

Kennzahlen

in CHF	2008	2009(S)	2010(S)		2008	2009(S)	2010(S)
GpA	91.1	80.4	86.6	KGV	13.8x	15.7x	14.6x
– Wachstum	39.1 %	–11.7 %	7.7 %	EV/EBITDA	9.1x	8.8x	8.2x
Dividendenrendite	4.0 %	3.2 %	3.6 %	EBIT-Marge	19.4 %	16.9 %	17.2 %

Quelle: ZKB

SGS wächst auch 2009 (Management-Interview)

Sektor und SGS wachsen auch im Rezessionsjahr 2009

Die ersten Monate im Rezessionsjahr 2009 signalisieren, dass der Sektor Warenprüfung und Marktführer SGS auch dieses Jahr auf Wachstumskurs sind, wenn auch wie erwartet etwas gemächlicher als in den Vorjahren. SGS strebt für das Jahr 2009 ein mittleres einstelliges organisches Umsatzwachstum an und erzielte in den Monaten Januar und Februar ein hohes einstelliges. Bureau Veritas, einer der Hauptkonkurrenten, realisierte im 1. Quartal sogar ein zweistelliges organisches Umsatzwachstum von 10.6 % Wie ist das möglich, wenn die Umsätze vieler zyklischer Unternehmen und Sektoren teilweise massiv einbrechen? Wie kann sich ein Sektor, der offensichtlich eine zyklische Komponente hat, diesem Trend entziehen ?

Früchte einer langjährigen, erfolgreichen Strategie

Bisher galt die Faustregel, dass SGS den Umsatz nach der Formel Wachstum Welthandel x 2 steigern kann. Laut IMF wird für das Jahr 2009 ein Rückgang des Welthandels von 11 % geschätzt, womit auch der Umsatz von SGS schrumpfen müsste. Allerdings hat der Konzern darauf hingewiesen, dass diese Regel bei SGS nur für den zyklischen Geschäftsbereich gilt. Dies ist das vor allem volumengetriebene Handelsgeschäft, dessen Anteil am Gesamtumsatz ca. 25 % bis 30 % beträgt. Diesen Anteil zu reduzieren und den Kunden spezifische Dienstleistungen anzubieten statt einfach die Mengen zu prüfen, ist seit Jahren die erklärte Strategie

von SGS. Angestiegen ist dafür der Umsatzanteil des sogenannten statutorischen Geschäfts, das heisst jener Dienstleistungen, die erbracht werden müssen aufgrund von Sicherheitsvorschriften (etwa Überprüfung von Atomkraftwerken) oder Gesundheitsvorschriften (z.B. Chemikalien in Kinderspielzeug).

Spritziger Jahresstart von Konkurrent Bureau Veritas

Da SGS und die britische Intertek (veröffentlicht lediglich einen Zwischenbericht) keine detaillierten Quartalszahlen ausweisen, waren die Umsätze für das 1. Quartal von Bureau Veritas (BV) von besonderem Interesse. Das organische Umsatzwachstum von 10.6 % war beeindruckend und wurde vor allem von den Segmenten Consumer (+38.4 %), Industrie (+17.0 %) und Marine (+21.8 %) gespeist. Im Konsumgütergeschäft war BV vor allem bei den Kinderspielzeugen sehr erfolgreich und konnte das Gros des Geschäfts an sich ziehen. Nach Vorfällen von giftigem Kinderspielzeug aus Fernost im Jahr 2007 sind diese Tests nun im allgemeinen Fokus. BV hat auch von neuen US-Richtlinien zur Produktsicherheit profitiert, so vom neu eingeführten CPSIA (Consumer Product Safety Improvement Act) – ein schönes Beispiel dafür, wie neue Regulierungen einen wichtigen Wachstumstreiber für die Branche darstellen. Der Wermutstropfen ist, dass laut dieser Richtlinie die Hersteller nicht verpflichtet sind, die Tests durch unabhängige Dritte durchführen zu lassen. Immerhin haben diverse Vorfälle in den letzten Jahren (z.B. auch der Melanin-Skandal in China 2008) das Bewusstsein

geschäft, wie wichtig diese Produkttests sind und welche Schäden entstehen können, wenn sie nicht oder unseriös durchgeführt werden.

Nur Division Minerals im Gegenwind

Bisher sind 2009 die meisten Segmente von SGS auf organischem Wachstumskurs. Prominente Ausnahme ist das mehrjährige Starsegment Minerals, wo ein markanter Einbruch stattfindet.

