten die Italiener von zahlreichen Übernahmen profitieren. Wie im Rahmen des Abschnitts zum Burggraben bereits thematisiert wurde, belief sich die Anzahl an akquirierten Verkaufsstellen allein in den USA in 2022 auf 87. Darüber hinaus wurden ungefähr 100 weitere Standorte in Europa, Asien sowie Südamerika übernommen. In 2022 erwirtschaftete Amplifon dementsprechend Umsätze i. H. v. 2,12 Mrd. EUR, womit sich ein durchschnittliches Wachstum von 11,68 % seit 2018 ermitteln lässt.

Das Volumen des Marktes für Hörpflegeprodukte wird in den kommenden Jahren aller Voraussicht nach weiterhin ansteigen, was im Rahmen der Branchenanalyse sowie der Chancen und Risiken von uns näher beleuchtet werden wird. Was die Umsatzentwicklung von

Amplifon bis 2025 betrifft, zeigen sich die Analysten ebenfalls optimistisch. Das Unternehmen soll neue Rekordumsätze generieren können und in den kommenden drei Jahren einen durchschnittlichen Anstieg der Einnahmen um 7,30 % erreichen können.

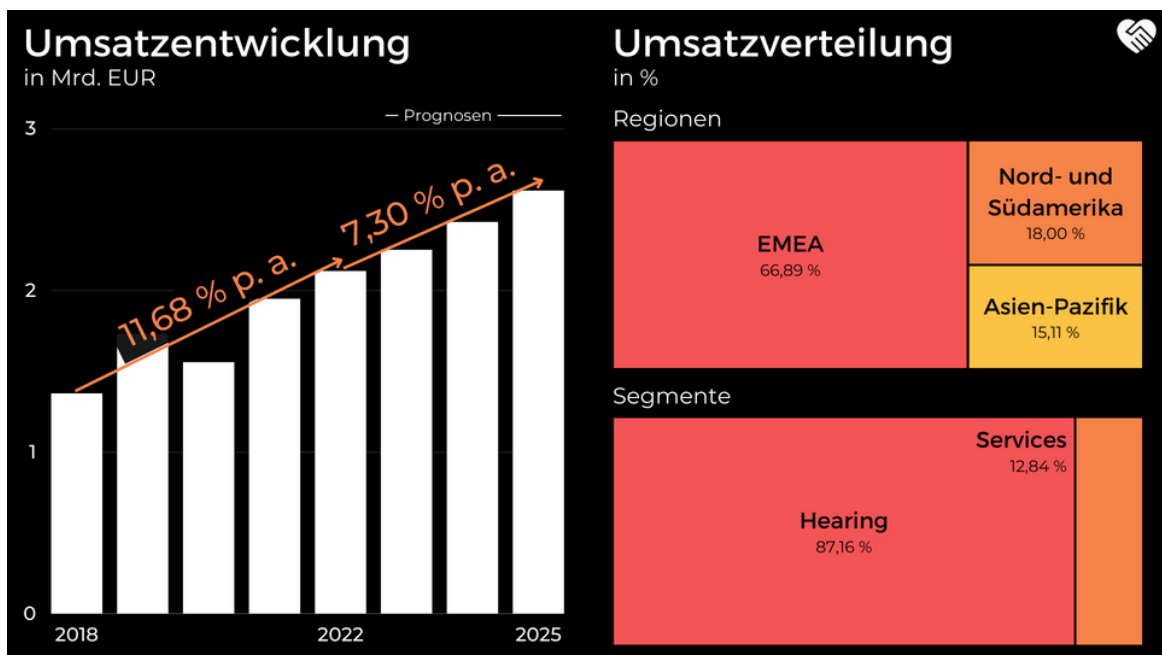


Abb. 6: Umsatzentwicklung und -verteilung

Umsatzverteilung nach Segmenten

Das operative Geschäft vom Amplifon lässt sich in zwei Segmente untergliedern. Mit einem Umsatzanteil i. H. v. 87,16 % besitzt der Geschäftsbereich Hearing, welcher den Vertrieb der Hörgeräte sowie von Zubehör umfasst, zum aktuellen Zeitpunkt eine weitaus höhere Relevanz als die Services-Sparte.

Allerdings konnte Amplifon die Umsätze, welche mit nachgelagerten Dienstleistungen wie der Reinigung von Geräten oder Hörtests erzielt werden, zuletzt etwas schneller steigern. Auffällig ist auch, dass im Gegensatz zum Hearing-Segment im Jahr 2020 kein Rückgang verzeichnet wurde. Noch besitzt der Geschäftsbereich mit einem Umsatzanteil von 12,84 % eine untergeordnete Relevanz für Amplifon.

Umsatzverteilung nach Regionen

Zum Zeitpunkt dieser Analyse ist Amplifon in 25 Ländern auf der ganzen Welt tätig und ordnet die Umsätze demnach den drei großen Wirtschaftsräumen unserer Erde zu. Den unangefochtenen ersten Platz belegen demnach Europa, Afrika sowie der Nahe Osten (EMEA) mit einem Anteil von 66,89 %.

Mit den Vereinigten Staaten befinden sich in Nord- und Südamerika der weltweit größte nationale Einzelmarkt für Hörpflege. Dennoch

beträgt der Umsatzanteil von Amplifon auf diesen Kontinenten lediglich 18,00 %. Dementsprechend planen die Italiener, ihr Engagement hier zukünftig auszubauen.

Zuletzt konnte Amplifon das höchste Umsatzwachstum allerdings im asiatisch-pazifischen Raum verbuchen. Als wichtigste nationale Einzelmärkte dieses Wirtschaftsraums sind in erster Linie Australien, Neuseeland sowie Indien hervorzuheben. Im vergangenen Geschäftsjahr belief sich der Umsatzanteil auf 15,11 %.

EBIT und Konzerngewinn

Zwischen 2018 und 2022 entwickelten sich die operativen Ergebnisse und Konzerngewinne von Amplifon vollständig analog zu den Umsatzerlösen. Mit Ausnahme des Einbruchs in 2020 stiegen die Kennzahlen in jedem Jahr an.

Beachtlich ist, dass die Italiener den Umsatzrückgang in 2020 durch kostensparende Maßnahmen (vorübergehende Einstellung von Marketingkampagnen, Verschiebung nicht-essenzieller Investitionsausgaben usw.) zu einem Großteil kompensieren konnten. Das operative Ergebnis konnte, genau wie der Konzerngewinn, im Vergleich zum Vorjahr fast aufrechterhalten werden.

In 2021 und 2022 gelang es Amplifon, die Gewinne überproportional stark zu steigern, was das Management mit einer erfreulichen Entwicklung der operativen Effizienz begründet. Im vergangenen Geschäftsjahr belief sich das EBIT auf 278,67 Mio. EUR, was im Vergleich zu 2018 einem Anstieg um 16,11 % pro Jahr entspricht. Die Analysten erwarten derzeit, dass sich das historische Gewinnwachstum von Amplifon beinahe nahtlos fortsetzen wird. Demnach ist in 2025 mit einem operativen Ergebnis von 394,54 Mio. EUR zu rechnen, wodurch ein Anstieg um 12,29 % pro Jahr zustande kommen würde.

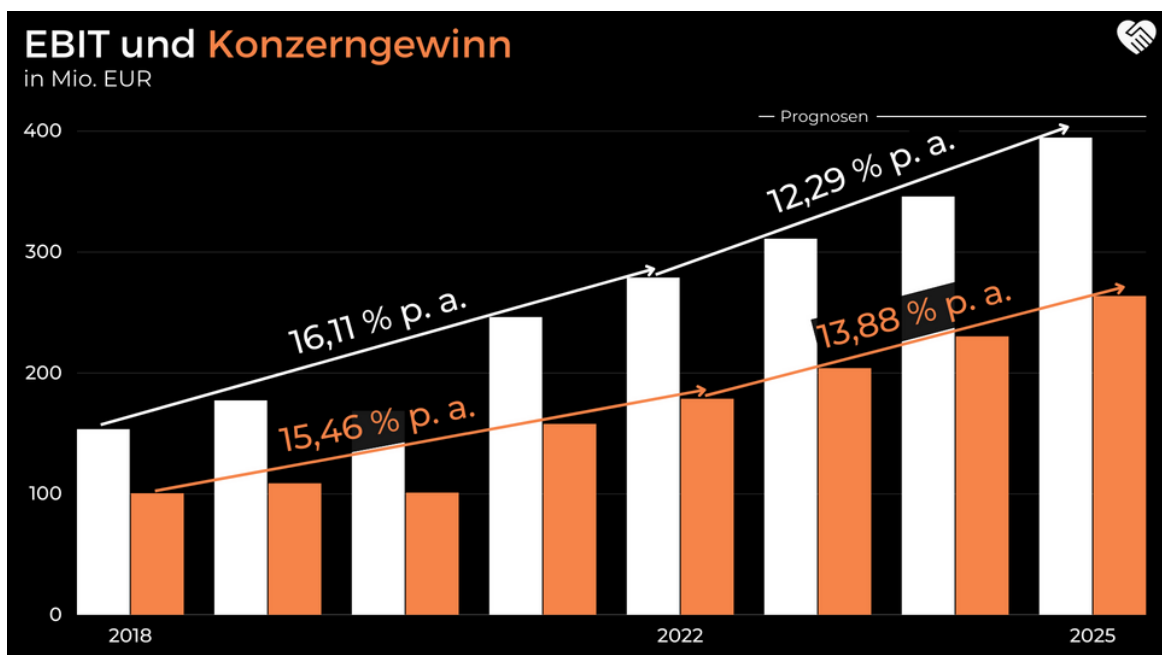


Abb. 7: EBIT- und Konzerngewinnentwicklung

Margen

Die operative Marge und die Nettomarge von Amplifon bewegten sich zwischen 2018 und 2022 im Gleichschritt und stiegen fast kontinuierlich an. Einzig in 2019 verzeichnete das italienische Unternehmen einen kurzzeitigen und minimalen Einbruch, welcher mit verhältnismäßig hohen Marketingaufwendungen in ausgewählten Regionen sowie mit einmaligen Kosten bezüglich der Integration von GAES zu begründen ist.

In den darauffolgenden Geschäftsjahren ist Amplifon trotz der Auswirkungen durch die Corona-Pandemie ein beachtliches Wachstum der Gewinnspannen gelungen, da die Dynamik der Umsatzentwicklung oberhalb des Wachstums der operativen Aufwendungen lag. Demnach wurde in 2022 mit einer EBIT Marge i. H. v. 13,15 % ein neuer Rekord aufgestellt. Das Wachstum gegenüber dem Ausgangswert von 2018 beträgt somit 16,85 %.

Die Analysten erwarten, dass sich die positive Entwicklung der Margen innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre bis 2025 fortsetzen wird. Demnach könnte sich das operative Ergebnis von Amplifon in drei Jahren bereits auf 15,07 % der Erlöse belaufen. Dies entspricht einem relativen Anstieg von 14,60 %. Im Vergleich zu den wichtigsten Konkurrenten ist die Profitabilität von Amplifon als mittelmäßig zu beurteilen.

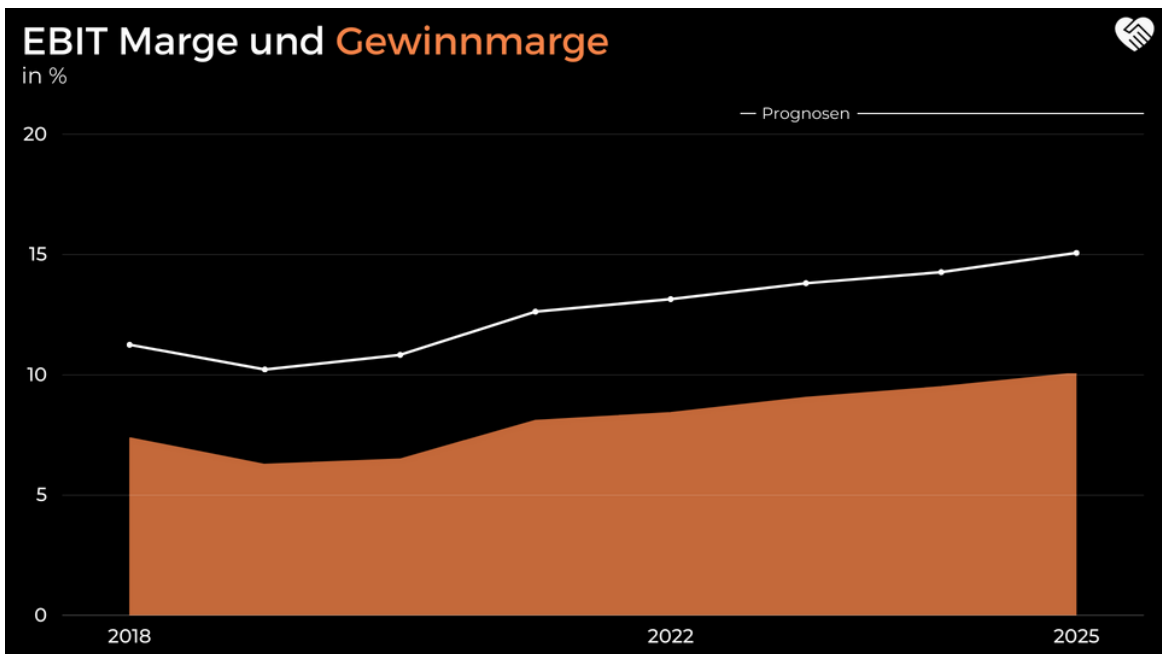


Abb. 8: EBIT- und Gewinnmargenentwicklung

Gewinn- und Verlustrechnung

In der folgenden Abbildung werden alle Erkenntnisse aus den letzten Kapiteln zusammengefasst.

