

Swisslog

Warten auf die Serviceumsätze

Kurs N.: CHF 1.15 TK-Symbol: SLOG
 Branche: Industrie
 Analyst: Thomas Germann 044 292 31 00
 Nachhaltiges Anlageuniversum: –
 14. März 2008

Marktgewichten



	2007(S)	2008(S)	2009(S)		2007(S)	2008(S)	2009(S)
GpA	0.08	0.09	0.11	Dividendenrendite	0.0 %	0.0 %	0.0 %
– Wachstum	o.B.	17.3 %	19.3 %	EV/EBITDA	6.9x	6.2x	5.3x
KGV	15.3x	13.1x	10.5x	EBIT-Marge	4.9 %	5.1 %	5.4 %

Jahresergebnis solide, aber nicht mehr

Die von Swisslog vorgelegten Zahlen zum Geschäftsjahr 2007 haben unsere Erwartungen nicht vollumfänglich erfüllt. Der Umsatz war mit CHF 707.6 Mio 9.4 % höher als im Vorjahr, lag jedoch unter unseren Erwartungen (ZKB-S: CHF 718.1 Mio). Beim EBIT konnte das Unternehmen einen Zuwachs von +64.3 % auf CHF 34.5 Mio verzeichnen (ZKB-S: CHF 33.8 Mio), was v.a. auf den Wegfall einer Goodwill-Wertberichtigung von CHF 10 Mio im Vorjahr zurückzuführen ist. Ein Buchverlust aus dem Teilrückkauf der Wandelanleihe hatte zudem den Reingewinn im Vorjahr (rund CHF 8 Mio) belastet, weshalb 2006 ein Reinverlust von CHF 3.5 Mio resultierte. Da diese Sonderfaktoren im Geschäftsjahr 2007 ausblieben, ist Swisslog wieder in die Gewinnzone zurückgekehrt, konnte aber mit einem Reingewinn von CHF 18.8 Mio unsere Prognose nicht ganz erreichen (ZKB-S: CHF 20 Mio).

Qualität des Ergebnisses wenig berauschend

Wird der operative Gewinn des Vorjahres um die Goodwill-Wertberichtigung adjustiert, resultiert für 2007 ein EBIT-Wachstum von 10.9 %, was angesichts des Umsatzwachstums von 9.4 % die aktuell geringe operative Hebelwirkung von Swisslog demonstriert. Wenn zudem die Vorjahreszahlen um die zusätzlichen Aufwendungen für den Teilrückkauf der Wandelanleihe korrigiert werden, der Veräusserungsgewinn aus dem Verkauf von Immobilien 2007 berücksichtigt und auf dieser Basis eine normalisierte Steuerrate für 2006 (auf das Niveau von 2007) un-

terstellt wird, resultiert für Swisslog eine Steigerung des Reingewinns von lediglich 10.9 %. Daraus ergibt sich eine weniger beeindruckende Steigerung zum Vorjahr, als auf den ersten Blick zu vermuten wäre. Das Ergebnis kann somit zwar als insgesamt solide bezeichnet werden, wir hätten jedoch damit gerechnet, dass wegen des operativen Hebeleffektes und angesichts der einmaligen Veräusserungsgewinne aus Immobilienverkäufen bessere Profitabilitätskennzahlen resultieren würden.

Bereinigung um Sonderfaktoren

in CHF Mio	2006	2007	△
Umsatz	646.9	707.6	+9.4 %
EBIT ausgewiesen	21.0	34.5	+64.3 %
- Goodwill-Wertberichtigung	10.1	-	
- Veräusserungsgew. Immob.	-	2.4	
Adj. EBIT	31.1	32.1	+3.2 %
Adj. Marge	4.8 %	4.5 %	-30 Bp
Finanzergebnis ausgewiesen	-14.9	-5.1	
- Teilrückkauf Wandelanleihe	-8.0	-	
Adj. Finanzergebnis	-6.8	-5.1	
Ergebnis vor Steuern (EBT)	6.1	29.4	+382 %
Adj. EBT	24.3	27.0	+11.1 %
Ertragssteuern	-9.6	-10.6	
Norm. Steuerbelastung	-8.7*	-9.8**	
Reingewinn ausgewiesen	-3.5	18.8	
Adj. Reingewinn	15.6	17.2	+10.9 %

