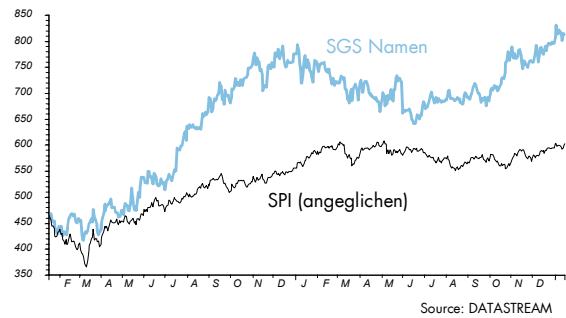


# SGS

## Akquisitionen: Mittel zur Zielerreichung?

Kurs N: CHF 827 TK-Symbol: SGSN  
 Branche: Dienstleistungen  
 Analyst: Sven Bucher 044 292 35 35  
 Nachhaltiges Anlageuniversum: –  
 19. Januar 2005

## Marktgewichten



	2004	2005(\$)	2006(\$)		2004	2005(\$)	2006(\$)
GpA	36.3	44.4	48.2	Dividendenrendite	1.5 %	1.7 %	1.9 %
– Wachstum	22.7%	22.2%	8.5%	EV/EBITDA	12.9x	11.0x	10.0x
KGV	22.8x	18.6x	17.2x	EBITA-Marge	13.6%	14.6%	14.9%

### Zusammenfassung

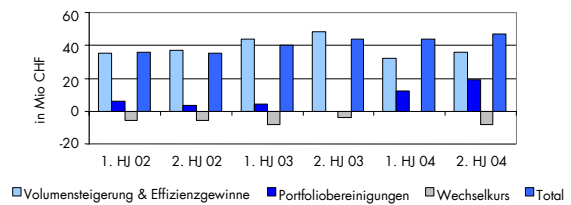
- Das organische Umsatzwachstum 2004 lag mit 10.6 % über unseren und den Markterwartungen. Erfreulicherweise konnte sich das organische Wachstum im 2. Halbjahr gegenüber dem 1. Semester von 10.2 % auf 10.9 % erhöhen.
- Die EBITA-Marge kam mit 13.55 % resp. einer Verbesserung gegenüber dem Vorjahr um ca. 130 Basispunkte leicht über unserer Erwartung von 13.50 % zu liegen.
- Obwohl die EBITA-Marge im 2. Halbjahr 14.1 % gegenüber 13.0 % im 1. Halbjahr beträgt, erachten wir das Konzern-EBITA-Margenziel von 16 % für 2005 weiterhin für zu ambitiös.
- Der Reingewinn lag mit CHF 279 Mio (+22.9 %) nach ausserordentlichen Erträgen von CHF 3 Mio im Rahmen der Erwartungen.
- Das GpA-Ziel von CHF 45 im Jahre 2005 wurde auch vom interimistischen CEO Johan Allegaert bestätigt. Wir messen diesem Ziel jedoch kein allzu grosses Gewicht bei. Mit der Einführung von IFRS 3 dürfte sich nahezu jede Akquisition Gewinn verdichtend auswirken.
- Nach den Restrukturierungs- und Effizienzgewinnen der letzten Jahre dürfte das künftige Wachstum wie im vergangenen Jahr (fast 50 % des Umsatzwachstums) vermehrt von Akquisitionen getrieben werden. Akquisitionen trugen zudem im Gesamtjahr ca. 34 % zur operativen Ergebnisverbesserung bei. Im 1. Halbjahr lag dieser Anteil noch bei 27 %.
- Anlässlich der Resultatbekanntgabe wurde noch kein neuer CEO der Öffentlichkeit vorgestellt. Gemäss Angaben von SGS ist der Selektionsprozess jedoch abgeschlossen und man befindet sich derzeit in den Schlussphasen der Vertragsverhandlung, so dass in den nächsten Wochen mit der Bekanntgabe gerechnet werden kann.
- Wir erwarten, dass der Markt aufgrund der regen Akquisitionstätigkeit als neue Zielsetzungen kein GpA- oder Margenziel mehr erwartet, sondern vielmehr ein Ziel zum Return on Invested Capital.
- Die Bewertung zeigt sowohl auf Basis eines Discounted-Cashflow-Modells als auch im Branchenvergleich aus unserer Sicht kein Kurspotenzial.
- Das neue Management muss beweisen, dass es grosse Akquisitionen tätigen und insbesondere auch integrieren und dabei auch die Kapitalrendite halten kann.
- Aus strukturellen Gründen – nur ein kleiner Teil der weltweit gehandelten Güter wird derzeit getestet resp. inspiziert – erwarten wir weiterhin ein hohes organisches Wachstum.