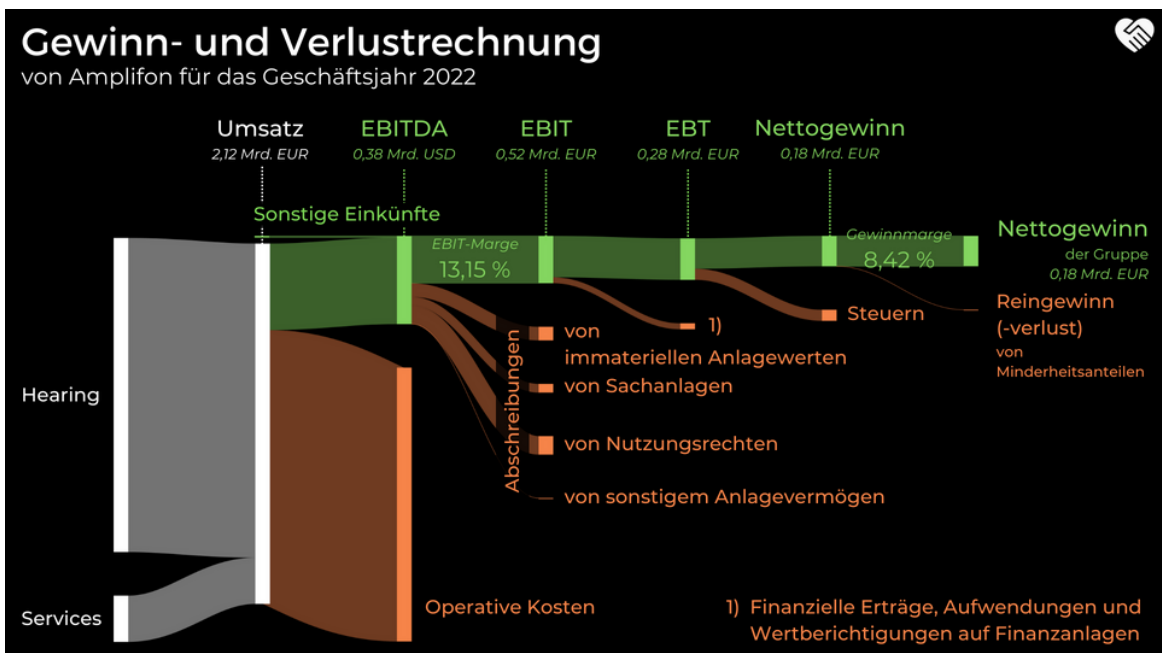


Abb. 9: Gewinn- und Verlustrechnung

DIVIDENDENPOLITIK UND AKTIENRÜCKKÄUFE

Derzeit verfügt Amplifon über keine strenge Dividendenpolitik. Dies spiegelt sich in der Historie des Unternehmens wider: Zwar wurden die Ausschüttungen unmittelbar nach dem Börsengang aufgenommen, allerdings stagnierten die Gewinnbeteiligungen bis einschließlich 2016 mit wenigen Ausnahmen bei 0,04 EUR.

Seitdem erfolgt die Entwicklung analog zu den erwirtschafteten Gewinnen. Allerdings verzichtete die Unternehmensführung für das Geschäftsjahr 2019 infolge der Unsicherheiten durch die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die Ausschüttung einer Dividende. Dennoch lässt sich ein historisches Wachstum von 19,97 % pro Jahr ermitteln. Zum Zeitpunkt dieser Analyse beläuft sich die Dividendenrendite von Amplifon auf 0,89 % bei einer Ausschüttungsquote von 36,45 %. Den Analysten zufolge ist für das Geschäftsjahr mit einer Dividende i. H. v. 0,38 EUR je Anteil zu rechnen, wodurch ein durchschnittlicher Anstieg von 9,43 % zustande kommen würde.

Des Weiteren verfügt Amplifon über ein Aktienrückkaufprogramm. Allerdings werden die erworbenen Anteile zum überwiegenden Anteil nicht eingezogen, sondern im Rahmen der aktienbasierten Vergütungsprogramme an die Mitarbeiter gegeben. Demnach unterliegt die Anzahl ausstehender Aktien keinen wirklich nennenswerten Schwankungen.

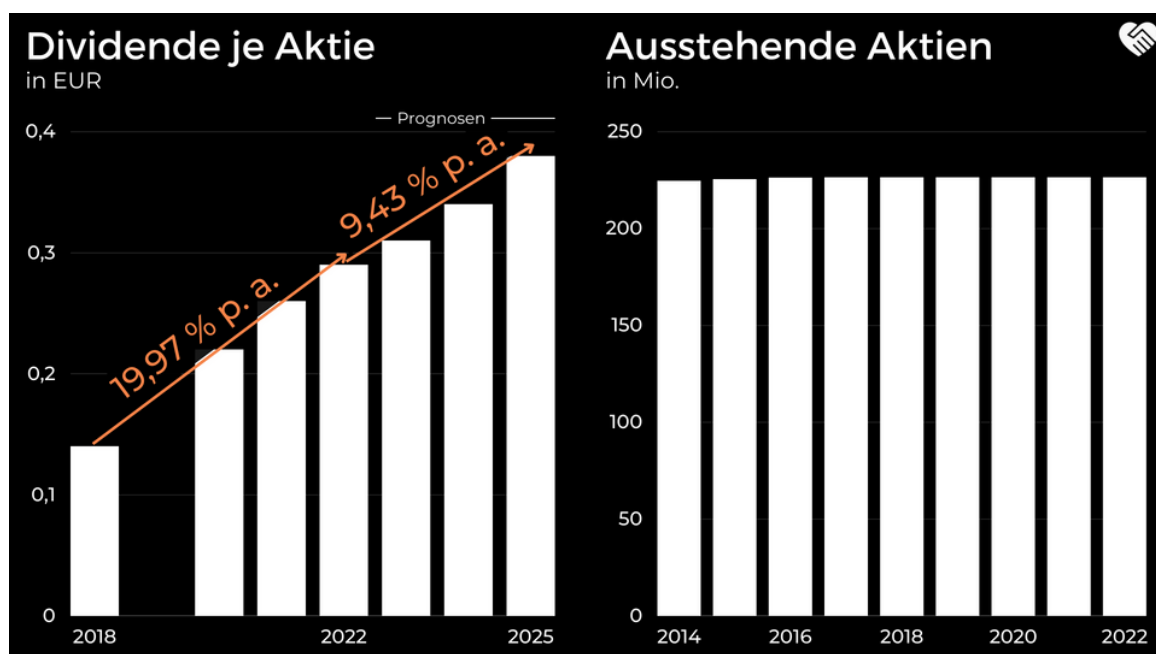


Abb. 10: Entwicklung der Dividende und Anzahl ausstehender Aktien

HISTORISCHE KENNZAHLEN

KUV

Zwischen 2018 und 2021 ist das Kurs-Umsatz-Verhältnis von Amplifon stetig angestiegen und hat sich von 2,33 auf 5,51 mehr als verdoppelt. Doch während die Aktie des Unternehmens im vergangenen Jahr deutlich korrigierte, entwickelten sich die Erlöse weiterhin sehr positiv, sodass ein deutlicher Rückgang des Multiples erfolgte. Derzeit beläuft sich das KUV auf 3,49 und könnte bis 2025 auf 2,83 sinken.

KGV

Bis einschließlich 2020 entwickelte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Amplifon analog zum Kurs-Umsatz-Verhältnis und verzeichnete mehr als eine Verdopplung. Aufgrund des überproportionalen Gewinnsprungs in 2021 war die Bewertungskennzahl allerdings schon ein Jahr früher rückläufig. Mit einem aktuellen Wert von 41,47 liegt das Gewinnvielfache unterhalb des historischen Durchschnitts von 52,95. Für 2025 ergibt sich ein KGVe von 28,08.

KOCV

Der operative Cashflow von Amplifon entwickelte sich innerhalb des betrachteten Zeitraums deutlich dynamischer als die Umsätze und Gewinne des Unternehmens. Dementsprechend fiel der Anstieg des Kurs-Cashflow-Verhältnisses vergleichsweise niedrig aus. Derzeit liegt das Multiple mit 20,97 knapp unterhalb des Mittelwerts seit 2018 von 22,62. Anhand der Analystenschätzungen lässt sich ein erwartetes KOCV von 14,08 in drei Jahren ermitteln.

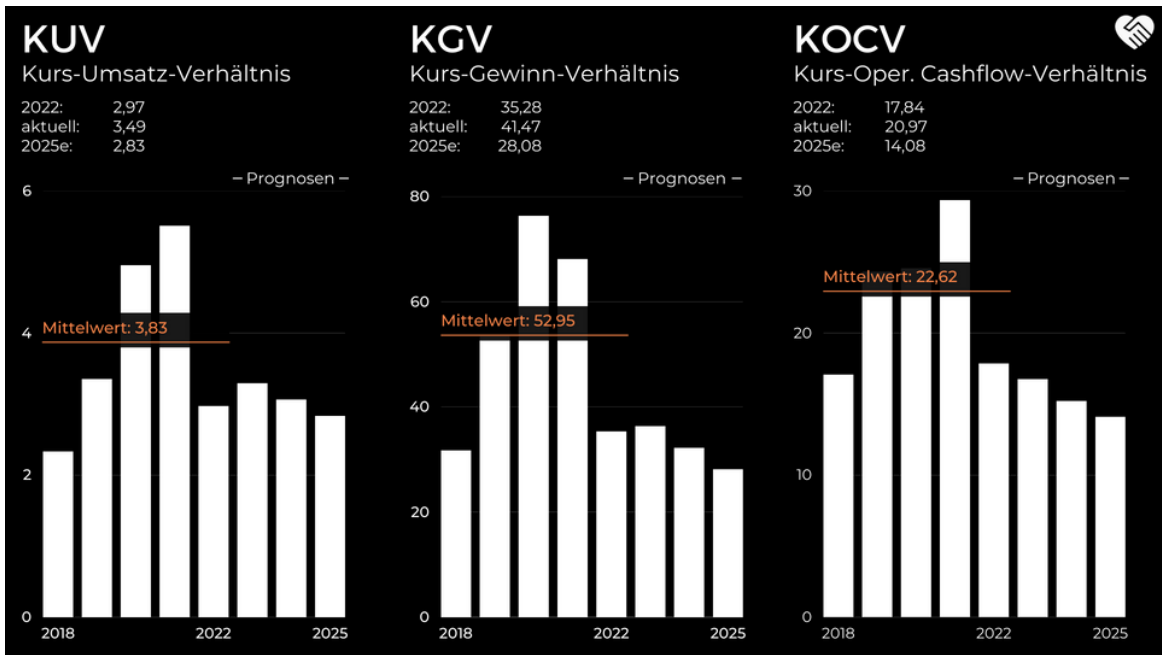


Abb. 11: Entwicklung von KUV, KGV und KOCV

EINORDNUNG NACH PETER LYNCH

Mit Wachstumsraten von mehr als 10,00 % pro Jahr entwickelten sich die Erlöse und Gewinne von Amplifon seit 2018 sehr positiv, wenngleich ein erheblicher Anteil dieses Wachstums den zahlreichen Übernahmen entstammt. Obwohl die Aussichten des Marktes für Hörgeräte und entsprechende Dienstleistungen weiterhin intakt sind und davon auszugehen ist, dass die Kennzahlen von Amplifon langfristig ansteigen werden, erwarten die Analysten zumindest vorübergehend eine spürbare Verlangsamung der Wachstumsdynamik. Demnach liegt das prognostizierte Umsatzwachstum bis 2025 lediglich im hohen einstelligen Bereich. Trotz der attraktiven Entwicklung innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre halten wir daher eine Einordnung als Average Grower für angemessen.

Des Weiteren würde das italienische Unternehmen in unserem Wir Lieben Aktien-Rating für Fast Grower lediglich 5 Punkte erreichen, was die durchaus positive historische und erwartete Entwicklung der fundamentalen Kennzahlen nicht akkurat widerspiegeln würde.

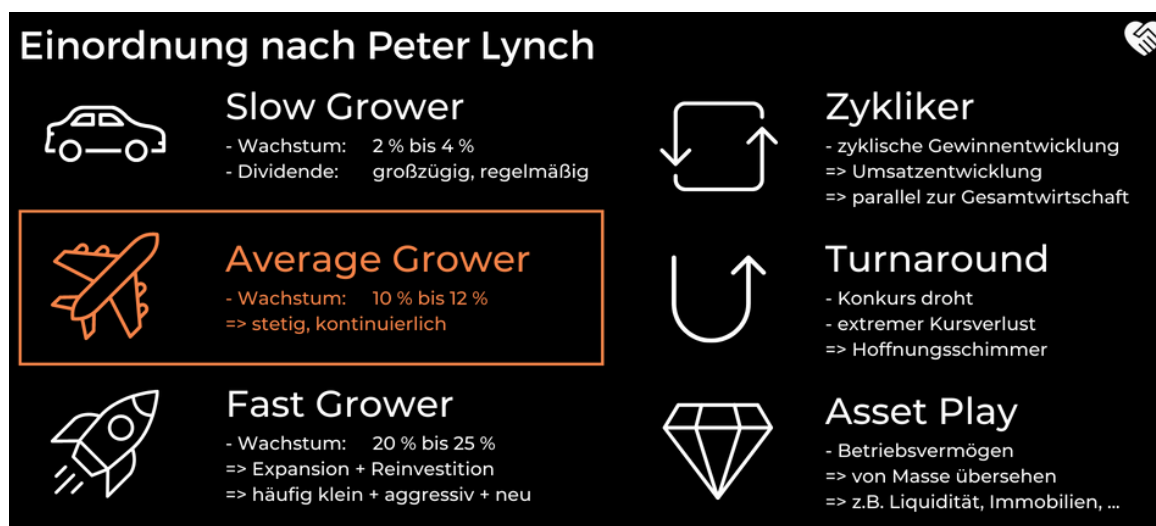


Abb. 12: Amplifon ist ein Average Grower.

FUNDAMENTALES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Verwenden wir unsere Kriterien für Average Grower, so erzielt Amplifon mit 8 von 10 möglichen Punkten hingegen ein gutes Ergebnis. In Anbetracht der Wachstumsgeschwindigkeit, der Gewinnstabilität, der Verschuldung sowie der erwarteten Margenentwicklung werden die meisten unserer Anforderungen problemlos erfüllt. Einzig das erwartete KGV in 5 Jahren sowie die Eigenkapitalquote liegen marginal unterhalb der Grenzwerte.

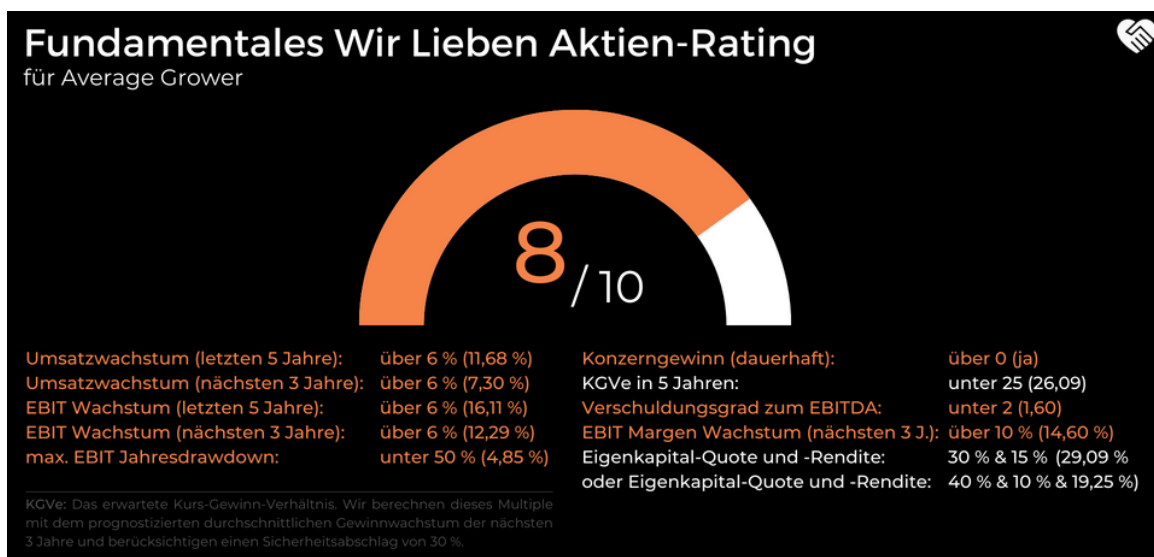


Abb. 13: Amplifon erzielt im fundamentalen Rating für Average Grower 8 von 10 Punkte.