SGS: Schätzung für organisches Umsatzwachstum

	2008	2009 (ZKB-S)	Trend Marge 2009
Agro	9.3%	7.0%	Nach oben
Mineralien	+27.6%	-12.0%	Deutlich nach unten
Öl & Gas	+11.6%	+5.0%	Leicht nach unten
Konsumgüter	+16.9%	+12.0%	Nach oben
Zertifizierung	+9.7%	+5.0%	Leicht nach unten
Auto	+23.8%	+/- 0.0%	stabil
Industrie	+16.7%	+7.0%	Leicht nach unten
Gesundheit	+9.2%	+7.0%	Nach oben
Regierung	+11.1%	+6.0%	stabil
Umwelt	+10.4%	+9%	Nach oben
Total	+15.3%	+4.8%	stabil

Quelle: SGS, ZKB Research

Dieser ist sicher auf den Rückgang der Rohmaterialpreise zurückzuführen. So laufen derzeit Bereiche wie Stahl oder Ölsand schlecht, während sich Edelmetalle, Kohle oder Uran besser entwickeln. Auffallend ist auch, dass vor allem kleinere Minengesellschaften derzeit die Suchaktivitäten zurückfahren, während grosse globale Player langfristige Projekte weiterführen. Auch im Auto-segment ist die Stimmung dieses Jahr klar weniger euphorisch; zum einen wegen der Branchenkrise, zum anderen wegen eines Grossauftrages in Irland (Führerscheinprüfungen) im Vorjahr, der dieses Jahr wegfällt, weil er wieder von der Regierung erfüllt wird. Potenzial bieten derzeit dafür Segmente, die in den letzten Jahren weniger im Brennpunkt standen: Umwelt, Agro oder Gesundheit. Diese Bereiche dürften nicht nur solid wachsen, es ist auch mit einer Margenverbesserung zu rechnen.

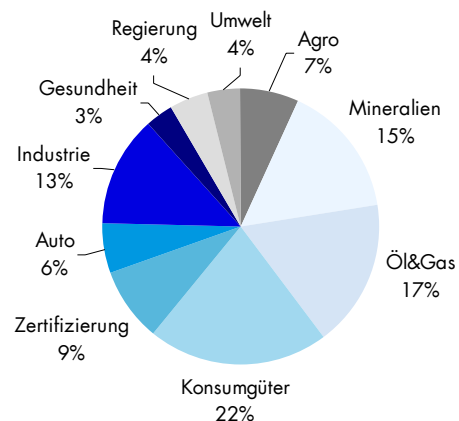
Margenschutz als oberste Priorität

SGS will im Jahr 2009 die EBIT-Marge 2008 von 16.8 % verteidigen. Diese Marge ist ein Rekordwert für SGS, als Vergleich lag sie 2003 noch bei 11.8 %. Die beiden grössten SGS-Konkurrenten, BV und Intertek, haben für 2009 ebenfalls das Ziel Margenverteidigung definiert. Dieses Ziel heisst nicht, dass der Margenzeit generell erreicht wäre. Es reflektiert zum einen das harte wirtschaftliche Umfeld generell, zum anderen bedeutet diese Guidance, dass die grossen Drei sich auf keinen Fall auf einen Preiskampf einlassen und Marktanteile mit Dumpingpreisen erkaufen wollen. Bei SGS wird

der Umsatzrückgang bei der überdurchschnittlich profitablen Division Minerals (verbunden mit einem Margenrückgang) dieses Jahr ins Gewicht fallen. Wir schätzen, dass der EBIT dieses Segments 2009 um gut CHF 40 Mio tiefer ausfallen wird (entspricht ca. 5 % des Gesamt-EBIT 2009). Diese Lücke wird von anderen Segmenten aber geschlossen werden, so z.B. vom Konsumgütersegment, wo trotz schon attraktiver Marge (2008: 23.2 %) eine weitere Steigerung möglich sein sollte.

Ohne grosse Restrukturierungsprogramme anzukündigen, hat auch SGS angefangen, die Kosten vermehrt unter die Lupe zu nehmen. Dies geschieht auf Stufe Segmente/Regionen, wo derzeit vor allem Minerals und Kanada im Vordergrund stehen. 2008 fielen bereits Restrukturierungskosten von über CHF 10 Mio an, die über den Personalaufwand verbucht wurden, dieses Jahr könnte der Betrag noch etwas grösser sein und als ausserordentliche Kosten oder als Rückstellungen verbucht werden. Auch bezüglich Investitionen ist SGS zurückhaltender geworden und wird 2009 nur noch CHF 200 Mio ausgeben, nach CHF 285 Mio im Vorjahr.