* normalisierte Steuerrate von 36 % angenommen
 ** Veräusserungsgewinn Immobilien steuerlich berücksichtigt

Quelle: Swisslog, ZKB



**Zürcher
Kantonalbank**

Vorauszahlungen erschweren Cashflowanalyse

Swisslog hat für das Geschäftsjahr 2007 einen Cashflow aus operativen Aktivitäten von CHF 24.2 Mio ausgewiesen, was im Vergleich zum Vorjahr einer Reduktion um CHF 8.5 Mio entspricht. Dieser Wert ist allerdings verzerrt, weil Vorauszahlungen von spät im Jahr gewonnenen Grossprojekten (zwei Aufträge von Target im Umfang von insgesamt CHF 50 Mio und ein Rekordertrag von dem Drogeriemarkt von rund CHF 200 Mio) nicht mehr in der Jahresrechnung 2007 berücksichtigt werden konnten. Eine Betrachtung des Mittelflusses vor Veränderungen des Nettoumlaufvermögens (NUV) macht auch klar, dass diese fehlenden Anzahlungen hauptverantwortlich sind für den Rückgang des operativen Cashflows. Der Mittelfluss vor Veränderungen des Nettoumlaufvermögens zeigt einen fast gleichen Wert von CHF 23.8 Mio ggü CHF 23.7 Mio im Vorjahr. Wir schätzen diese Stagnation angesichts der erreichten Umsatzsteigerung als unbefriedigend ein. Der Effekt aus den Anzahlungen der Grossaufträge muss entsprechend den Cashflow aus operativen Tätigkeiten im 1. Halbjahr 2008 positiv beeinflussen (ZKB-S: über CHF 20 Mio).

Entwicklung des operativen Cashflows

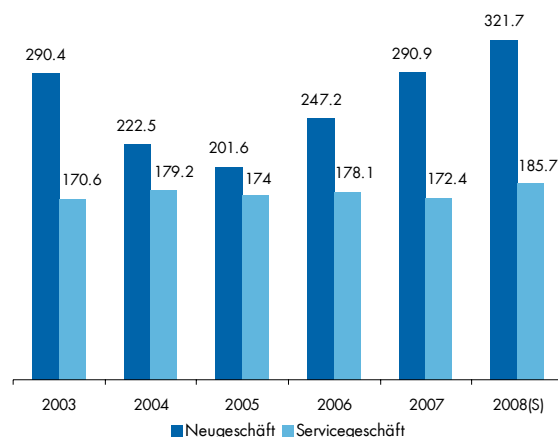
in CHF Mio	2006	2007
Cashflow aus operativen Aktivitäten	32.7	24.2
./. Mittelfluss aus NUV	9.0	0.4
Cashflow vor Veränderungen NUV	23.7	23.8

Quelle: Swisslog

WDS: Warten auf die Serviceumsätze

Dank der bereits erwähnten Grossaufträge hat sich der Auftragsbestand des Bereichs Warehouse & Distribution Solutions (WDS) um über 43 % auf CHF 609.1 Mio erhöht. Beim Umsatz legte WDS um 8.9 % auf CHF 452.6 Mio zu. Die Steigerung ist ausschliesslich auf das Neugeschäft zurückzuführen, da die Serviceumsätze im Geschäftsjahr etwas überraschend zurückgingen. Entsprechend hat sich der Segmentmix zu Gunsten des Neugeschäfts verschoben, was sich auf die erzielte Marge negativ auswirkte: Das Neugeschäft weist im Vergleich zum Customer Support eine deutlich tiefere Marge auf. Die EBITA-Marge hat sich gegenüber dem Vorjahr von 5.6 % auf 5.0 % reduziert, wobei 2007 noch ein Gewinn aus der Veräusserung von Immobilien mit CHF 2.4 Mio positiv zum Resultat beitrug; ohne diesen hätte die Marge noch 4.5 % betragen. Diesbezüglich darf auch für 2008 nicht mit einer Verbesserung der operativen Marge gerechnet werden, weil gemäss Management das Abarbeiten der Grossauf-