3. Konkurrenzvergleich und Branchenanalyse

ALLGEMEINE INFOS ÜBER DIE BRANCHE

Global Industry Classification Standard – GICS

Zur besseren Einordnung definieren wir zuerst die Branche, basierend auf der zentralen Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Wir beziehen uns hierbei auf den Global Industry Classification Standard (kurz GICS), der zunächst den Sektor definiert, welcher sich wiederum in Industriegruppe, Industrie und Subindustrie unterteilen lässt:

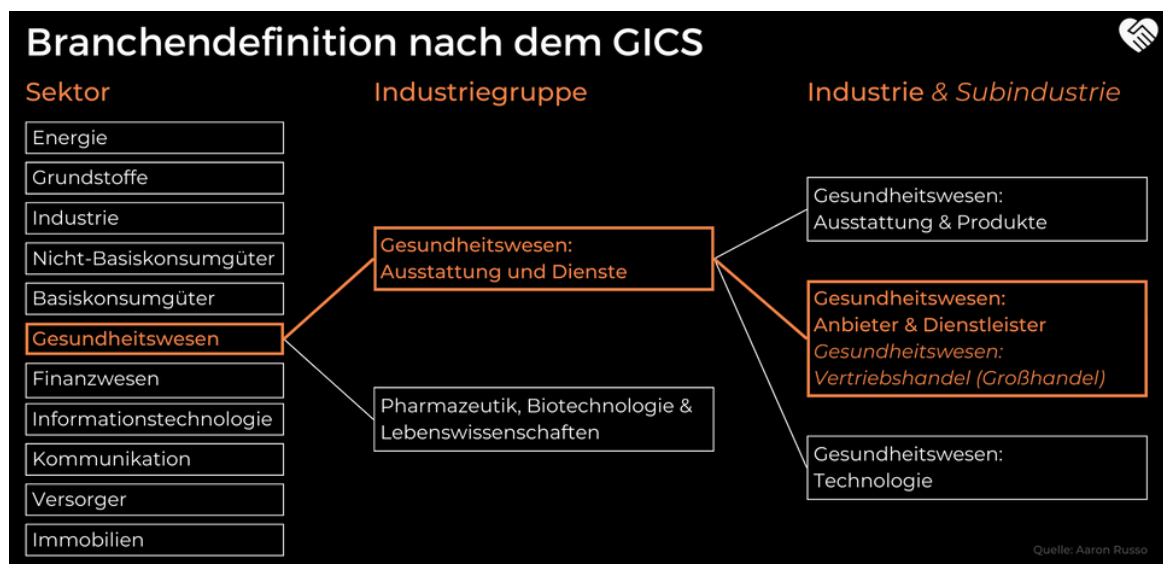


Abb. 14: Branchendefinition nach dem GICS

Übersicht: Hörgerätemarkt

Entwicklung der Marktgröße

Die Marktgröße für Hörgeräte ist in den nächsten Jahren weiterhin steigend. Bis 2030 soll der Wert etwa bei dem doppelten Niveau im Vergleich zu 2021 liegen und in Zahlen ausgedrückt, eine jährliche Wachstumsrate i. H. v. 6,91 % erreichen können.

Aus unserer Sicht sind zwei Hauptgründe hierfür zum einen das Altern der Bevölkerung sowie die weitaus fortschrittlichere Technologie in diesem Sektor im Vergleich zu den letzten Jahren. So verlieren gerade Personen höheren Alters ihre Hörfähigkeit und sind auf technische Hilfen angewiesen. Auch dadurch, dass heutzutage das Anpassen der Hörgeräte an verschiedene Umgebungen sowie weitere Errungenschaften wie eine Reduzierung der Hintergrundgeräusche

keine Seltenheit mehr sind, wurde das Tragen dieser Hilfen für die Betroffenen in erster Linie wesentlich angenehmer gestaltet.

Auch für die Zukunft werden weitere Fortschritte erwartet, die einen positiven Einfluss auf die Marktgröße nehmen und auch den Patienten Vorteile bieten. Dies wird allein schon dadurch deutlich, wenn man sich anschaut, wie sich die Auffälligkeit solcher Hörhilfen in den vergangenen Jahren verändert hat. Der Standard heute ist ein sehr unauffälliges Tragen, vor wenigen Jahren war diese Gestaltung in einem solchen Ausmaß undenkbar.

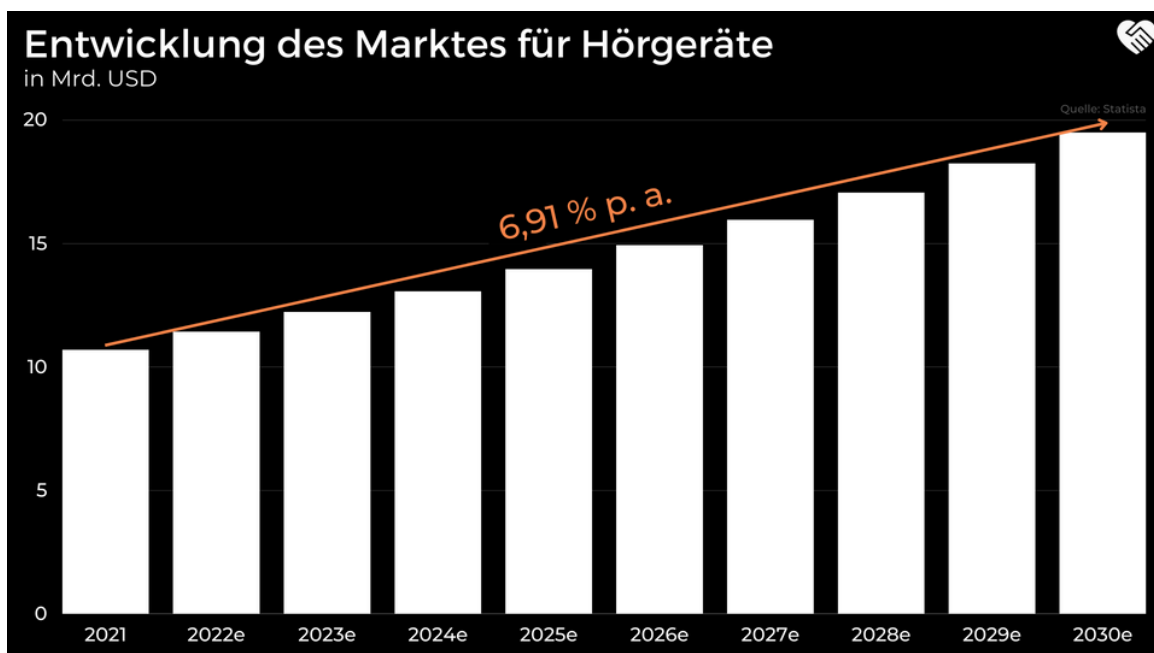


Abb. 15: Entwicklung des Marktes für Hörgeräte

Bevorzugte Kauforte

Ein aus unserer Sicht ebenfalls wichtiges Thema: Wo die Kunden bevorzugt ihre Hörgeräte kaufen, da es hier Auffälligkeiten im Vergleich zu anderen Branchen gibt. Man erkennt, dass die Kunden durchweg spezielle Hörakustiker bevorzugen und eher wenig auf den Onlinehandel setzen. Woran das liegt, ist relativ leicht zu erklären und hat verschiedene Gründe.

Der eigentliche Hauptgrund ist die benötigte Anpassung der Hörgeräte. Anders als bspw. beim Kauf eines Handys kann nicht jede Person die gleichen Hörgeräte tragen, sondern diese müssen vielmehr auf die speziellen Bedürfnisse sowie auf jeden Kunden einzeln eingestellt werden, was online unmöglich umzusetzen ist. Außerdem ist die Technologie hinter den Hörhilfen hochkomplex und erfordert in jedem Falle spezielle Kenntnisse und Fähigkeiten, die zwar entsprechende Personen im Onlinebereich besitzen, aber nur schwer ohne den Kundenkontakt zur Geltung bringen können.

Die Umfrage erfolgte zwar bereits im Jahre 2018, in diesen Zeitraum wird es in dieser Hinsicht jedoch wohl kaum Änderungen gegeben haben. Auch in der Zukunft wird es schwer sein, im Onlinebereich adäquaten Service bieten zu können. Dadurch geht natürlich ein Stück weit Wachstum verloren, welchen andere Branchen erfahren werden; wir sehen dies hingegen auch für Amplifon als einen sehr großen Vorteil an.

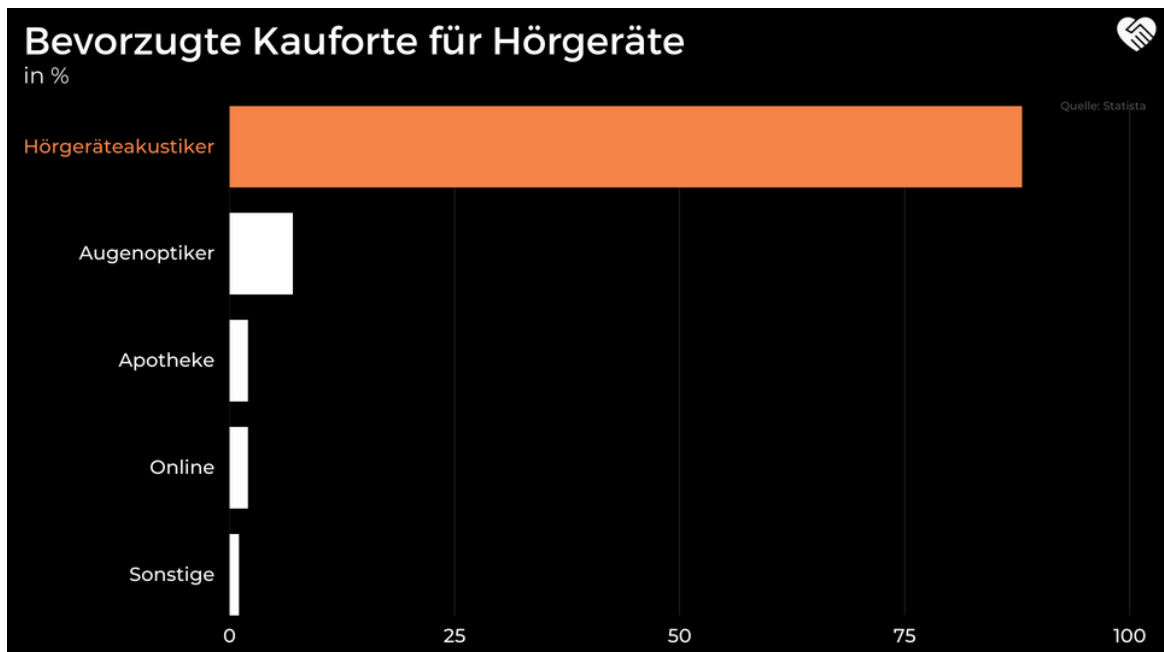


Abb. 16: Bevorzugte Kauforte für Hörgeräte

Verkaufte Bluetooth-Hörgeräte

Eine Zukunftstechnologie, die infolge der Technisierung in der Branche für Hörgeräte eine wichtige Rolle spielt, ist die Bluetooth-Technologie. Durch die Verbindung mit einem Bluetooth-fähigen Gerät können Hörgerätebenutzer die Hilfen in ihren Alltag integrieren und Musik hören, Anrufe entgegennehmen oder ihre Hörgeräteeinstellungen anpassen. Einige Bluetooth-fähige Hörgeräte verfügen auch über spezielle Funktionen wie Fernbedienungen, die den Nutzern die Kontrolle über ihre Hörgeräte ermöglichen, ohne dass diese aus den Ohren genommen werden müssen.

All diese Errungenschaften führten in den vergangenen Jahren dazu, dass sich die verkauften Einheiten von weniger als 0,50 Mio. auf etwa 10,00 Mio. Stück innerhalb von vier Jahren gesteigert haben. Auch Amplifon integriert diese Technologie in die Produkte und verbessert damit das Hörerlebnis der Kunden. Für die folgenden Jahre werden weiterhin stark steigende Verkaufszahlen der Bluetooth-Hörgeräte erwartet. Diese werden somit in der gesamten Branche eine immer wichtigere Rolle einnehmen können.