SGS: Aufteilung EBIT 2008



Quelle: SGS, ZKB Research

GpA-Ziel 2011 von CHF 105 eine hohe Hürde

SGS strebt für das Jahr 2011 einen GpA von CHF 105 an (S ZKB: 98.6). Dieses Ziel erachten wir als ziemlich anspruchsvoll; es ist ohne eine baldige konjunkturelle Erholung oder eine Grossübernahme wahrscheinlich eine hohe Hürde. Für eine Korrektur nach unten ist es aber wohl noch zu früh, diese könnte frühestens im Jahr 2010 erfolgen. Das Bonusprogramm für das Topmanagement ist mit diesem Zielwert verknüpft. Das Bonusziel 2008 eines GpA von CHF 80 wurde trotz erheblicher Zweifel der Investoren erreicht, wenn auch nur dank eines Sonderfaktors (Sonderzahlung aus den Philippinen). Ohne diesen wäre der GpA bei CHF 75.9 gelegen.

Beneidenswerte finanzielle Ausgangslage

SGS verfügte per Ende 2008 über einen Nettobargeldbestand von CHF 537 Mio und generiert einen jährlichen freien Cashflow von CHF 700 bis 800 Mio – die finanzielle Ausgangslage ist also ausgezeichnet. Sollten keine grösseren Übernahmen realisiert werden, dürften attraktive Dividenden die Folge sein. So wurde in den Jahren 2006 und 2008 jeweils eine Dividende von CHF 50 ausgeschüttet mit einem Anteil Sonderdividende. Dank der finanziellen Ausgangslage hat SGS strategisch alle Möglichkeiten, seien es Übernahmen, den Aufbau von Geschäftsfeldern in bestimmten Regionen bis hin zu einem Ausbau des Labornetzes.

Short List ist wirklich kurz

SGS hat sich in den letzten Monaten trotz voller Kriegskasse mit Übernahmen zurückgehalten. 2008 war der Umsatzeffekt aus Übernahmen lediglich ca. CHF 100 Mio, womit man um einiges zurückhaltender war als BV und Intertek. Wir führen dies auf eine hohe finanzielle Disziplin zurück. SGS will nicht zu hohe Übernahmepremien bezahlen, die akquirierten Unternehmen müssen eine mindestens so hohe operative Gewinnmarge wie SGS aufweisen und sollen ab dem zweiten Jahr gewinnverdichtend werden. Wir gingen davon aus, dass die Preiskorrektur an den Aktienmärkten die Liste mit Übernahmekandidaten für SGS verlängern würde, dies ist aber derzeit nicht der Fall. Viele Eigentümer von kleineren Unternehmen im Sektor sind nicht bereit, erfolgreiche Geschäftsmodelle zu Discountpreisen zu verkaufen. Höchstens Unternehmen, die Private-Equity-Firmen gehören und auf den Markt gebracht werden müssen, könnten eventuell noch auf den Einkaufszettel von SGS kommen.

Verdiente Bewertungsprämie zum Sektor

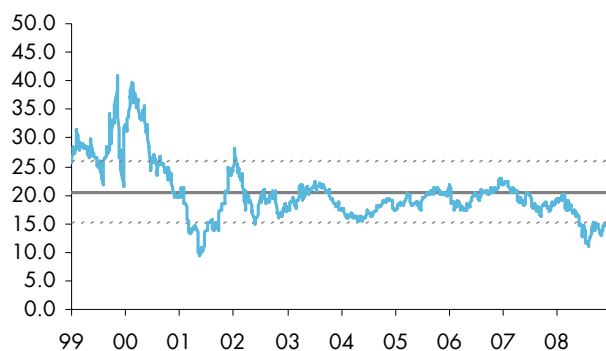
Auf Stufe KGV genießt SGS eine Bewertungsprämie zu den Peers von 5 bis 15 %. Diese ist unserer Ansicht nach aufgrund der Marktführerschaft, der höchsten Marge, der besten Wachstumsdynamik und der guten Diversifizierung gerechtfertigt. Nimmt man den EV/EBITDA-Multiple als Basis, wird SGS sogar zu einem Abschlag gegenüber BV gehandelt, der aber darauf zurückzuführen ist, dass SGS im Gegensatz zu den Peers einen Nettobargeldbestand aufweist.