## Jahresergebnis ohne grosse Überraschung

Der Umsatz wuchs um 17.6 % auf CHF 2885 Mio und lag damit über unserer Schätzung von CHF 2833 Mio. Nachdem von den Währungseffekten im 1. Halbjahr 2004 noch ein leicht positiver Beitrag (+0.6 %) ausgegangen war, resultierte im 2. Halbjahr insbesondere wegen der USD-Schwäche ein deutlich negativer Effekt, so dass Währungseinflüsse im 2. Halbjahr das Umsatzwachstum negativ beeinflussten. Aus den Akquisitionen und Devestitionen resultierte ein Nettoeffekt von +8.5 % resp. beinahe 50 % des Umsatzwachstums. Damit übertraf SGS mit +10.6 % resp. sogar 10.9 % im 2. Halbjahr zum ersten Mal das gesetzte organische Wachstumsziel von 10 %. Die EBITA-Marge konnte um 130 Bp auf 13.55 % (ZKB-S 13.50 %) weiter verbessert werden. Auf Stufe Reingewinn vor ausserordentlichen Faktoren lag das Ergebnis mit CHF 276 Mio im Rahmen unserer Erwartung von CHF 274 Mio.

Bei den insgesamt zehn Sparten stachen insbesondere die Zahlen der Bereiche Mineral Services, Consumer Testing und Trade Assurance Services hervor, die fast 45 % des EBITA generieren. Sie vermochten sowohl bezüglich organischen Umsatzwachstums als auch betreffend der Margenverbesserung zu überzeugen. Nach einem sehr guten Halbjahr hätten wir vom umsatzmässig wichtigsten und gewinnmässig zweitgrössten Bereich Oil, Gas & Chemicals auch dank der positiven Situation beim Erdöl im 2. Halbjahr eine weitere Verbesserung der EBITA-Marge erwartet. Diese blieb jedoch mit 11.9 % gegenüber dem 1. Halbjahr unverändert. Weiterhin wenig überzeugend schnitten die Bereiche Life Science und Automotive ab, die beide kein organisches Wachstum verzeichnen konnten.

## Operative Ergebnisverbesserung



Quelle: SGS, ZKB

## 16 % Marge im Jahr 2005 oder 2006?

Mit einer Verbesserung der EBITA-Marge auf 13.55 % resp. 14.1 % im 2. Halbjahr kam SGS zwar ihrem EBITA-Margenziel von 16 % im Jahr 2005 einen Schritt näher. Wir erachten dieses Ziel jedoch weiterhin als zu ambitiös. Wir denken, dass 2005 eine EBITA-Marge von 14.6 % erzielt wird. Das Management hat das Margenziel 2005 anlässlich der Präsentation der Zahlen zwar grundsätzlich bestätigt, jedoch deutlich weniger überzeugend kommuniziert als in der Vergangenheit und auch die Möglichkeit offen gelassen, dass das Ziel eventuell erst ein Jahr später erreicht werden könnte. Der Fokus des Managements war denn auch sehr stark auf das GpA-Ziel von CHF 45 im Jahr 2005 ausgerichtet. Wir erachten dieses Ziel von der Qualität her jedoch zunehmend als unbedeutender. SGS hat in der jüngsten Vergangenheit diverse Akquisitionen getätigt und dürfte dank des Nettofinanzvermögens von CHF 438 Mio auch in Zukunft in der noch fragmentierten Branche weitere Arrondierungen vornehmen. Dank der neuen Rechnungslegung unter IFRS 3 dürften die meisten Akquisitionen jedoch bereits im Jahr der Übernahme Gewinn verdichtend wirken, da wir davon ausgehen, dass die mit der Übernahme von vielfach kleineren Unternehmen verbundenen Restrukturierungs- und Integrationskosten keinen signifikanten negativen Einfluss haben dürften. Aufgrund der Tatsache, dass SGS in Sachanlagen (Capex) und Firmenkäufe in der letzten Zeit substantielle Beträge investiert hat (2004: netto CHF 187 Mio resp. CHF 201 Mio),