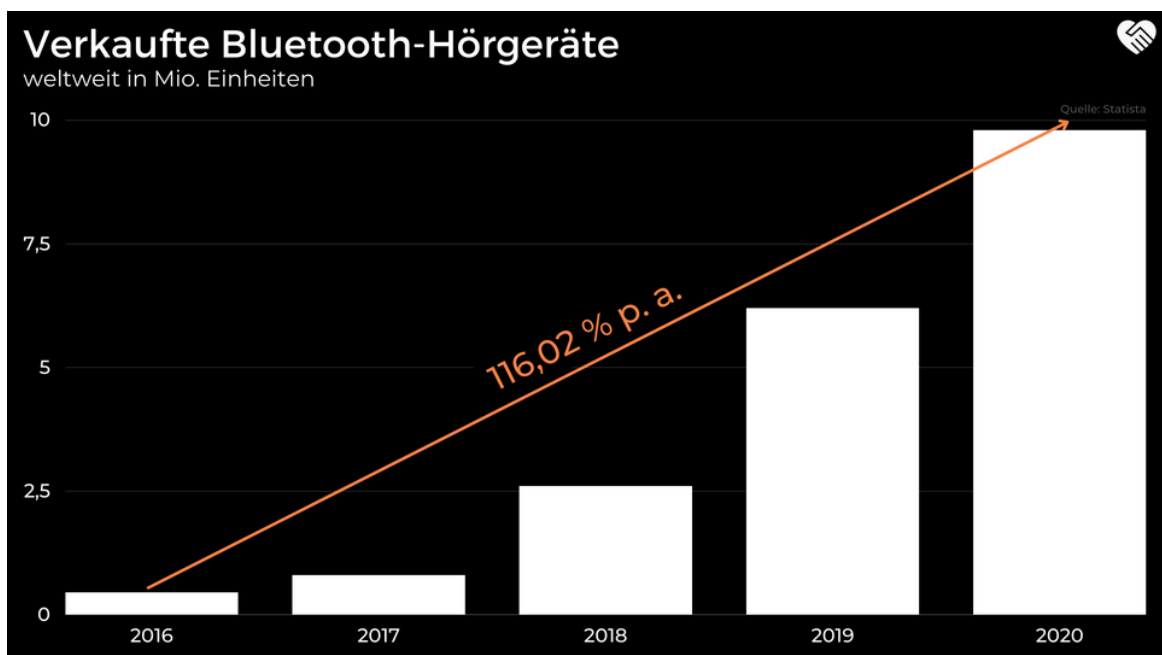


Abb. 17: Verkaufte Bluetooth-Hörgeräte

Exkurs: Die Evolution der Hörgeräte

Einleitung

Die Hörgeräte der heutigen Zeit unterscheiden sich sehr von denen der Vergangenheit. Nicht nur die allgemeine Technik der Hilfen wurde verbessert, sondern auch optische Weiterentwicklungen sind nicht zu leugnen. In diesem Kapitel werden wir uns nun damit beschäftigen, wie sich die Hörgeräte bisher verändert haben und dies in der Zukunft tun werden.

Vergangenheit

Die eigentliche Geschichte der Hörgeräte reicht bis in das 17. Jahrhundert zurück, als erste einfache Hörrohre entwickelt wurden. Im Laufe der Jahrhunderte wurden diese Hörhilfen stetig verbessert und weiterentwickelt. Nachdem über diesen Zeitraum immer wieder neue Produkte vorgestellt wurden, wurden in den 1920er-Jahren schließlich die ersten elektrischen Hörgeräte vorgestellt, die das Hören erheblich verbesserten. Damals waren diese noch sehr unhandlich und natürlich mit dem heutigen Stand absolut nicht mehr vergleichbar.

Zukunft

Nachdem die Hörgeräte immer weiter digitalisiert wurden, bieten sie den Patienten heutzutage einen nie dagewesenen Mehrwert. Auch im Bereich der Hörgeräte wird in der Zukunft das Thema künstliche Intelligenz ein sehr interessantes werden und viel Wachstumspotenzial bieten. KI-basierte Hörgeräte werden in der Lage sein, verschiedene Geräusche zu erkennen, einzuordnen und entsprechend zu reagieren.

So werden bspw. Naturgeräusche verstärkt, während störende Nebengeräusche ausgeblendet werden. Ebenso sieht man, dass die Geräte immer kleiner werden und auch in der Zukunft wird sich dieser Trend fortsetzen.

Bezug auf Amplifon

Um in der Branche die aktuelle Position weiter halten zu können und ggf. auszubauen, wird der Konzern an der eben angesprochenen künstlichen Intelligenz nicht vorbeikommen. Zwar gibt es bereits jetzt auch abseits von Amplifon erste Integrationen dieser Technologie, die jedoch wie in vielen anderen Branchen auch, aktuell noch nicht auf einem ausgereiften Stand ist. Erste Versuche von Amplifon gibt es ebenfalls, bspw. ein System, das auf künstlicher Intelligenz basiert und den Kunden ermöglicht, Hörgeräte und Zubehörprodukte auf personalisierte Weise zu nutzen.

Konkurrenzvergleich

Einleitung

Bereits in vorherigen Kapiteln wurde das Thema der Marktanteile zumindest kurz angesprochen, jedoch nicht näher ausgeführt. Bei den dort genannten Werten handelt es sich um die Anteile im Bereich des reinen Wiederverkaufs der Hörgeräte. Die Werte der Abbildung 18 resultieren nicht aus derselben Rechnung, sondern berücksichtigen andere Parameter.

Anfangen wollen wir den Konkurrenzvergleich wie eben schon erwähnt mit einem Gegenüberstellen der Marktanteile für die verschiedenen Unternehmen. Amplifon kann keine marktführende Rolle einnehmen, sondern ist einer von mehreren Wettbewerbern. Als Mitbewerber hat man weitaus größere Unternehmen wie Sonova, William Demant und GN Store, die kumuliert bereits 66,00 % des Gesamtmarktes einnehmen. Mit 5,00 % der Marktanteile gilt Amplifon in dieser Hinsicht als sechstgrößtes Unternehmen.

Trotz dieser verhältnismäßig niedrigen Marktanteile gilt Amplifon als ein wichtiger Konzern in der Branche. Wie wir im weiteren Verlauf sehen werden, ist hierbei gerade die Präsenz in Europa entscheidend für das Unternehmen, wo man in manchen Hinsichten marktführende Plätze einnehmen kann.

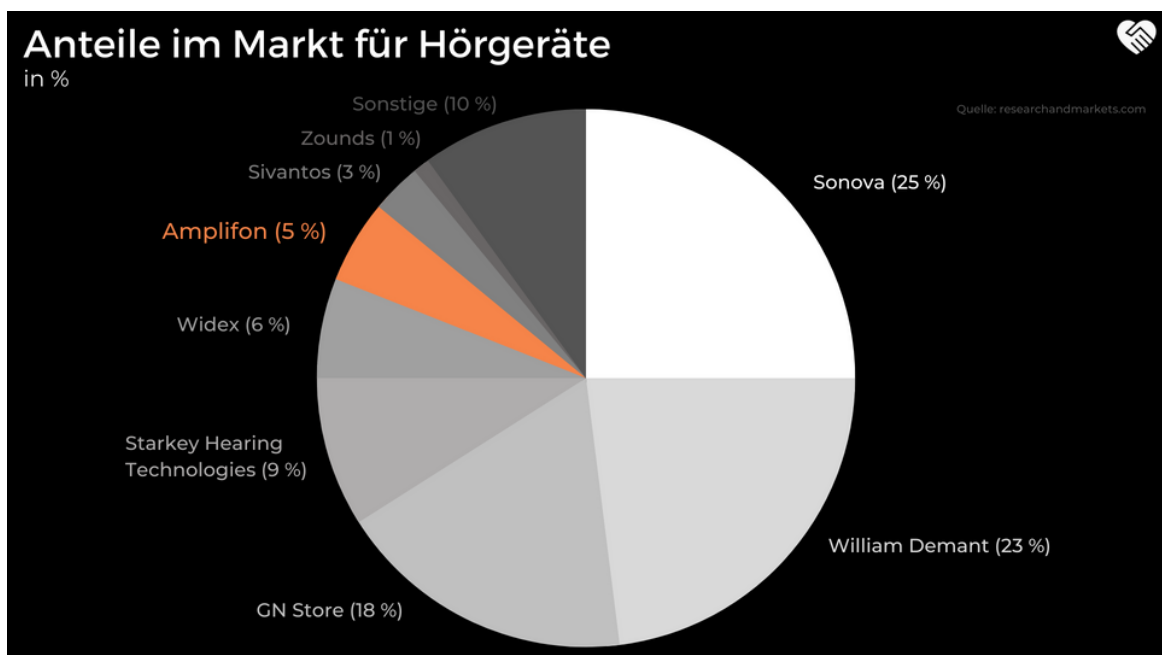


Abb. 18: Anteile im Markt für Hörgeräte

Bewertung der Kundenberatung

Als entscheidenden Punkt in der Branche sehen wir die Kundenberatung. Anders als in vielen weiteren Industrien ist hier das Eingehen auf individuelle Bedürfnisse sowie Anforderungen wichtig und absolut notwendig, weshalb ein solches Meinungsbild Aufschluss darüber geben kann, wie sehr es den jeweiligen Unternehmen gelingt, entsprechend auf diese einzugehen. Im Jahr 2022 gab es hierzu in Deutschland eine Umfrage, die zwar als solche nur regional und damit sehr eingeschränkt als entsprechender Konkurrenzvergleich dient, jedoch gut aufzeigen kann, wie Amplifon die Aspekte umsetzen kann.

Nach der Bewertung von deutschen Konsumenten landet Amplifon hierbei im Vergleich zu anderen Unternehmen auf dem ersten Platz und kann die beste Bewertung der Kundenberatung vorweisen. Hierfür kann es unterschiedliche Gründe geben, die allesamt mit der Orientierung und Auslegung der Strategie des Konzerns zusammenhängen. So ist Amplifon allgemein für die nötige und weitläufig führende Fachkompetenz im Sektor bekannt, die dann im Umkehrschluss für eine entsprechend gute Beratung sorgt. Aber auch die technologische Ausrichtung ist ein entscheidender Punkt, bei der man stets auf neueste Technologien setzen kann, um so den Kunden das passende Produkt anbieten zu können.

Mit GEERS taucht ein Konkurrent auf, den wir vorhin bereits beim Gegenüberstellen der Marktanteile gesehen haben, zumindest indirekt. Denn das erwähnte Unternehmen gehört zu Sonova, dem marktführenden Konzern im vorherigen Vergleich. Amplifon kann hierbei nicht nur mithalten, sondern sogar ein noch besseres Ergebnis

vorweisen, was für uns klar für die Stärke von Amplifon spricht.

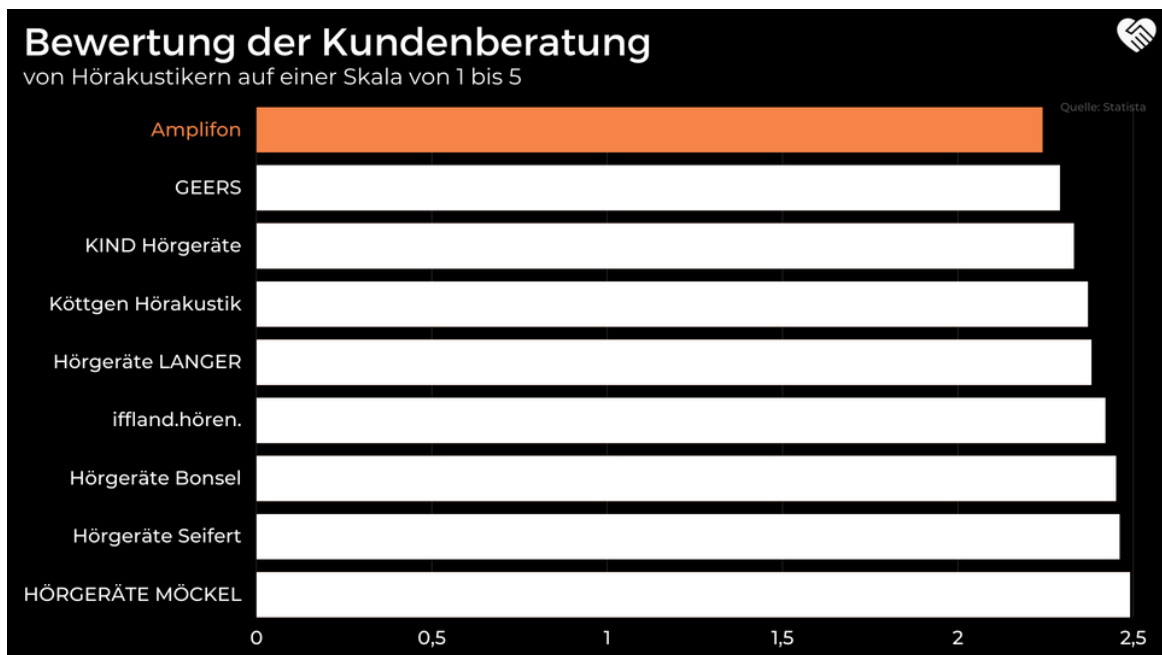


Abb. 19: Bewertung der Kundenberatung von Hörakustikern

Filialen in Deutschland

Um das Bild des Konkurrenzvergleiches zu vervollständigen, wollen wir abschließend die Präsenz von Amplifon analysieren. Auch hier ist der geografische Fokus auf Deutschland gerichtet, insgesamt ist dieses Land, gemessen an den Filialen in den entsprechenden Ländern, das dritt wichtigste für den Konzern. Vergleicht man nun die Anzahl der Filialen in Deutschland an sich, landet man im Vergleich zur Konkurrenz auf dem dritten Platz und liegt hinter Unternehmen wie Sonova oder KIND. Sonova tauchte bereits im Vergleich der Marktanteile auf und macht durch diese Werte seine marktführende Stellung deutlich.

Aber auch Amplifon muss sich mit 571 Filialen innerhalb Deutschlands keinesfalls verstecken. Wie bei der vorherigen Grafik auch, ist ein solcher Vergleich immer nur im Gesamtbild interpretierbar und ein Stück weit mit Vorsicht zu genießen. Kombiniert mit dem angesprochenen Thema der Kundenzufriedenheit in der Beratung sehen wir Amplifon in einer marktführenden Position, zumindest in Deutschland. Allgemein wurde bereits aus dem regionalen Vergleich der Umsätze deutlich, dass der Fokus eher auf den europäischen Raum gerichtet ist.

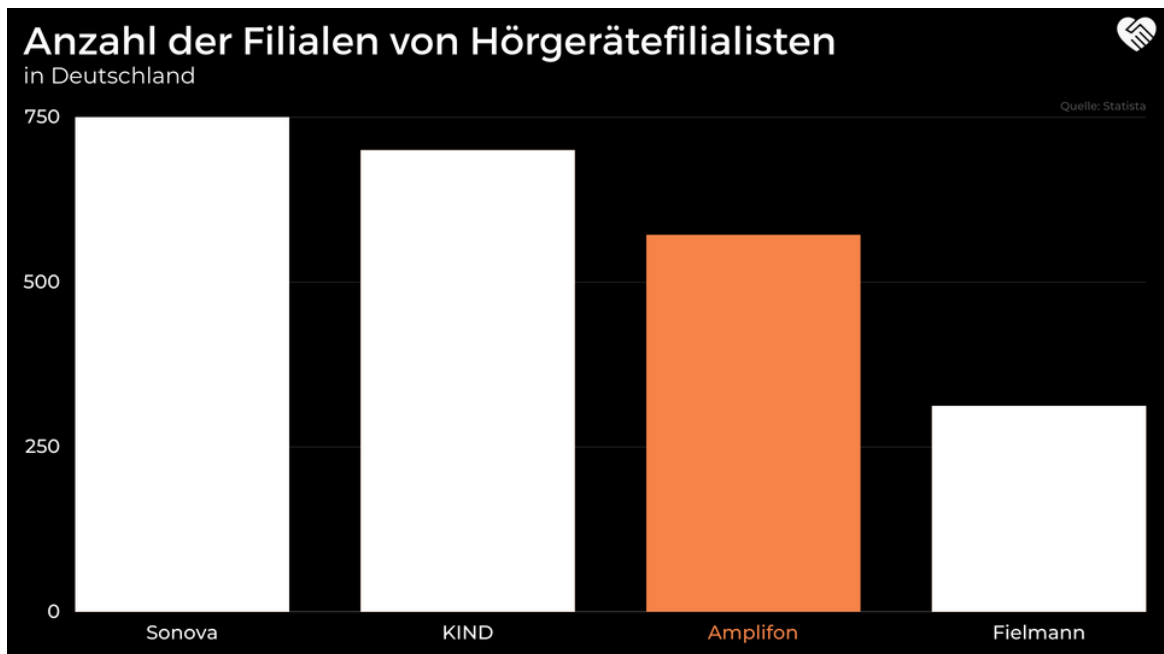


Abb. 20: Anzahl der Filialen von Hörgerätefilialisten in Deutschland

ÜBERBLICK ÜBER DIE KONKURRENZ

Kennzahlen

In folgender Tabelle vergleichen wir die Konkurrenten von Amplifon anhand der Kennzahlen.