Umsatzentwicklung WDS (in CHF Mio)



Quelle: Swisslog, ZKB

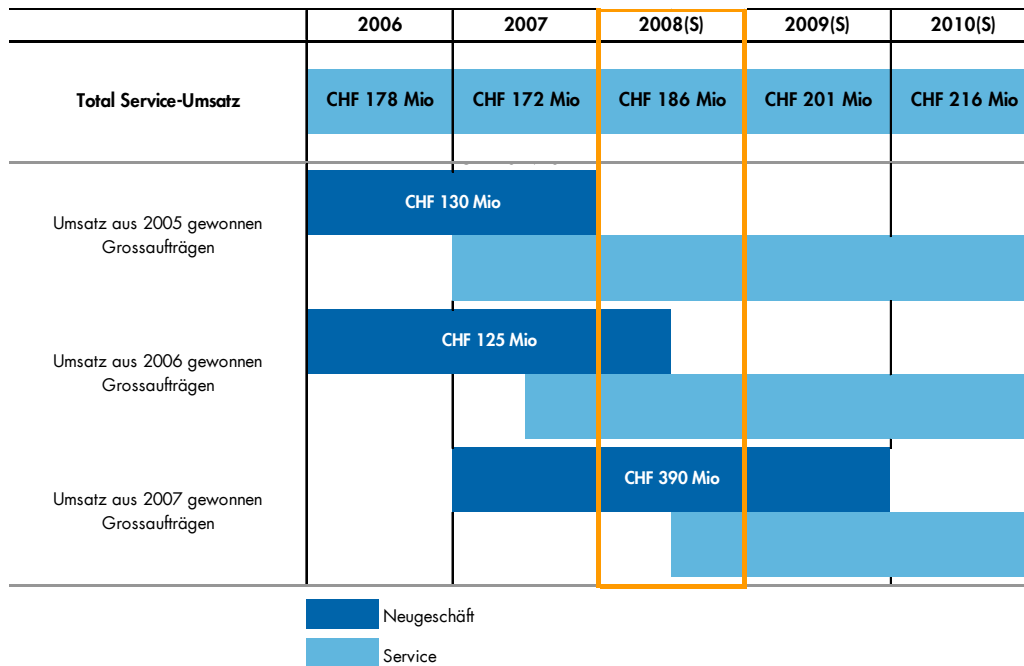
träge zu einem weiterhin überdurchschnittlichen Wachstum des Neugeschäfts führen wird. Dennoch darf für 2008 mit einem gesteigerten Umsatz im Servicegeschäft gerechnet werden: Einerseits dürften einige Aufträge in den Servicemodus migrieren, andererseits ist der Rückgang 2007 u.E. auf Verschiebungen von Retrofit-Aufträgen (Erneuerungen, Erweiterung bestehender Anlagen) ins Jahr 2008 zurückzuführen. Obwohl die Annahmen, die hinter der Aufteilung der Umsätze aus den seit 2005 kommunizierten Grossaufträgen nur approximativ sein können, erwarten wir erst ab 2009 und speziell ab 2010, wenn der Grossauftrag von dem Drogerie-Markt in den Servicemodus übergehen sollte, mit einem klar überdurchschnittlichen Wachstum des Customer Supports (vgl. Umsatzentwicklung Servicegeschäft).

Wir rechnen für 2008 trotzdem mit einer stabilen Margenentwicklung. Die ersten Aufträge von Target wurden mit einer negativen Marge abgearbeitet. Da Swisslog jedoch die Anforderungen des Kunden zunehmend besser kennen und Lerneffekte realisieren sollte, dürfte die Marge auf den folgenden Aufträgen von Target höher ausfallen. Ähnliches wurde bei den Aufträgen von Wal-Mart in den Jahren zuvor beobachtet. Positiv ist zudem, dass Target gemäss Management einen höheren Serviceanteil an Swisslog abtreten dürfte, als dies Wal-Mart tat. Zusätzliches Wachstum könnte sich aus der geografischen Expansion, v.a. nach Russland und China, ergeben.