wird die Rendite auf dem investierten Kapital zunehmend an Bedeutung gewinnen. Die Grafik auf Seite 2 zeigt eindrücklich die Bedeutung der Akquisitionen auf die Gewinnsteigerung. Während diese im 1. Halbjahr noch rund 27 % zur operativen Ergebnisverbesserung beitrugen, waren es im 2. Halbjahr schon über 40 %. In den Jahren 2002 und insbesondere auch im Jahr 2003 konnte eine deutliche Verbesserung des operativen Ergebnisses, basierend auf Volumensteigerungen und Kostenreduktionen, erreicht werden. Im 1. Halbjahr 2004 zeigte sich jedoch bereits eine Abschwächung dieser Tendenz – die sich gemäss den oben aufgeführten Zahlen im 2. Halbjahr noch weiter abgeschwächt hat. Der aus Volumensteigerungen und Kosteneinsparungen stammende Beitrag hat sich nicht nur relativ zum M&A-Beitrag reduziert, sondern fällt auch in absoluten Zahlen tiefer aus als in den Vorjahren. SGS wird demzufolge zunehmend abhängiger von weiteren Akquisitionen. Im Weiteren muss noch beachtet werden, dass im Jahre 2004 erstmals ein organisches Wachstum von über 10 % erzielt wurde. Damit ist 2004 das bisher stärkste Jahr bezüglich organischen Wachstums. Auf das 2. Halbjahr trifft dies aufgrund der noch höheren organischen Dynamik sogar noch stärker zu. Die auf Volumenwachstum und Margenerhöhung basierende Verbesserung sollte also in dieser Zeitperiode überdurchschnittlich gewesen sein. Aus unserer Sicht ist die Abflachung darauf zurückzuführen, dass seit der Übernahme der CEO-Funktion durch Sergio Marchionne die Strukturen deutlich effizienter aufgesetzt wurden und damit das Kosteneinsparungs- und Margensteigerungspotenzial nur noch vergleichsweise gering ist.

Einen weiteren Grund, vermehrt auf den effizienten Einsatz der Mittel und weniger auf ein absolutes Gewinnziel abzustützen, sehen wir darin, dass SGS ihre Aktivitäten zunehmend von Inspektionen auf wachstums- und margenstärkere Labortests verlagert. Dafür sind jedoch umfangreiche Investitionen (Capex) notwendig. Betragen die Investitionen von

2000 bis 2002 jeweils rund CHF 100 Mio p.a. und 2003 bereits CHF 146 Mio, so waren es im Jahr 2004 wie erwähnt bereits CHF 187 Mio und die Gesellschaft hat bestätigt, dass auch 2005 mit einem vergleichbar hohen Capex-Niveau zu rechnen ist.

### **M&A gewinnt an Bedeutung**

Die Erreichung des Margenziels wäre entsprechend davon abhängig, dass zunehmend Akquisitionen gefunden werden, die eine höhere Marge als 16 % erreichen. Mit einer EBITA-Marge der neu akquirierten Gesellschaften von ca. 14.9 % ist dies SGS 2004 auch beinahe gelungen. Die Marge der akquirierten Gesellschaften ist über derjenigen des angestammten Geschäfts (ca. 13.5 %) ausgefallen. Wir gehen davon aus, dass auf GpA-Basis die Akquisitionen im Jahr 2004 insgesamt einen theoretischen Beitrag von ca. CHF 2.6 gebracht hätten – wobei wir aufgrund der geografischen Struktur der Akquisitionen mit einer im Konzernvergleich hohen Steuerquote von 30 % gerechnet haben. Dies würde rund 38 % der im Jahre 2004 ausgewiesenen GpA-Verbesserung – von CHF 29.63 auf CHF 36.49 – entsprechen. 2004 wurde jedoch die Goodwillabschreibung teilweise noch vorgenommen, so dass es sich um eine theoretische Betrachtung handelt.

#### **Theoretischer M&A-Einfluss**

Akquirierter Umsatz	CHF 208 Mio
EBITA	CHF 31 Mio
EBITA-Marge	14.9 %
Zinskosten (1 %)	CHF 2 Mio
Steuern (30 %)	CHF 8.7 Mio
Gewinnbeitrag	CHF 20.3 Mio
GpA (Basis 7.64 Mio Aktien)	CHF 2.6

Quelle: ZKB

Wie jedoch die deutlich verlangsamte Akquisitionstätigkeit des 2. Halbjahres zeigt, dürften nicht allzu viele ansprechende Übernahmekandidaten auf dem Markt verfügbar sein. Im 1. Halbjahr wurden gemäss der Cashflowrechnung Akquisitionen von insgesamt CHF 196 Mio getätigt. Gemäss den vor-

liegenden Informationen erhöhte sich dieser Betrag bis Ende des Geschäftsjahres nur unwesentlich auf CHF 201 Mio. Die reduzierte Akquisitionstätigkeit könnte zwar auch auf das Führungsvakuum nach dem überraschenden Abgang von CEO Werner Pluss zurückzuführen sein. Vom Management wurde uns jedoch verschiedentlich glaubwürdig versichert, dass die einzelnen Divisionen bei ihrer Akquisitionstätigkeit relativ unabhängig sind und demzufolge die interimistische CEO-Regelung keinen negativen Einfluss auf die Übernahmetätigkeit gehabt hat.