Unternehmen	Amplifon	Demant	GN Store Nord	Sonova
WKN/ISIN	A0JMJX/IT0004056880	A2AKB9/DK0060738599	854734/DK0010272632	893484/CH0012549785
Mitarbeiter	13.195	20.570	7.891	16.733
Marktkapitalisierung	7,40 Mrd. EUR	61,70 Mrd. DKK	19,86 Mrd. DKK	17,03 Mrd. CHF
Umsatz	2,12 Mrd. EUR	19,71 Mrd. DKK	18,69 Mrd. DKK	3,61 Mrd. CHF
Umsatzwachstum (letzten 5 Jahre)	11,68 % p. a.	9,04 % p. a.	15,21 % p. a.	6,19 % p. a.
Umsatzwachstum (nächsten 3 Jahre)	7,30 % p. a.	6,60 % p. a.	5,63 % p. a.	7,83 % p. a.
EBIT Marge	13,15 %	16,28 %	5,95 %	21,39 %
KUV	3,49	3,13	1,06	4,72
KGV	41,47	29,63	38,86	26,36
Dividendenrendite	0,89 %	1,12 %	1,00 %	1,58 %
Ausschüttungsquote	36,45 %	29,82 %	38,75 %	42,23 %
Nettoverschuldung	829,99 Mio. EUR	12,71 Mrd. DKK	14,56 Mrd. DKK	1,50 Mrd. CHF
Renditeerwartung für die nächsten drei Geschäftsjahre*	14,40 % p. a.	21,90 % p. a.	48,80 % p. a.	18,00 % p. a.

*Die Renditeerwartung entstammt der „Fairer Wert“-Funktion von Aktienfinder.net. Für die Ermittlung haben wir das durchschnittliche KGV der letzten fünf Jahre verwendet und in Kombination mit den erwarteten bereinigten Gewinnen bis zum Ende der nächsten drei Geschäftsjahre fortgeschrieben.

Entwicklung des fairen Werts

Der faire Wert, basierend auf dem bereinigten Gewinn, entwickelt sich bei Amplifon nicht konstant, sondern eher in Zyklen. Aktuell notiert die Aktie unterhalb des Fair Values, was eher ungewöhnlich für die Aktie ist.

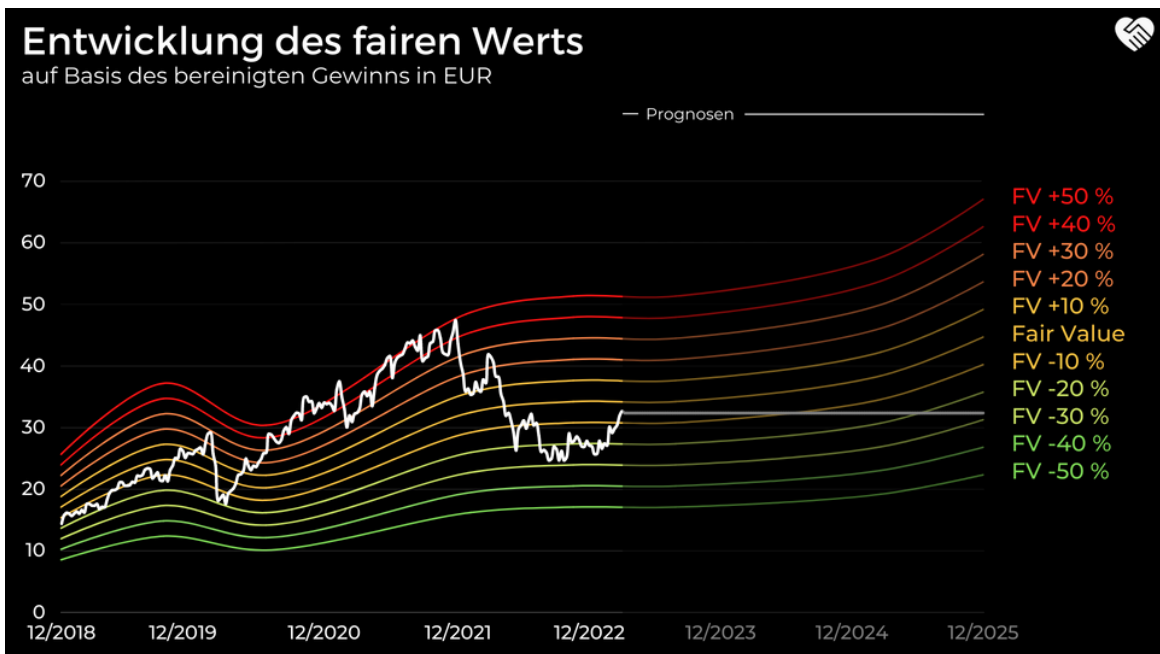


Abb. 21: Entwicklung des fairen Werts auf Basis des bereinigten Gewinns

Performance seit 10 Jahren

Im Verlauf der letzten 10 Jahre hat Amplifon diverse Konkurrenten (Demant, GN Store Nord und Sonova) mit weitem Abstand outperformt. Betrachtet man nur die letzten 5 Jahre, dann konnte sich der Konzern aus der Schweiz, Sonova, der erzielten Rendite von Amplifon annähern.

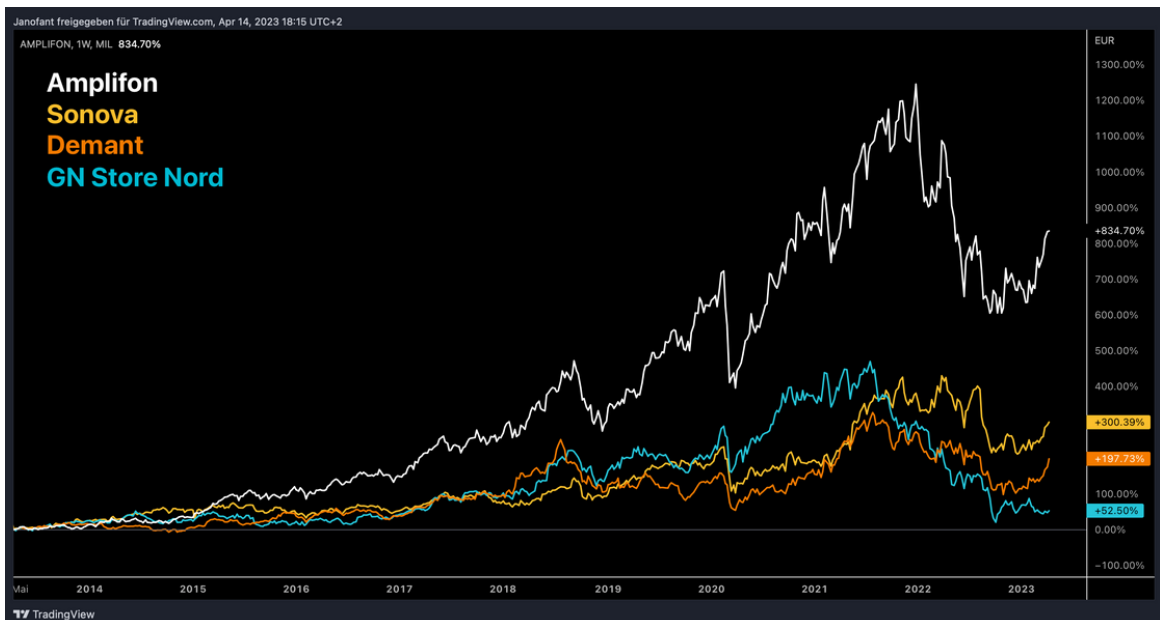


Abb. 22: Performance von Amplifon und Konkurrenten inkl. reinvestierter Dividende (in EUR)

4. Chancen und Risiken

CHANCEN

Demografischer Wandel (1)

Unsere erste Chance ist der demografische Wandel, der sich positiv auf Amplifon und die gesamte Branche der Hörgeräte auswirken wird. Im Allgemeinen beschreibt der demografische Wandel die Veränderung der Zusammensetzung der Bevölkerung. In den kommenden Dekaden wird mit einer stark alternden Bevölkerung gerechnet, die zwar auch viele Probleme nach sich zieht, in diesem Falle jedoch positive Auswirkungen auf das Geschäft von Amplifon haben wird. Um diese Chance in den richtigen Kontext setzen zu können, ist es wichtig, die Kundenstruktur bzw. die Struktur der Träger von Hörgeräten zu kennen. Denn vorrangig im fortgeschrittenen Alter verlieren die Personen ihre Hörfähigkeit und sind auf Hilfen angewiesen, um im Alltag bestehen zu können.

Als Folge einer immer älter werdenden Bevölkerung wird also hervorgehen, dass Amplifon weitaus mehr potenzielle Kunden besitzen wird, die am Ende auf Lösungen von Hörgeräteherstellern angewiesen sein werden. Selbstverständlich ist eine Prognose, wie viele der zukünftigen Personen wirklich auf Produkte des Konzerns zurückgreifen, sehr schwer und fast unmöglich zu treffen. Wir sehen das italienische Unternehmen hingegen in einer gut positionierten Lage, um von dem Nachfrageanstieg zu profitieren.

Bis 2050 erwartet man einen durchschnittlichen Anstieg von 1,64 % pro Jahr, ausgehend von 2019. Dieser Wert mag nicht hoch erscheinen, gerade wenn man die Wachstumsrate ohne wirklichen Kontext betrachtet. Was hier jedoch wichtig zu verstehen ist, ist die Tatsache, dass die Anzahl der hörgeschädigten Personen von 430,00 Mio. auf 711,00 Mio. Menschen weltweit steigen soll. Ein Anstieg, der in der Gesundheitsentwicklung durchaus als hoch betrachtet werden kann.

Neben den angesprochenen zukünftigen Patienten bzw. Kunden gibt es ebenfalls jetzt noch viele unbehandelte Hörgeschädigte, die sich aus verschiedenen Gründen kein Hörgerät anschaffen. Ein wichtiger Aspekt ist hierbei das Finanzielle, da durchaus in vielen Fällen der Kauf nicht bezuschusst wird. Andere wollen schlicht und ergreifend kein Hörgerät tragen und gelten daher als unbehandelte Hörgeschädigte. Gerade den ästhetischen Aspekt kann man in Zukunft gut beheben, indem die Hörgeräte wesentlich unauffälliger werden und man einer

Person das Tragen nicht ansieht. Klar ist jedoch, dass hier ebenfalls viele, nicht freigesetzte Einnahmequellen für die Unternehmen liegen, die gerade mit den in Zukunft erwarteten Fortschritten manche überzeugen könnten.

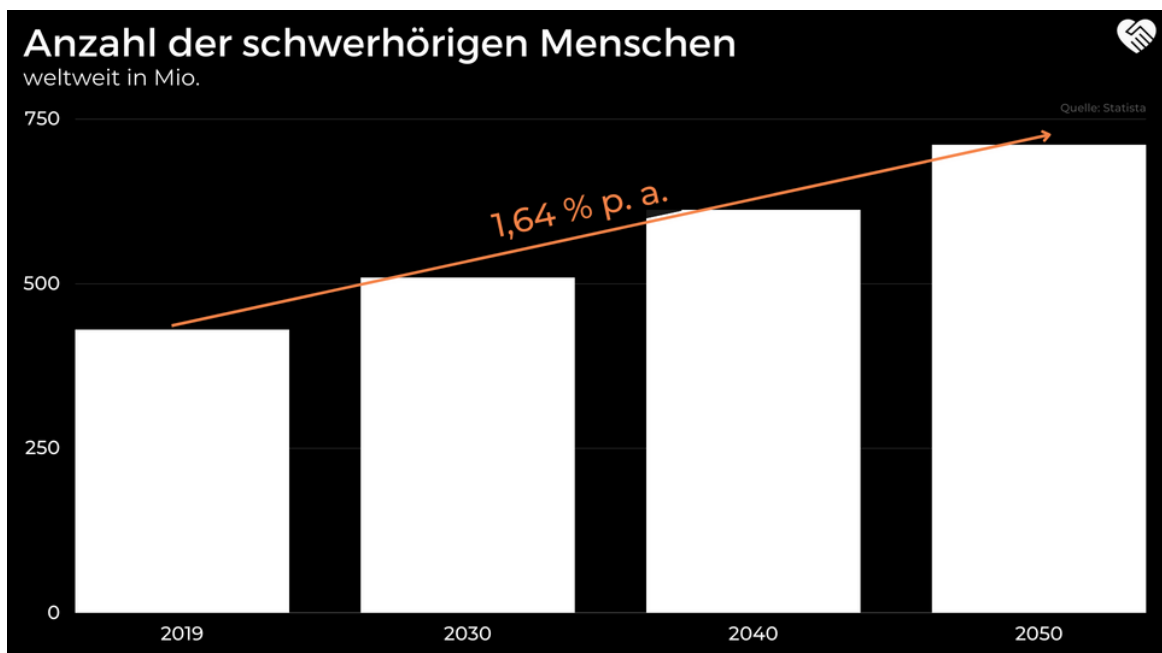


Abb. 23: Anzahl der schwerhörigen Menschen

Weitere positive Faktoren (2)

Bei der zweiten Chance wollen wir mehrere Aspekte aufgreifen, die sich unserer Meinung nach positiv auf das Geschäft von Amplifon auswirken. Der erste und hierbei einer der wichtigsten Punkte ist die Möglichkeit des Durchsetzens vom Onlinehandel innerhalb der Branche. In vielen anderen Industrien erhöht sich insbesondere der Preisdruck dann, wenn der Onlinehandel beginnt an Fahrt aufzunehmen, ebenso verschiebt sich oft die Konkurrenzsituation. Im Bereich der Hörgeräte ist ein Durchsetzen des E-Commerce- Geschäfts aus unserer Sicht hingegen nicht wirklich in einer konkurrenzfähigen Möglichkeit umzusetzen, sondern vielmehr ein Punkt, der hier keine ausschlaggebende Rolle spielen soll.