HCS: Gut aufgestellt und konjunkturreisistent

Die Sparte Healthcare Solutions (HCS) erfreut sich einer soliden Nachfrage in einem nichtzyklischen Geschäft. Die Hauptkunden für Rohrpostsysteme und Pill-Pick-Maschinen sind Spitäler, deren Investitionsverhalten nur sehr beschränkt konjunkturellen Zyklen entspricht. Der Umsatz der Sparte konnte 2007 um

Umsatzentwicklung Servicegeschäft



Quelle: Swisslog, ZKB

10.2 % auf CHF 242.4 Mio gesteigert werden und es resultierte ein EBIT von CHF 23.1 Mio, was einer Erhöhung von 21.6 % und einer operativen Marge von 9.5 % entspricht. Im Vorjahr hatte die Marge 8.6 % betragen. Obwohl das Geschäft mit einem Umsatzanteil von über 60 % sehr US-lastig ist, hat der tiefe US-Dollar die Ergebnisse nicht sonderlich belastet: Die Produktion der Systeme wird in den USA abgewickelt, weshalb der tiefe US-Dollar lediglich ein Umrechnungsrisiko darstellt und die operative Marge des Geschäfts weiterhin hoch bleibt. Wir rechnen mit einer anhaltend hohen Umsatzdynamik (ZKB-S: +11.1 %) und einer weiteren Margenverbesserung auf 10.9 %. Im Patentstreit mit McKesson erwartet das Management erst im Frühjahr 2009 einen erstinstanzlichen Entscheid. Die Anwaltskosten werden bis dahin hoch bleiben (2007: USD 3 Mio, 2008: rund USD 2 Mio erwartet).

Akquisitionen werden geprüft

Wir gehen davon aus, dass Swisslog auch akquisitorisches Wachstum verfolgt: Neben kleineren Übernahmen bei HCS (Europa) sind auch mittlere bis grössere Übernahmen bei WDS in Nordamerika denkbar. Das Management hat mehrmals auf das attraktive Wachstumspotenzial des amerikanischen Marktes hingewiesen. Einige interessante Objekte seien zwar geprüft worden, eine Einigung sei aber jeweils an den unterschiedlichen Preisvorstellungen gescheitert. U.E. gehört auch die privat gehaltene

HK Systems (USA) zu den näher untersuchten Kandidaten. HK Systems tritt auf dem amerikanischen Markt als Generalunternehmer für Logistikanlagen inkl. Software und Service auf und hat ein ähnliches Geschäftsprofil wie Swisslog. Mit einem geschätzten Umsatz von USD 300 Mio würde über HK Systems mit einem Schlag die Präsenz auf dem amerikanischen Markt markant verbessert. Das Management hat allerdings auch angedeutet, eine Übernahme von anderen Gesellschaften mit dreistelligen Millionenumsätzen ins Auge zu fassen.

Ausblick: Aufträge garantieren Umsatz

Der Ausblick von Swisslog für 2008 sieht ein Umsatzwachstum von 10 % bis 15 % und eine stabile EBITA-Marge (4.9 %) vor. Angesichts des hohen Auftragsbestands und der guten Aussichten bei HCS sollten diese Zielvorgaben erreichbar sein, obwohl der einmalige Gewinn aus Immobilienverkäufen von CHF 2.4 Mio kompensiert werden muss. Wir haben unsere Gewinnschätzungen wegen leicht tieferer Margenannahmen bei WDS etwas nach unten angepasst. In Anbetracht der stagnierenden Marge scheint uns die Bewertung mit einem KGV 2008 von 12.8x nicht interessant und auch unser DCF-Modell signalisiert eine faire Bewertung (Kurspotenzial unter 15 %), weshalb wir unsere Einstufung „Marktgewichten“ bestätigen.