Wir gehen davon aus, dass für die Akquisitionen in der Regel ein Umsatz-Multiple von ca. 1x bis 1.5x bezahlt wird. Mit dem derzeit vorhandenen Nettofinanzvermögen von CHF 438 Mio könnte die Gesellschaft bei einem eher am oberen Ende liegenden Multiple von 1.5x, einer Steuerquote von 30 %, die über dem aktuellen Konzerndurchschnitt von 24.5 % liegt, und einer angenommenen Marge analog den Akquisitionen im Jahre 2004 einen zusätzlichen Gewinn pro Aktie von CHF 3.5 resp. ca. 8 % des GpA-Ziels von CHF 45 erarbeiten. Nicht

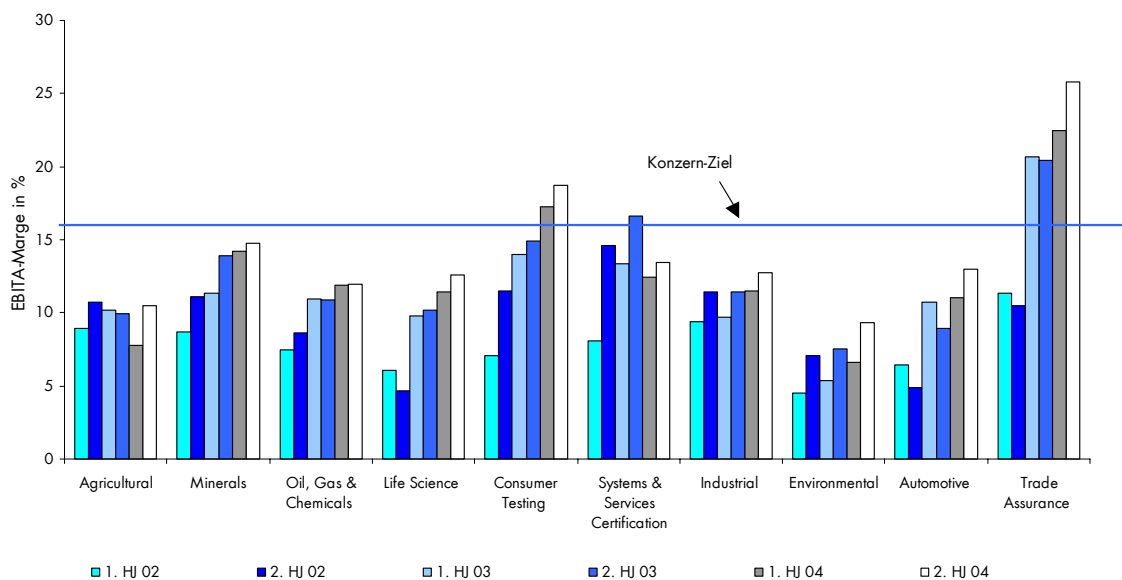
berücksichtigt haben wir hierbei allfällige Integrationskosten.

Die Gesellschaft hat 2003 einen so genannten Long-Term-Incentive-Plan (Optionsplan) von 5 475 000 Optionen ausgegeben. 100 Optionen berechtigen zum Bezug einer Aktie zum Strike von CHF 416. Die Ausübung der Optionen ist unter anderem abhängig davon, dass die Gesellschaft 2005 einen GpA von CHF 45 (ohne Sonderfaktoren) erreicht. Von daher besteht seitens des Managements ein grosses Interesse, dieses Ziel zu erreichen.