Für viele stellt dies vielleicht eher einen negativen Punkt dar, wenn man bedenkt, welche Wachstumsraten innerhalb dieses Geschäfts möglich sind und was der Onlinehandel alles für positive Seiten mit sich bringt. Im Bereich der Hörgeräte-Branche sehen wir dies hingegen gerade mit Blick auf Amplifon als einen sehr entscheidenden Vorteil für die Zukunft. Denn was man oft infolge dieser Verschiebung sieht, ist, dass sich die gesamte Konkurrenzsituation neu formieren kann, insbesondere dann, wenn Konzerne wie Amazon o. Ä.

Vergleichsprodukte auf den Markt bringen. Im Bereich der Hörgeräte haben wir es hier jedoch mit einem solch individuellen und komplexen Markt zu tun, bei dem dieser Schritt nicht wirklich umzusetzen ist, einfach weil schon die Hörhilfen auf den jeweiligen Kunden präzise angepasst werden müssen. All dies ist nicht im Rahmen eines E-Commerce-Geschäfts möglich und stärkt aus unserer Sicht ein Stück weit die Marktposition von Amplifon.

Neben dem angesprochenen Stellenwert des Onlinehandels aus unserer Sicht, bietet ebenso ein Integrieren künstlicher Intelligenz in die eigenen Produkte durchaus eine Chance. Hierbei werden die Geräte in der Lage sein, Geräusche zu erkennen und einordnen zu können und je nachdem, die wahrgenommenen Umwelteinflüsse zu verstärken oder automatisch auszublenden. Der Kunde kann bei diesem Schritt noch viele weitere Einstellungen treffen, die ihm das Hören weiter personalisieren. Dies ist natürlich nur eines von vielen Anwendungsbeispielen der Zukunft, könnte als positiven Effekt aber das Tragen eines Hörgerätes mehr oder weniger ansprechender gestalten und gerade Personen, die sich bewusst gegen ein solches Gerät entschieden haben, überzeugen.

In dem aktuellen Umfeld wird auch Amplifon weiterhin deutlich gefordert werden und muss die eigene Qualität stets auf einem sehr hohen Level halten können. Gerade in naher Zukunft werden für die Branche verhältnismäßig viele Änderungen und Verschiebungen erwartet, denen auch der italienische Konzern ausgesetzt ist.

RISIKEN

Abhängigkeiten (1)

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel-hoch

Auswirkungen: niedrig-mittel

Das erste Risiko stellen verschiedene Abhängigkeiten dar, die auch auf Amplifon Auswirkungen haben. Erst einmal ist es in der Gesundheitsbranche so, dass Vertrauen von Kunden bzw. Patienten in den Hersteller unerlässlich ist. Dieser Punkt mag auf andere Bereiche der Gesundheitsversorgung vermeintlich höhere Auswirkungen haben und noch entscheidender sein, hat aber ebenso Einfluss auf Amplifon und weitere Hersteller von Hörgeräten. Gerade weil das Hören zu einer der wichtigsten Sinne gehört, ist es sehr wichtig, diesen Punkt zu wahren und sich dieser Verantwortung bewusst zu sein.

Ein ebenfalls äußerst wichtiges Element für die Unternehmen sind erfolgreiche Marketingkampagnen der Konzerne. Klar, auch dieser Punkt ist für fast alle Branchen wichtig, aus unserer Sicht gibt es in dieser Hinsicht jedoch einige entscheidende Unterschiede und Eigenschaften. Die Hersteller und Verkäufer der Hörgeräte kämpfen auch heute gegen eine Stigmatisierung an. So sehen viele die Hilfen als unangenehm oder altmodisch, was insbesondere auf die eigentlich betroffenen Personen zutrifft. Das Image der Hörgeräte an sich ist also, einfach ausgedrückt, nicht vorteilhaft. Darüber hinaus ist ein weiteres, echt erschwerendes Problem das richtige Identifizieren der Zielgruppe und das entsprechende Vorgehen hierbei. Denn einige Menschen, die eigentlich auf Hörgeräte angewiesen sind, nehmen die Notwendigkeit nicht wahr und sind daher nicht aktiv auf der Suche nach einer Lösung. Hier gestaltet sich dann der Aufbau der Werbekampagnen schwieriger, um das Bewusstsein zu stärken und genau die Zielgruppe zu erreichen. Man sieht also, dass der gesamte Sektor einschließlich Amplifon Probleme damit hat, Werbekampagnen für das aufgewendete Budget effizient zu gestalten.

Weiterhin werden auch die Fähigkeiten von Amplifon, mit der Schnelllebigkeit der Branche mitzugehen und entsprechende Technologien zu entdecken, zu entwickeln und einzubinden, auch über die weitere Zukunft von Amplifon entscheiden.

Die Eintrittswahrscheinlichkeit ordnen wir bei mittel-hoch ein. Wir denken nicht, dass sich diese Abhängigkeiten in naher Zukunft auflösen, sondern vielmehr ein weiterer Teil des Geschäfts sein werden. Die Auswirkungen sehen wir hierbei bei niedrig-mittel. Zwar ist bspw. das aufgewendete Budget für das Marketing nicht zu vernachlässigen, befindet sich aber auf keinem exorbitant hohen Niveau. Zudem konnte

man bereits in der Vergangenheit die Innovationsbereitschaft unter Beweis stellen und sich keinesfalls von der Konkurrenz gefährlich abhängig lassen.

Konkurrenzdruck (2)

Eintrittswahrscheinlichkeit: mittel

Auswirkungen: niedrig

Ein weiteres und zweites Risiko sehen wir beim Umfeld, was aus unserer Sicht zum Teil negativ wirkt. Als erstes sind Kundenbedürfnisse schnell überholt und gerade durch den schnellen Wandel innerhalb der Branche verstärkt. Für die Unternehmen bedeutet dies, dass man sich oftmals und regelmäßig mit neuen Verhaltensmustern der Kunden beschäftigen muss und dementsprechend auch die eigenen Produkte und Technologien anzupassen hat. Zu einem Problem wird es natürlich dann, wenn der jeweilige Konzern mit der Geschwindigkeit nicht mithalten kann und mit einer solchen Entwicklung nicht zurechtkommt. Dasselbe gilt an dieser Stelle auch für die Integration von modernen Technologien in die eigenen Prozesse, wo wohl gerade in naher Zukunft nochmal stärkere und schnellere Entwicklungen erwartet werden. Auf Amplifon bezogen, ist das Risiko hierbei, unserer Meinung nach, nicht allzu hoch, die Gefahr besteht jedoch genau so wie bei jedem anderen Konkurrenten.

Über diesen Punkt hinaus ist zwar das Umfeld der Branche an sich ganz gut, Amplifon agiert jedoch in einem sehr stark fragmentierten Markt mit ernstzunehmenden Konkurrenten. In einigen Hinsichten besitzt der italienische Konzern zugegebenermaßen viele Marktanteile und kann durchaus überzeugen, die Stärke der Konkurrenten hatten wir jedoch auch bereits im Burggraben thematisiert. Vor allem in Kombination mit dem anfangs angesprochenen Punkt, der jetzt kommenden Schnelllebigkeit kann dies zum Problem werden, sofern die Konkurrenten ihre Position weiter stärken können.

Die beiden angesprochenen Punkte in nächster Zeit zu ändern, kann schwierig werden. So ist dies vielmehr ein Prozess, den der Konzern dauerhaft durchlaufen und sich hierbei immer wieder neu anpassen muss. Grundsätzlich wollen wir nochmal klarstellen, dass die Marktposition abschließend keinesfalls als schlecht eingeordnet werden darf, sondern eher auf einer Ebene, bei der es noch zu Teilen einiges an Möglichkeiten nach oben gibt, diese auszubauen. Dies erachten wir als wichtig, um noch besser gegen die ausgesprochen vielen und starken Konkurrenten bestehen zu können.

Die Eintrittswahrscheinlichkeit sehen wir bei mittel. Beide

angesprochenen Punkte könnten sich zwar negativ auswirken, gerade die hohe Kundenzufriedenheit im Bereich der Beratung sollte man jedoch ebenfalls nicht vergessen. Amplifon besitzt kein schlechtes Image sowie keine überwiegend schwache Marktposition, sondern sollte sich jederzeit der Stärke der Konkurrenzunternehmen bewusst sein. Dies ist auch ein Grund, weshalb die Auswirkungen nur bei niedrig eingeordnet werden. Für uns war es wichtig, diesen Punkt mit aufzunehmen, weil dieser allen voran in der nächsten Zeit interessant wird und sich die Auswirkungen zeigen könnten. Man sollte also vor allem als Investor die neuesten Technologien bspw. mit denen der Konkurrenz vergleichen, um dieses Risiko neu bewerten zu können.

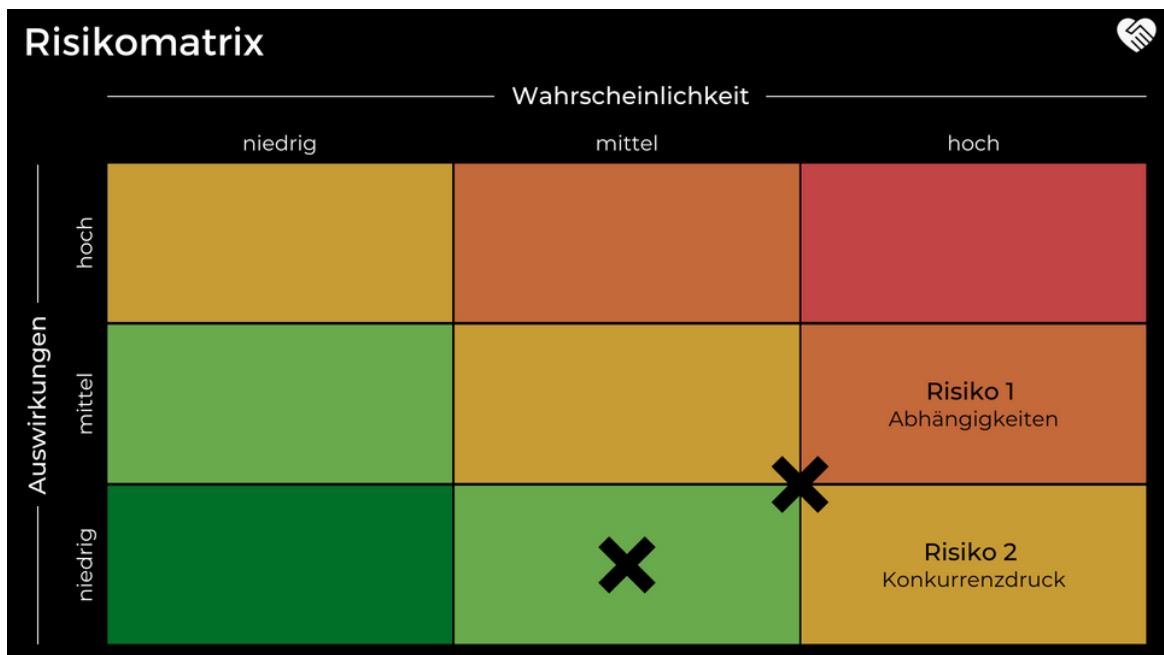


Abb. 24: Risikomatrix

5. Unsere Bewertung

Eigenkapitalkosten

Beginnen wir wie immer bei der Ermittlung der kalkulierten Eigenkapitalkosten:

Unsere Werte für Amplifon sind hier wie folgt:

Risikoloser Basiszins: 3,75 %

Risikoprämie: 6,18 %

Marktrendite: 7,00 %

Beta: 1,90

Diese ergeben insgesamt Eigenkapitalkosten von 9,93 %, welche wir, durch das erwartete Wachstum, aufgrund der aktuellen Marktlage durchaus für gerechtfertigt halten.

Bilanzanalyse

Die gesamte, von Amplifon ausgewiesene, Bilanzsumme beträgt für das Geschäftsjahr 2022 etwa 3,58 Mrd. EUR und hat sich damit um ca. 60,17 Mio. EUR verlängert. In der folgenden Tabelle wollen wir detaillierter auf die Struktur der Bilanz eingehen.

Entwicklung des Umlaufvermögens

Die Zahlungsmittelbestände sind um etwa 88,89 Mio. EUR auf ca. 179,65 Mrd. EUR gesunken. Die noch ausstehenden Zahlungen dagegen sind um knapp 4,44 Mio. EUR auf ca. 264,68 Mio. EUR erhöht worden. Zusätzlich ist auch das Inventar um ca. 13,69 Mio. EUR auf fast 76,26 Mio. EUR gewachsen. Zusammenfassend ist das Umlaufvermögen mit seinen übrigen Posten damit um etwa 53,69 Mio. EUR auf ca. 592,85 Mio. EUR gesunken.

Entwicklung des Anlagevermögens

Der Goodwill sticht hier, mit einer Höhe von ca. 1,75 Mrd. EUR und einem Wachstum um etwa 72,56 Mio. EUR, sehr hervor. Die immateriellen Assets belaufen sich, nach einer Steigerung um etwa 5,57 Mio. EUR, auf ca. 420,10 Mio. EUR. Auch der Posten Grundstücke, Gebäude und Equipment ist um 6,57 Mio. EUR gewachsen und beträgt nun ca. 193,42 Mio. EUR. Das gesamte Anlagevermögen konnte um ca. 113,86 Mio. EUR auf knapp 2,98 Mrd. EUR wachsen.

Eigen- bzw. Fremdkapitalquote und Verhältnis der kurzfristigen und langfristigen Schulden

Von Amplifon wird eine Fremdkapitalquote von ca. 70,90 %

ausgewiesen. Das Eigenkapital hat sich hier um etwa 113,07 Mio. EUR auf ca. 1,04 Mrd. EUR erhöht. Gleichzeitig ist das Fremdkapital um ca. 52,90 Mio. EUR auf etwa 2,54 Mrd. EUR gesunken. Dieses verteilt sich auf etwa 1,06 Mrd. EUR kurz- und ca. 1,50 Mrd. EUR langfristige Verbindlichkeiten. Die langfristigen Verbindlichkeiten sind im Jahresvergleich um etwa 222,88 Mio. EUR gesunken, während die kurzfristigen Verbindlichkeiten um ca. 169,99 Mio. EUR gestiegen sind.

