

Kurs N: CHF 0.83

Bloomberg: SLOG SE

Börsenkapitalisierung: CHF 207 Mio

Nachhaltiges Anlageuniversum: Nein

Michael Inauen

+41 44 292 31 00

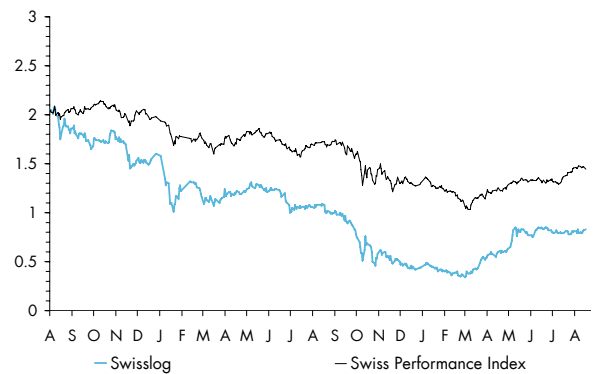
michael.inauen@zkb.ch

ZKB Schuldnerating: –

Telekurs: SLOG

Free Float: 100 %

18. August 2009



### Kennzahlen

in CHF	2008	2009(S)	2010(S)		2008	2009(S)	2010(S)
GpA	0.04	0.07	0.07	KGV	18.5x	12.0x	11.7x
– Wachstum	–40.0 %	54.7 %	2.21 %	EV/EBITDA	4.8x	5.5x	6.0x
Dividendenrendite	0.00 %	2.41 %	2.41 %	EBIT-Marge	4.49 %	4.43 %	4.54 %

Quelle: ZKB

## Gutes Ergebnis im 1. Halbjahr mit bestätigtem Ausblick

### Ergebnis übertrifft die Erwartungen

Der Umsatz lag mit CHF 334 Mio (–5.1 %) über unseren Erwartungen (CHF 314 Mio). Swisslog konnte den wichtigen Auftragseingang ebenfalls steigern auf CHF 366.4 Mio (ZKB-S CHF 361 Mio), was v.a. auf die beiden neuen Aufträge von Hangzhou Cigarette (CHF 22 Mio) und Wärtsilä (EUR 50 Mio) zurückzuführen ist. Stark rückläufig war der Auftragsbestand (–24.1 % auf CHF 493.9 Mio), da insbesondere Grossaufträge abgearbeitet wurden und weniger neue dazukamen. Obwohl wir mit CHF 14.7 Mio eine höhere EBIT-Schätzung als der Konsens hatten, übertraf Swisslog unsere Erwartungen mit einem EBIT von CHF 16 Mio. Der Reingewinn fiel mit CHF 11.9 Mio ebenfalls höher als prognostiziert aus. Dies ist auf den niedrigeren Finanzaufwand und die tiefere Steuerquote zurückzuführen.

### Abschwung bei Warehouse Distribution spürbar

Aufgrund des tieferen Auftragsbestandes per Ende 2008 sank der Umsatz um 9.4 % auf CHF 213.3 Mio. Der EBIT konnte um CHF 2 Mio auf CHF 8.9 Mio (Marge: 4.2 %) erhöht werden. Der Effekt aus den rückläufigen Volumen wurde durch die bessere Marge mehr als kompensiert. Der Hauptteil des Anstiegs stammte aber aus einer verbesserten Projektabwicklung bei Leichtgutprojekten, die im Vorjahr noch Kosten verursacht hatte. Der Effekt betrug CHF 4 Mio. Durch eine Abschreibung auf der Verkaufssoftware wurde der EBIT nochmals um CHF 2 Mio belastet. Das 2. Halbjahr dürfte schwieriger werden, da weitere Grossaufträge (über CHF 20 Mio)

fehlen (Ziel 2009: 3 bis 5 Grossaufträge). Zudem sanken die Umsätze im Customer Support (Retrofit) und der Preisdruck im Neugeschäft dürfte weiter steigen. Wir erwarten für das Gesamtjahr einen Umsatz von CHF 384.7 Mio und einen EBIT von CHF 12.7 Mio.

### Healthcare Solutions stabil

Der HCS-Umsatz konnte um 3.5 % und der EBIT gar um 9.3 % auf CHF 11.7 Mio (Marge: 9.5 %) erhöht werden. Der Hauptteil des Anstiegs (CHF 0.8 Mio) ging jedoch auf den stärkeren USD zurück. Die Marge glitt aber leicht zurück und konnte nur durch den Einfluss des höheren Umsatzes ausgeglichen werden. Der Margenrückgang lässt sich durch grössere Projekte erklären, wo die Margen generell tiefer sind. Wir erwarten für das Gesamtjahr einen Umsatz von CHF 248.7 Mio und einen EBIT von CHF 23.5 Mio.

### Ausblick und Fazit: Leichte Schätzungsanpassung

Abgesehen davon, das Swisslog ein schwierigeres 2. Halbjahr erwartet, wurde der Ausblick nicht verändert (Umsatzrückgang 15–20 %, EBIT-Marge auf Vorjahresniveau). Wir passen unsere Schätzungen lediglich um die höheren Abschreibungen, die tiefere Steuerquote und den tieferen Finanzaufwand an. Entsprechend erwarten wir einen Gewinn pro Aktie von neu CHF 0.07 (vorher 0.06). Wir sehen viel Potenzial für den Bereich HCS, aber momentan fehlen uns die Kurstreiber. Unsere Einstufung bleibt deshalb „Marktgewichten“.