Bewertungsvergleich SGS mit Peers und CH-Gesamtmarkt

	KGV		EV/EBITDA	
	2009(S)	2010(S)	2009(S)	2010(S)
SGS	15.7x	14.6x	8.8x	8.2x
Bureau Veritas	14.2x	13.1x	9.8x	9.4x
Intertek	14.3x	13.6x	8.5x	7.9x
SPI	13.3x	11.5x	8.6x	7.8x

Quelle: ZKB Research, IBES-Konsensdaten

12-Monats-KGV SGS über 10 Jahre



Quelle: Datastream, ZKB Research

Betrachtet man die SGS-Bewertung im längerfristigen Kontext, ist die Bewertung moderat, ohne extrem attraktiv zu sein.

Potenzial für positive Überraschung gering

Was gegen die Aktie spricht, ist die Tatsache, dass das Unternehmen die Investoren über Jahre mit guten Nachrichten verwöhnt hat und nie substantiell enttäuschte. Die Erwartungshaltung ist also hoch. Dass SGS 2009 trotz starker Rezession organisch wachsen kann und die hohe Profitabilität verteidigen will, ist für ein global tätiges zyklisches Unternehmen an sich sensationell, aber dem Markt bekannt. Diese Guidance zu übertreffen, dürfte anspruchsvoll werden, und damit besteht nur ein geringes Potenzial, positiv zu überraschen.

Fazit: Echt defensive Qualitäten, Auslöser fehlt

SGS ist auf gutem Weg, auch im Krisenjahr 2009 organisch zu wachsen. Grundsätzlich gefallen uns sowohl der Sektor wie auch SGS als Branchenprimus sehr gut. Der Konzern hat in den letzten Jahren die Zyklizität des Geschäfts reduziert und den Anteil von statutorischem Geschäft deutlich erhöht. Davon profitiert SGS im aktuell garstigen Umfeld. Das Ziel, die EBIT-Marge 2008 zu verteidigen, ist mehr als Absage an einen bedingungslosen Preiskampf zu verstehen denn als Eingeständnis, der Margenzenit sei erreicht. Das GpA-Ziel 2011 von CHF 105 ist aus heutiger Sicht gefährdet und könnte nach unten korrigiert werden, was allerdings unserer und der Konsensschätzung entspricht. Gegen die Aktie spricht nur, dass sie zwar moderat bewertetet, aber auch kein Schnäppchen ist und in den letzten zwölf Monaten bereits eine Outperformance von 15 % gegenüber dem Gesamtmarkt erzielte. Zudem dürfte es hart werden, die ohnehin schon hohen Markterwartungen zu übertreffen und eine positive Überraschung abzuliefern. SGS wird daher weiter mit „Marktgewichten“ eingestuft.