Schulden im Verhältnis zu kurzfristigen Zahlungsmitteln und kurzfristigen Investitionen

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind bei Amplifon zum Stand des Jahresabschlusses von 2022 etwa 876,62 Mio. EUR größer als die Zahlungsmittelbestände. Zusammen mit den noch ausstehenden Zahlungen kann diese Differenz zwar auf etwa 611,95 Mio. EUR reduziert, aber bei weitem nicht ausgeglichen werden und selbst das gesamte Umlaufvermögen bekommt dieses Defizit nicht ausgeglichen. Die kurzfristigen Investitionen von Amplifon lagen 2022 bei etwa 193,78 Mio. EUR und betragen damit das etwa 0,93-fache der Zahlungsmittelbestände.

Schulden im Verhältnis zum EBIT des letzten Geschäftsjahres

Das EBIT von Amplifon betrug 2022 etwa 275,70 Mio. EUR. Die kurzfristigen Schulden belaufen sich damit auf das ca. 3,83-fache dessen. Die gesamten Verpflichtungen im Verhältnis zum EBIT weisen dagegen einen Faktor von 9,20 auf.

Fazit

Die Bilanz von Amplifon macht einen eher mittelmäßigen Eindruck. Der Goodwill ist extrem groß und nimmt etwa die Hälfte der gesamten Bilanz ein. Zusätzlich übersteigen die kurzfristigen Verbindlichkeiten nicht nur deutlich die Zahlungsmittel, sondern auch das gesamte Umlaufvermögen. Das Sinken der Fremdkapitalquote und das Ansteigen des Eigenkapitals sind dagegen positiv anzumerken.

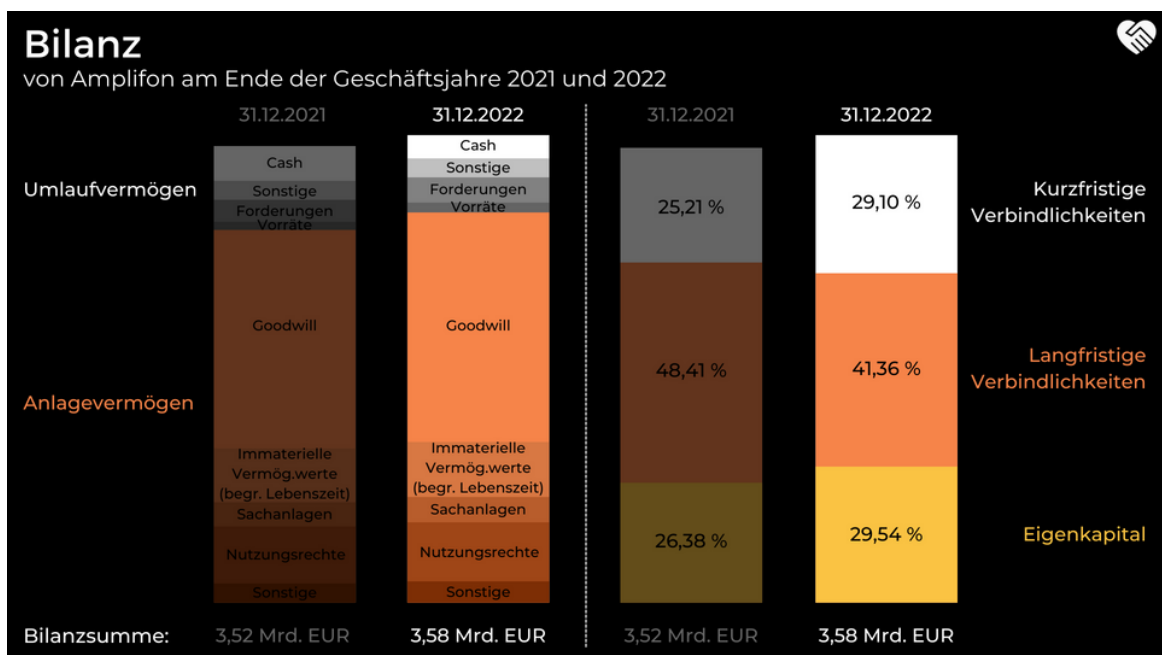


Abb. 25: Bilanz

Bewertungsszenarien und -modelle

Optimistisches Szenario

Für die Jahre 2023 bis 2026 rechnen wir mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von ca. 8,06 % p. a. Im Weiteren soll sich dieses noch einmal im Jahr 2027 auf 10,00 % erhöhen und anschließend langsam abflachen, sodass im Jahr 2032 5,00 % und in der ewigen Rente (2033ff.) 2,00 % erreicht werden.

Bezüglich der Margen nehmen wir an, dass diese sich, von den 13,01 % aus dem Geschäftsjahr 2022, auf bis zu 20,00 % in der ewigen Rente (2033ff.) erhöhen.

Für Amplifon kalkulieren wir ohne Aktienrückkäufen und einer Ausschüttungsquote von ca. 40,00 %.

Der dann ermittelte faire Wert beläuft sich auf 23,08 EUR und gibt damit eine Überbewertung von etwa 42,00 % an.

Mit einem KGVe von 28 in 2032 kommen wir dann auf eine Renditeerwartung von 9,33 % p. a.

Pessimistisches Szenario

Das pessimistische Szenario gestalten wir bis 2026 exakt gleich wie das optimistische. Anschließend gehen wir davon aus, dass das Umsatzwachstum 2027 nur 7,00 % beträgt. Für 2032 soll dieses dann noch 2,00 % sowie in der ewigen Rente (2032ff.) 1,50 % betragen.

Für die Margen nehmen wir an, dass diese, ähnlich zum optimistischen Szenario, weiter auf bis zu 17,00 % in der ewigen Rente (2033ff.) ansteigen.

Zum aktuellen Zeitpunkt kommen wir damit nur noch auf einen fairen Wert von 16,92 EUR und eine Überbewertung von ca. 93,00 %.

Mit einem Gewinnmultiple von 18 kommen wir dann auf eine Rendite von 0,99 % p. a.

Auch hier rechnen wir ohne Aktienrückkäufe und mit einer Ausschüttungsquote von etwa 35,00 %.

DCF-Modell

Bei der DCF-Berechnung berechnen wir einen WACC von 8,74 % und verwenden einen Wachstumsabschlag von 2,00 %.

Für den Zeitraum 2023 bis 2026 verwenden wir hier die Umsätze der beiden DNP-Szenarien und anschließend Durchschnittswerte dieser.

Wir rechnen damit, dass die Free Cashflow Marge von den für 2023 erwarteten 12,00 % auf bis zu 17,00 % im Jahr 2028 ansteigt.

Damit kommen wir auf einen fairen Wert von 24,78 EUR und eine Überbewertung von etwa 31,97 %.

Das Modell findest du [hier](#).

Unsere Einschätzung

Amplifon macht im Gesamten einen gemischten Eindruck. Die Bilanz weißt einige Punkte auf, die sie anfälliger macht und auch unsere Modelle implizieren keine günstige Bewertung.

Um nach unseren Annahmen mit dem DNP-Modell eine etwa faire Bewertung zu erreichen, müsste im Schnitt ein Umsatzwachstum von nur 13,50 % erreicht werden. Das dann benötigte KGV, um eine Renditeerwartung von ca. 10,00 % zu erreichen, würde bei 20 liegen.

Die erwartete Rendite liegt hier bei etwa 8,00 % p. a.

Die Investmentampel stellen wir auf Gelb, da die Bilanz die oben angesprochenen Schwachstellen aufweist und die zu erwartende Rendite dieses Risiko nicht ausgleicht.

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

Unsere Bewertung

zum aktuellen Kurs: 32,70 EUR



Eigenkapitalkosten:

Beta-Faktor:	1,90	}	→	Gesamt:	9,93 %
Marktrendite:	7,00 %				
Risikoprämie:	6,18 %				
Risikoloser Basiszins:	3,75 %				

Bewertungsmodelle und -szenarien:

Optimistisches Szenario

Fairer Wert: 23,08 EUR → Überbewertung: 41,68 %

Pessimistisches Szenario

Fairer Wert: 16,92 EUR → Überbewertung: 93,26 %

DCF-Modell

Fairer Wert: 24,78 EUR → Überbewertung: 31,96 %

Abb. 26: Bewertungsszenarien für Amplifon

6. Technische Ansicht

CHARTTECHNISCHE TRENDEINORDNUNG

Übersicht

Trendeinordnung für Amplifon		Trend	Trendbestätigung	Trendbruch
langfristig (Monats-Chart)	↑	47,59 EUR	14,83 EUR	
mittelfristig (Wochen-Chart)	↑	in Trendbewegung	25,02 EUR	
kurzfristig (Tages-Chart)	↑	in Trendbewegung	28,40 EUR	

Abb. 27: Trendeinordnung für Amplifon

Langfristig

Amplifon weist einen stabilen langfristigen Aufwärtstrend auf, welcher auch in der aktuellen Korrektur nicht gefährdet ist. Dennoch fällt direkt auf, dass die Volatilität der Aktie in den letzten Jahren etwas zugenommen hat.

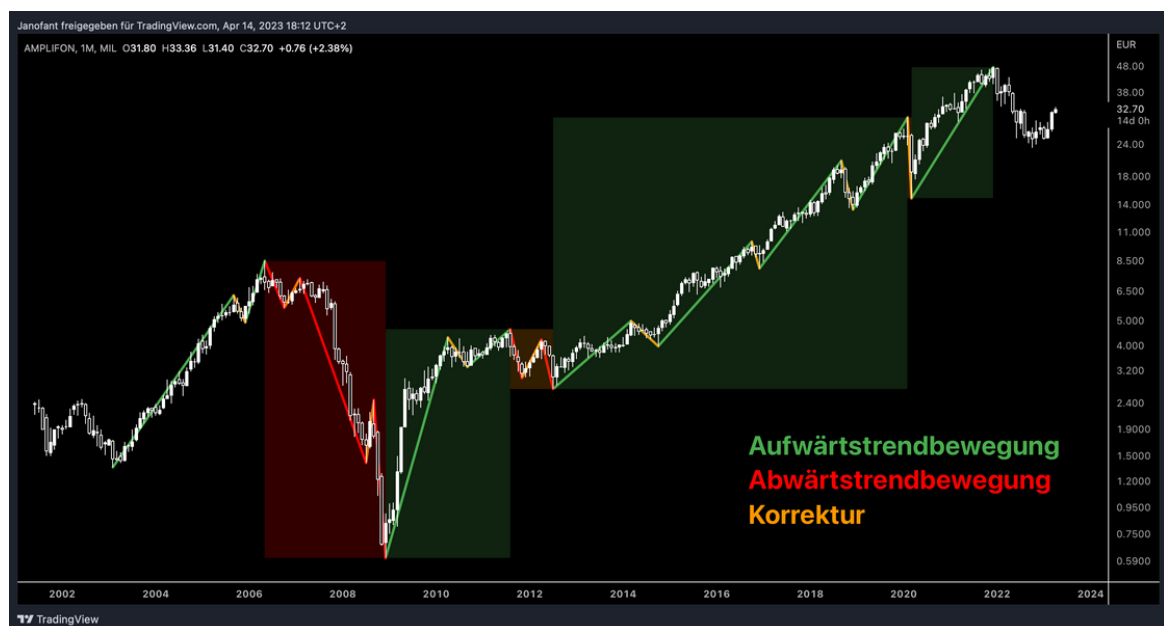


Abb. 28: Monats-Chart von Amplifon

Mittelfristig

Das mittelfristige Chartbild zeigt einen ausgeprägten Boden mit einer gelungenen Trendumkehr. Inzwischen ist ein neuer Aufwärtstrend aktiv, welcher vor allem mit einer starken Dynamik bei den Aufwärtsbewegungen überzeugen kann.



Abb. 29: Wochen-Chart von Amplifon

Kurzfristig

Im Tages-Chart ist die angesprochene Aufwärtsdynamik noch einmal besser erkennbar. Der kurzfristige Trend ist aufwärtsgerichtet und befindet sich nun in einer kleinen Korrektur, die inzwischen mehr als überfällig war.



Abb. 30: Tages-Chart von Amplifon

Aussicht

Amplifon hat sich nachhaltig in der wichtigsten Unterstützungszone stabilisiert und von dort aus die mittelfristige Trendumkehr eingeleitet. Dieses Niveau dient nun als Pufferzone: Sollte der Bereich noch einmal

getestet werden, dann muss dort zwangsläufig eine Stabilisierung erfolgen. Gelingt das nicht, trübt sich die charttechnische Lage erheblich ein und die Ausbildung neuer Verlaufstiefs wird möglich. Auf jeden Fall muss die technische Situation dann neu evaluiert werden.

Auf dem Weg in Richtung der alten Rekordstände liegen einige relevante Widerstandszonen und das erste wichtige Niveau wird aktuell getestet. Eine kurzfristige Korrekturbewegung ist von dieser Zone aus bedenkenlos möglich und wird erst kritisch, wenn die Pufferzone nicht für eine Stabilisierung sorgen kann. Im Optimalfall gelingt eine Stabilisierung bereits im Bereich der 30,00 EUR-Marke. Im Anschluss ist es wichtig, dass der Ausbruch auf neue Verlaufshochs gelingt und die aktuelle Trenddynamik nicht nachlässt.



Abb. 31: Amplifon befindet sich jetzt in einer Widerstandszone.

TECHNISCHES WIR LIEBEN AKTIEN-RATING

Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Amplifon mit 7 von 10 Punkten ein angemessenes Ergebnis. Zwar ist die Punktzahl nicht schlecht, aber das charttechnische Bild der Aktie bietet grundsätzlich das Potenzial für ein besseres Ergebnis. Da die Trenddynamik, aufgrund der Korrektur der letzten Monate, allerdings nachgelassen hat, werden alle Punkt für die Trendstabilität nicht vergeben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der 50-Wochen-EMA den 200-Wochen-MA unterschritten hat.