## Finanzzahlen

Swisslog (in CHF Mio)	2006	2007	2008	2009(S)	2010(S)	2011(S)
<b>Erfolgsrechnung</b>						
Nettoumsatz	647	708	786	632	580	601
- Veränderung in %	16.3 %	9.38 %	11.1 %	-19.6 %	-8.20 %	3.50 %
Bruttogewinn	356	393	388	330	308	318
Betriebsaufwand	-227	-258	-257	-207	-189	-196
Übriger Betriebsertrag(+), -aufwand(-)	-91.1	-97.1	-90.2	-87.8	-85.9	-85.9
EBITDA	37.8	41.5	41.1	35.8	32.8	36.9
- in % des Umsatzes	584 %	5.86 %	5.23 %	5.67 %	5.65 %	6.15 %
Abschreibungen	-6.70	-7.00	-5.80	-5.85	-6.45	-8.03
EBITA	31.1	34.5	35.3	30.0	26.4	28.9
- in % des Umsatzes	481 %	4.88 %	4.49 %	4.74 %	4.54 %	4.81 %
Amortisation Goodwill	-10.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT	21.0	34.5	35.3	28.0	26.4	28.9
- in % des Umsatzes	3.25 %	4.88 %	4.49 %	4.43 %	4.54 %	4.81 %
- Veränderung in %	-3.67 %	64.3 %	2.32 %	-20.7 %	-5.82 %	9.7 %
Finanzergebnis	-14.9	-5.10	-5.90	-3.24	-1.06	1.22
Gewinn vor Ertragssteuern	6.10	29.4	29.4	24.8	25.3	30.1
Steuern (-)	-9.60	-10.6	-11.5	-7.43	-7.59	-9.6
Steuerquote	157 %	36.1 %	39.1 %	30.0 %	30.0 %	32.0 %
Reingewinn	-3.50	18.8	11.2	17.3	17.7	20.5
- Veränderung in %	na	-637 %	-40.4 %	54.7 %	2.21 %	15.7 %
- in % des Umsatzes	-54.1 %	2.66 %	1.42 %	2.74 %	3.05 %	3.41 %

## Geldflussrechnung

EBITDA	37.8	41.5	41.1	35.8	32.8	36.9
Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	4.20	-21.2	88.8	-33.4	-5.52	-1.06
Andere operative Geldflüsse	3.90	2.20	-14.2	0.00	0.00	0.00
Zinsen und Steuern	-26.1	-17.0	-15.6	-11.9	-9.9	-8.73
Operativer Cashflow	19.8	5.50	100	-9.4	17.4	27.2
Investitionen	2.80	10.5	10.5	13.0	14.0	15.0
Operativer FCF	17.0	-5.00	89.6	-22.4	3.37	12.2
Übrige Geldflüsse	-2.80	18.6	-46.8	0.01	-0.40	0.41
Free Cashflow	14.2	13.6	42.8	-22.4	2.96	12.6
Akquisitionen/Devestitionen	2.80	-3.10	6.10	0.00	0.00	0.00
Dividende/Veränderung Eigenkapital	66.3	-5.40	-19.0	-3.50	-5.00	-5.00
Veränderung Nettoverschuldung Abbau/(Aufbau)	83.3	5.10	29.9	-25.9	-2.03	7.6

## Bilanz

Bilanzsumme	436	444	425	348	352	372
Eigenkapital	143	156	149	162	175	191
- EK-Quote	32.8	35.2	34.9	46.7	49.8	51.3
Goodwill	88.3	90.8	78.1	78.1	78.1	78.1
- in % des EK	61.7	58.1	52.6	48.1	44.6	41.0
Nettoverschuldung(+)	-40.4	-45.5	-75.4	-49.5	-47.5	-55.0
Gearing	-28.3 %	-29.1 %	-50.8 %	-30.5 %	-27.1 %	-28.9 %
Zinsdeckungsgrad	1.1x	3.9x	2.3x	6.2x	13.7x	-107.6x
Nettoverschuldung/EBITDA	-1.1x	-1.1x	-1.8x	-1.4x	-1.4x	-1.5x

## Rentabilitätskennzahlen

ROE	-3.14 %	12.6 %	7.35 %	11.1 %	10.50 %	11.2 %
ROIC vor Goodwill	29.9 %	41.5 %	19.7 %	57.2 %	23.5 %	24.0 %
ROIC inkl. Goodwill	5.29 %	7.49 %	3.93 %	6.33 %	4.80 %	5.23 %

## Bewertungskennzahlen

Enterprise Value/EBITDA			4.8x	5.5x	6.0x	5.3x
Enterprise Value/Umsatz			0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
Preis/Umsatz			0.3x	0.3x	0.4x	0.3x
Preis/Buchwert			1.4x	1.3x	1.2x	1.1x
KGV			18.5x	12.0x	11.7x	10.1x

## Daten pro Aktie

Gewinn	-0.02	0.07	0.04	0.07	0.07	0.08
Eigenkapital	0.63	0.62	0.59	0.65	0.70	0.76
Operativer Cashflow	0.09	0.02	0.40	-0.04	0.07	0.11
Dividende	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02

## Kapitalstruktur

	Anzahl Aktien	Börsenkap.	Free Float	TK-Symbol	Val.-Nr.
Namen	CHF 249.8	CHF 192.3 Mio	100 %	SLOG	1 232 462

Quelle: ZKB