Finanzzahlen

SGS (in Mio CHF)	2006	2007	2008	2009(S)	2010(S)	2011(S)
Erfolgsrechnung						
Nettoumsatz	3 821	4 372	4 818	5 022	5 324	5 856
– Veränderung in %	15.5 %	14.4 %	10.2 %	4.2 %	6.0 %	10.0 %
Personalaufwand	-1 833	-2 076	-2 239	-2 335	-2 497	-2 741
– in % des Umsatzes	-48.0 %	-47.5 %	-46.5 %	-46.5 %	-46.9 %	-46.8 %
Drittleistungen	-248	-307	-335	-352	-362	-392
– in % des Umsatzes	-6.5 %	-7.0 %	-7.0 %	-7.0 %	-6.8 %	-6.7 %
Übriger Betriebsaufwand	-963	-1081	-1 220	-1 271	-1 331	-1 441
– in % des Umsatzes	-25.2 %	-24.7 %	-25.3 %	-25.3 %	-25.0 %	-24.6 %
EBITDA	777	908	1024	1 065	1 134	1 282
– in % des Umsatzes	20.3 %	20.8 %	21.3 %	21.2 %	21.3 %	21.9 %
Abschreibungen	-141	-166	-179	-180	-178	-199
EBITA	636	742	845	884	956	1083
– in % des Umsatzes	16.6 %	17.0 %	17.5 %	17.6 %	18.0 %	18.5 %
Amortisation Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Abschreibung übriges immat. Vermögen	-31.0	-31.0	-35.0	-38.0	-40.0	-43.0
EBIT vor a.o. Faktoren	605	711	810	846	916	1040
– in % des Umsatzes	15.8 %	16.3 %	16.8 %	16.9 %	17.2 %	17.8 %
A.o. Erfolg	0.00	0.00	127.00	0	0.00	0.00
EBIT	605	711	937	846	916	1040
– in % des Umsatzes	15.8 %	16.3 %	19.4 %	16.9 %	17.2 %	17.8 %
Zinsertrag	0.0	2.00	0.00	5.83	8.25	10.45
Zinsaufwand	-1.0	0.0	-4.0	-0.4	0.0	0.0
Sonderposten	19.0	-21.0	127.0	0.0	0.0	0.0
Gewinn vor Ertragssteuern	623	692	933	852	924	1051
Steuern (-)	-155	-172	-219	-217	-240	-273
Minderheiten	25.0	20.0	22.0	23.9	25.9	29.4
Reingewinn	443	500	692	611	658	748
– Veränderung in %	19.4 %	12.9 %	38.4 %	-11.7 %	7.7 %	13.7 %
– in % des Umsatzes	11.6 %	11.4 %	14.4 %	12.2 %	12.4 %	12.8 %
Bereinigter Gewinn	424	515	579	611	658	748
– Veränderung in %	14.3 %	21.5 %	12.4 %	5.50 %	7.7 %	13.7 %
Geldflussrechnung						
EBITDA	777	908	1024	1 065	1 134	1 282
– in % des Umsatzes	20.3 %	20.8 %	21.3 %	21.2 %	21.3 %	21.9 %
Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	27.0	-8.0	-380.00	29.8	23.6	26.6
Sonstige Faktoren	0.0	-7.0	-288.0	0.0	0.0	0.0
Operativer Cashflow	750	909	1116	1 035	1 110	1 256
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-457	-351	-463	-226	-286	-313
– davon Investitionen in Sachanlagen	-224	-271	-285	-201	-266	-293
Bilanz						
Bilanzsumme	2 852	3 333	3 581	3 939	4 339	4 798
Eigenkapital	1 592	2 007	1 862	2 169	2 486	2 854
– EK-Quote	55.8 %	60.2 %	52.0 %	55.1 %	57.3 %	59.5 %
Goodwill	503	563	563	563	563	563
– in % des EK	31.6 %	28.1 %	30.2 %	26.0 %	22.7 %	19.7 %
Nettoverschuldung(+)/-finanzvermögen(-)	-215	-378	-573	-824.6	-1045	-1310
Gearing	-0.14	-0.19	-0.31	-0.38	-0.42	-0.46
Rentabilitätskennzahlen						
ROE	28.9 %	27.8 %	35.8 %	30.3 %	28.3 %	28.0 %
ROIC vor Goodwill	55.8 %	56.4 %	62.3 %	79.6 %	81.0 %	81.4 %
ROIC inkl. Goodwill	36.4 %	32.6 %	35.4 %	36.9 %	38.2 %	40.4 %
Bewertungskennzahlen						
Enterprise Value/EBITDA			9.1x	8.8x	8.2x	7.3x
Enterprise Value/Umsatz			1.9x	1.9x	1.8x	1.6x
Preis/Umsatz			2.1x	1.9x	1.8x	1.6x
Preis/Buchwert			5.4x	4.4x	3.9x	3.4x
KGV			13.8x	15.7x	14.6x	12.8x
KGV bereinigt			16.6x	15.9x	14.7x	12.8x
Daten pro Aktie						
Gewinn	58.4	65.5	91.1	80.4	86.6	98.5
– Veränderung in %	18.0 %	12.2 %	39.1 %	-11.7 %	7.7 %	13.7 %
Bereinigter Gewinn	55.4	66.8	75.9	80.4	86.6	98.5
Eigenkapital	210	263	245	286	327	376
Dividende	50.0	35.0	50.0	40.0	45.0	50.0
Kapitalstruktur						
Nennwert	CHF 1	Anzahl Aktien	Börsenkap.	Free Float	TK-Symbol	Val.-Nr.
Namenaktie	CHF 1	7'597'861	9.6 Mrd	61 %	SGSN	249 745

Bedeutende Aktionäre: 15% IFIL SA, 23.7% August von Finck (inkl. Familie),

Quelle: ZKB