Swisslog (in CHF Mio)	2006	2007	2008(S)	2009(S)	2010(S)
Erfolgsrechnung					
Nettoumsatz	646.9	707.6	777.6	834.1	878.8
- Veränderung in %	16.3%	9.4%	9.9%	7.3%	5.4%
Herstellkosten des Umsatzes	(291.2)	(314.3)	(345.3)	(369.6)	(386.9)
- in % des Umsatzes	45.0	44.4	44.4	44.3	44.0
Betriebsaufwand	(227.0)	(257.8)	(280.7)	(298.4)	(311.8)
Übriger Betriebsertrag(+), -aufwand(-)	(91.1)	(97.1)	(108.5)	(115.9)	(123.0)
EBITDA	37.8	41.5	46.3	53.5	60.5
- in % des Umsatzes	5.8	5.9	5.9	6.4	6.9
Abschreibungen	(6.7)	(7.0)	(6.6)	(8.5)	(10.0)
EBITA	31.1	34.5	39.7	45.0	50.5
- in % des Umsatzes	4.8	4.9	5.1	5.4	5.7
Amortisation Goodwill	(10.1)	-	-	-	-
EBIT	21.0	34.5	39.7	45.0	50.5
- in % des Umsatzes	3.2	4.9	5.1	5.4	5.7
Finanzergebnis	(14.9)	(5.1)	(5.1)	(3.0)	(1.5)
Gewinn vor Ertragssteuern	6.1	29.4	34.6	42.0	48.9
Steuern (-)	(9.6)	(10.6)	(12.5)	(15.6)	(18.1)
Reingewinn	(3.5)	18.8	22.2	26.4	30.8
- Veränderung in %	o.B.	o.B.	17.9	19.2	16.8
- in % des Umsatzes	(0.5)	2.7	2.8	3.2	3.5

Geldflussrechnung

Operativer Cashflow	19.8	5.5	14.8	24.7	30.6
Investitionen	2.8	10.5	11.0	12.0	13.0
Operativer FCF	17.0	(5.0)	3.8	12.7	17.6
Übrige Geldflüsse	(2.8)	18.6	4.3	0.4	0.9
Free Cashflow	14.2	13.6	8.1	13.1	18.5
Akquisitionen/Devestitionen	2.8	(3.1)	-	-	-
Dividende/Veränderung Eigenkapital	66.3	(5.4)	-	-	-
Veränderung Nettoverschuldung Abbau/(Aufbau)	83.3	5.1	8.1	13.1	18.5

Bilanz

Bilanzsumme	435.7	443.8	495.2	535.4	533.7
Eigenkapital	143.0	156.4	178.6	205.0	235.8
- EK-Quote	32.8	35.2	36.1	38.3	44.2
Goodwill	88.3	90.8	90.8	90.8	90.8
- in % des EK	61.7	58.1	50.9	44.3	38.5
Nettoverschuldung/(-finanzvermögen)	(40.4)	(45.5)	(53.6)	(66.7)	(85.2)
Gearing	-28.3%	-29.1%	-30.0%	-32.5%	-36.1%

Rentabilitätskennzahlen

ROE	-3.1%	12.6%	13.2%	13.8%	14.0%
ROIC inkl. Goodwill	5.3%	7.4%	7.5%	7.7%	7.8%

Bewertungskennzahlen

Enterprise-Value/EBITDA	6.8	6.9	6.2	5.3	4.7
Enterprise-Value/Umsatz	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Preis/Umsatz	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Preis/Buchwert	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
KGV	o.B.	15.4	13.0	10.9	9.4

Daten pro Aktie

Gewinn	(0.015)	0.075	0.088	0.105	0.123
Eigenkapital	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
Operativer Cashflow	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Dividende	-	-	-	-	-

Kapitalstruktur	Nennwert	Anzahl	Börsenkap.	TK-Symbol	Val.-Nr.
Namen	CHF 0.01	251.1 Mio	CHF 284 Mio	SLOG	1 232 462