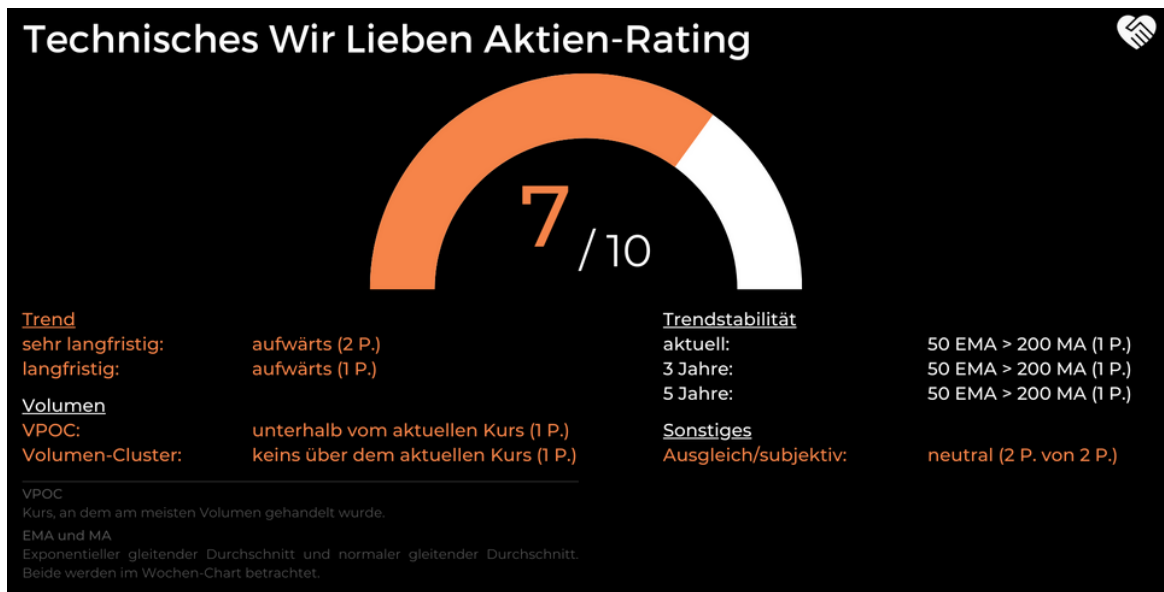


Abb. 32: Im technischen Wir Lieben Aktien-Rating erzielt Amplifon 7 von 10 Punkte.

MARKTSYMMETRIE

Die aktuelle Korrektur hat im Tief ein Ausmaß von über 50,00 % erreicht und ist somit als überdurchschnittlich einzuordnen. Seit dem Beginn des Aufwärtstrends (bzw. dem ersten Tief des Trends) in 2008 kam es vorrangig zu kleineren Abwärtsphasen, welche vor allem aus der zeitlichen Perspektive kürzer andauerten. Daraus folgt, dass die Trendgeschwindigkeit von Amplifon geschwächt wurde.

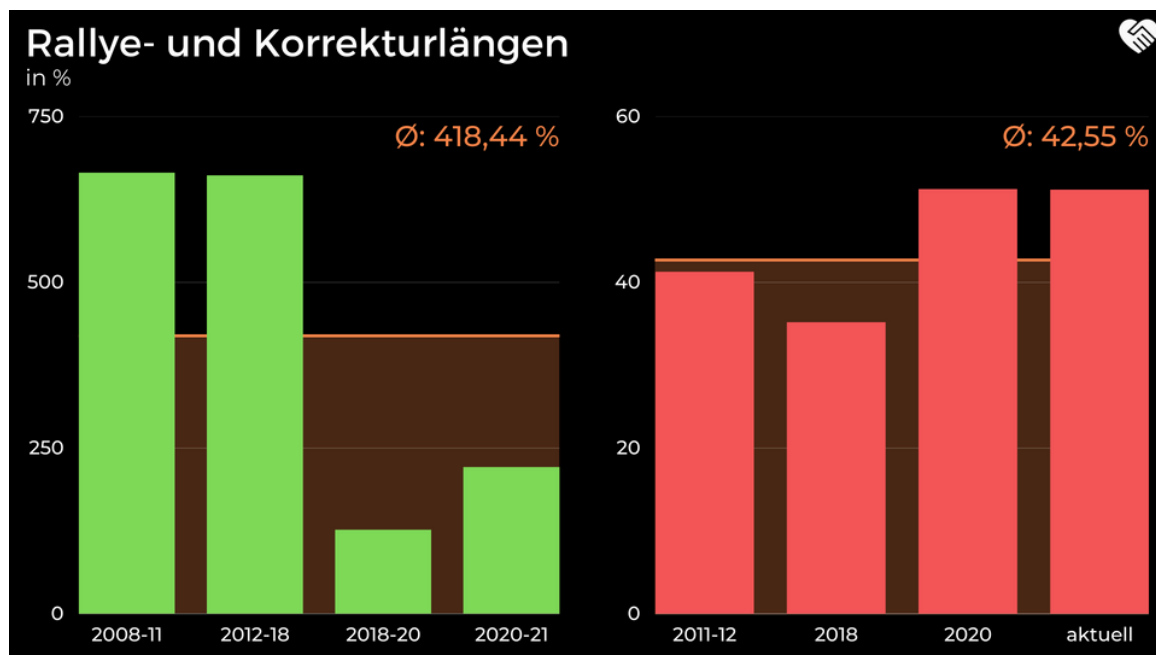


Abb. 33: Rallye- und Korrekturlängen

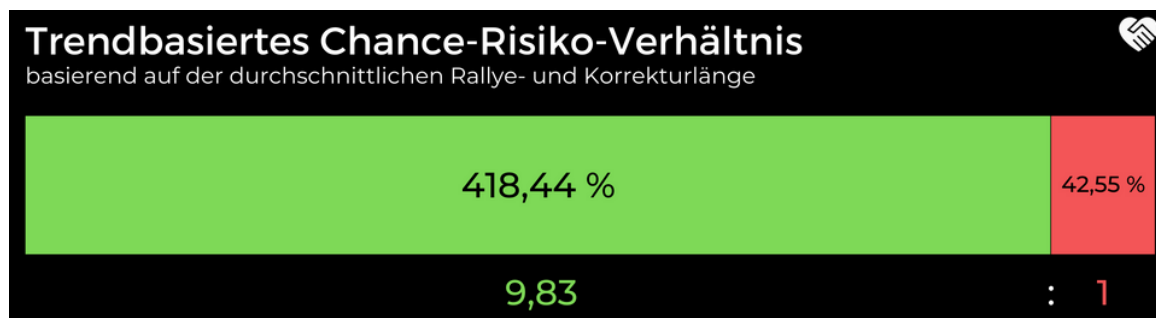


Abb. 34: Trendbasiertes Chance-Risiko-Verhältnis

Bei der Betrachtung der Rainbow-EMAs fällt der Dynamikverlust des langfristigen Aufwärtstrends ebenfalls direkt auf. Die vergangenen Korrekturen endeten in der Regel im Bereich der grünen EMAs und 2020 testete die Aktie das gelbe EMA-Niveau für sehr kurze Zeit. In der aktuellen Abwärtsphase verhält sich Amplifon jedoch anders, denn die Aktie verharrt schon seit vielen Monaten auf dem genannten gelben Niveau und testete im Tief sogar den orangenen Bereich - ein Schwächesignal.



Abb. 35: Korrekturen im Verhältnis zur Trendgeschwindigkeit, dargestellt mit Rainbow-EMAs.

SYSTEMATISCHES RISIKO

Das systematische Risiko von Amplifon ist erheblich geringer als bei den anderen Konkurrenten, welche allesamt ein ähnliches Risiko wie der Gesamtmarkt aufweisen. Nichtsdestotrotz ist jedoch der Wert für die Korrelation mit dem Gesamtmarkt bei Amplifon, Demant, GN Store Nord und Sonova nahezu identisch.

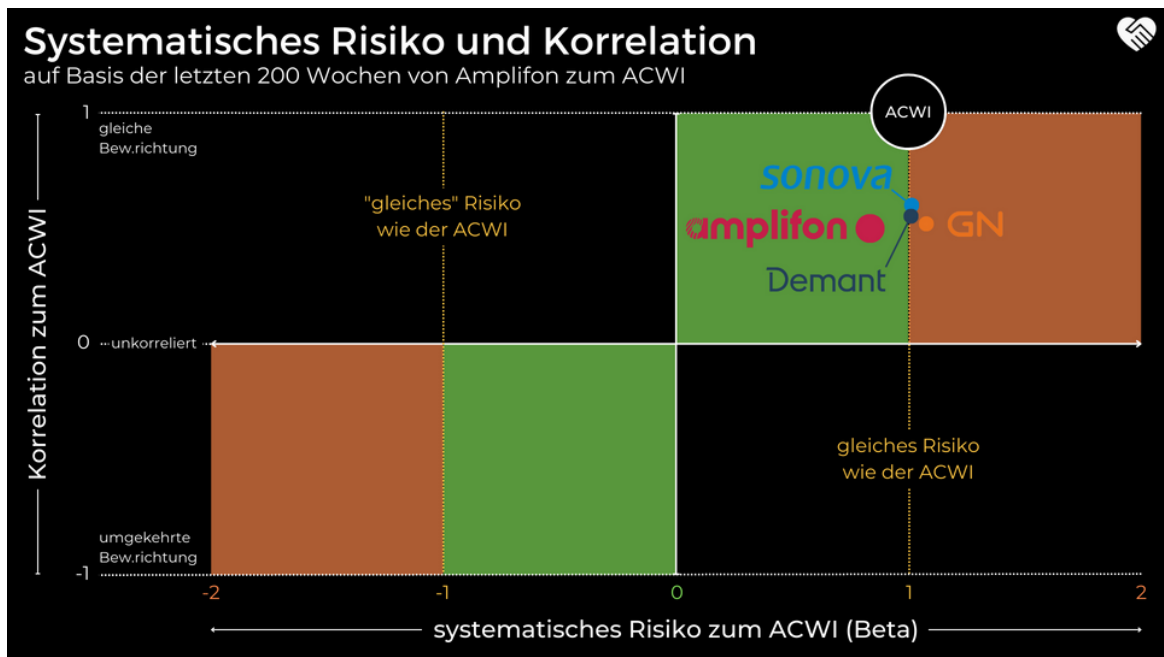


Abb. 36: Systematisches Risiko und Korrelation von Amplifon und Konkurrenten zum ACWI

7. Fazit

ALLGEMEIN

Amplifon ist als weltweit führendes Unternehmen im Bereich der Hörpflege einzuordnen. Mit Wachstumsraten im niedrigen zweistelligen bzw. hohen einstelligen Bereich entwickelten sich die fundamentalen Kennzahlen des italienischen Konzerns zuletzt sehr positiv, was sich auch mit 8 von 10 möglichen Punkten in unserem fundamentalen Wir Lieben Aktien-Rating widerspiegelt.

Doch die Wachstumsstory von Amplifon ist noch lange nicht vorbei: Mit Blick auf die Aussichten des zugrundeliegenden Marktes ist davon auszugehen, dass die Erlöse und Gewinne des italienischen Unternehmens noch für viele Jahre anwachsen werden. Denn bis 2050 wird sich die Anzahl an Menschen über 65 Jahre ungefähr verdoppeln, was die Nachfrage für Hörgeräte voraussichtlich begünstigen wird.

Wie beschrieben, steht die Investmentampel auf Gelb, mit einer Renditeerwartung von 8,00 % p. a.

Amplifon kann einen stabilen langfristigen Aufwärtstrend vorweisen, welcher leicht überdurchschnittlich korrigiert wurde und nun etwas geschwächt ist. Diese Schwäche ist nicht außerordentlich problematisch und darüber hinaus ist eine nachhaltige Stabilisierung und mittelfristige Trendumkehr erfolgt. Die Wahrscheinlichkeit, dass Amplifon das Tief der Korrekturphase schon ausgebildet hat, ist hoch.

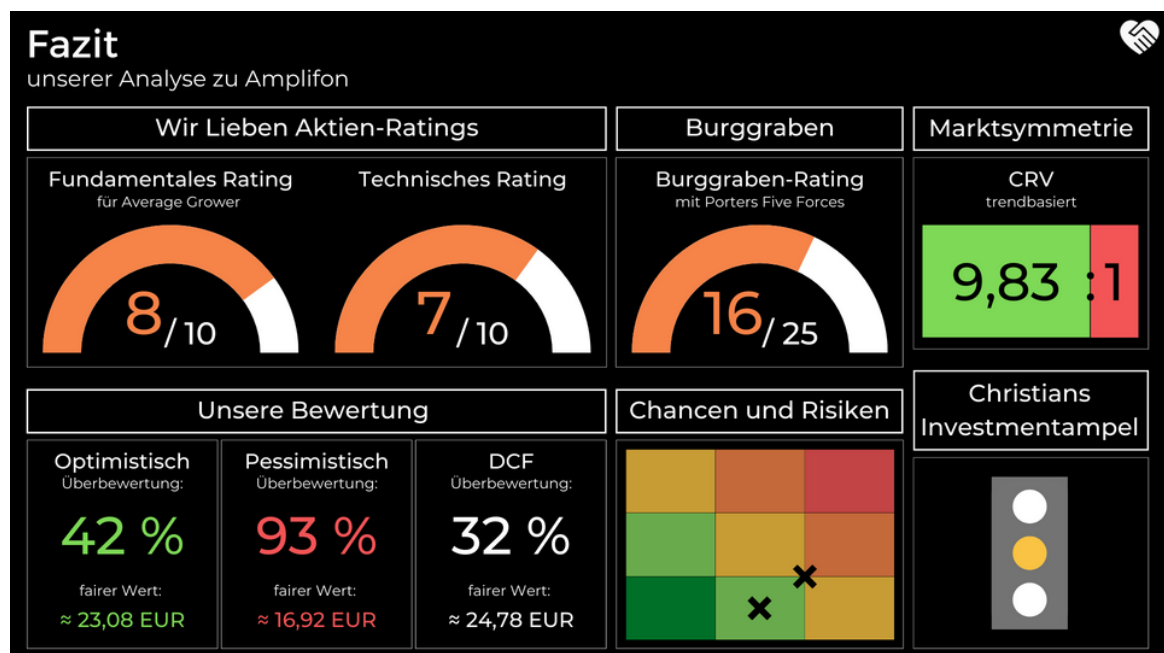


Abb. 37: Fazit unserer Analyse zu Amplifon

FAZIT DER TEAM-MITGLIEDER

Jan

Amplifon gehört für mich zu den interessantesten Unternehmen aus Italien. Die gesamte Branche der Hörgeräte ist zwar eher langweilig, aber der demografische Wandel und die älter werdende Bevölkerung könnte hier zu einem starken Wachstumstreiber werden. Dennoch stört mich die angeschlagene Trenddynamik sowie die geäußerten Kritikpunkte an der Bilanz. Beim Konkurrenzvergleich ist mir zudem Sonova positiv aufgefallen, die auch noch stärker positioniert sind. Somit drängt sich für mich insgesamt kein Investment auf.

Adrian

Amplifon ist für mich ein wahrer Hidden Champion aus Italien, der von einem der wohl spannendsten Trends der Zukunft profitieren kann - dem demografischen Wandel. Aus der technischen Sicht ist die Umkehr bereits gut gelungen und man kann nach Einstiegen suchen. Mich stört allerdings der leichte Verlust der langfristigen Trenddynamik.

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 Lieben Aktien

Analysen erstellt mit Verantwortlichkeit. Mit Liebe zur Börse.
...mehr auf wir-lieben-aktien.de