**Unterschiedlicher Beitrag der einzelnen Bereiche**

Wie die unten stehende Grafik zeigt, erreichen derzeit auf Semesterbasis von den zehn Bereichen nur Trade Assurance (25.8 %) und Consumer Testing (18.8 %) eine über dem Konzern-EBITA-Ziel von 16 % liegende Marge. Die anderen Bereiche sind trotz teilweise deutlicher Verbesserungen zum Teil noch weit davon entfernt. Zudem ist zu berücksichtigen, dass das 2. Halbjahr in der Regel leicht besser ist als das 1. Halbjahr. Wir gehen derzeit von einer

**Margenentwicklung der einzelnen Bereiche**



Quelle: SGS, ZKB

Marge von 14.6 % für 2005 aus. Derzeit ist es auch schwierig zu beurteilen, wie stark sich der operative Leverage in Zukunft auswirken wird. Im 1. Halbjahr wuchs der Umsatz organisch um 10.1 %, während der Personalbestand nur um 6.7 % stieg. Für das Gesamtjahr zeigt sich jedoch ein Anstieg des Personalbestandes (ohne Akquisitionen) um 11.4 % bei einem gleichzeitigen Umsatzwachstum auf organischer Basis von 10.6 %. Zwar dürfte sich der Personalzuwachs erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung in einem höheren Umsatz niederschlagen. Bei SGS belaufen sich die Personalkosten in der Regel auf etwa 50 % des Umsatzes und stellen somit einen wichtigen Margentreiber dar.

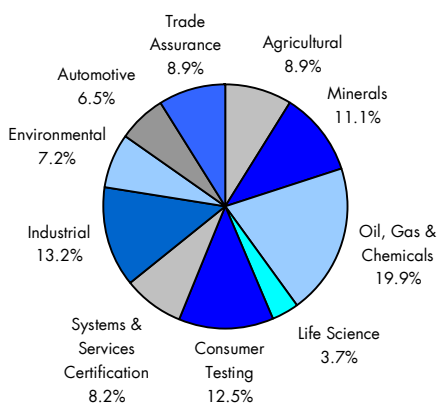
**Neuer CEO – neue Ziele?**

SGS hat bekannt gegeben, dass der Selektionsprozess bezüglich des neuen CEO abgeschlossen ist und es derzeit nur noch um die Details bei der Vertragsverhandlung geht. Von daher ist in den nächsten Wochen mit der Ernennung des neuen CEO zu rechnen. Dies wäre aus unserer Sicht positiv, da die vielen Wechsel an der Führungsspitze 2004 (Abgang Marchionne und Pluss) einen gewissen Unsicherheitsfaktor darstellen. Wir erwarten eine starke Persönlichkeit an der Spitze von SGS. Die Führung der Managementstruktur von SGS mit 24 Mitgliedern in der obersten Führungsetage (so genanntes Operations Council) und einer entsprechenden Matrixorganisation erachten wir als sehr schwierige Aufgabe. Zudem ist aufgrund der zunehmenden Akquisitionstätigkeit ein CEO mit Integrationserfahrung gefragt. Wir gehen auch davon aus, dass Sergio Marchionne als Vizepräsident des VR weiterhin einen nicht unerheblichen Einfluss auf die operative Führung nehmen dürfte. Aufgrund des relativ langen Suchprozesses gehen wir davon aus, dass es sich um eine externe Lösung handelt. Sofern es sich nicht um eine in der Investorengemeinde bekannte Persönlichkeit handelt, gehen wir davon aus, dass dies nur einen geringen Einfluss auf den Aktienkurs hat. Eine verstärkte Reaktion könnte sich erst bei der Präsentation einer neuen Strategie resp. neuer Zielsetzungen für die Zeit nach 2005 ergeben. Wir gehen aber davon aus, dass dies frühestens im 2. Quartal der Fall sein wird, da sich der neue CEO wohl die „üblichen“ 100 Tage Einarbeitungszeit geben wird. Ebenso denken wir, dass SGS anschliessend neue finanzielle Ziele kommunizieren wird, wobei wir nicht mehr mit einem absoluten Ziel, sondern vielmehr mit einem Margen und einem Renditeziel rechnen. Eine ambitionöse Zielsetzung, verbunden mit einem realistischen Plan zur Zielerreichung, könnte der Aktie im 2. Quartal möglicherweise einen gewissen Kursschub verleihen.

tes Operations Council) und einer entsprechenden Matrixorganisation erachten wir als sehr schwierige Aufgabe. Zudem ist aufgrund der zunehmenden Akquisitionstätigkeit ein CEO mit Integrationserfahrung gefragt. Wir gehen auch davon aus, dass Sergio Marchionne als Vizepräsident des VR weiterhin einen nicht unerheblichen Einfluss auf die operative Führung nehmen dürfte. Aufgrund des relativ langen Suchprozesses gehen wir davon aus, dass es sich um eine externe Lösung handelt. Sofern es sich nicht um eine in der Investorengemeinde bekannte Persönlichkeit handelt, gehen wir davon aus, dass dies nur einen geringen Einfluss auf den Aktienkurs hat. Eine verstärkte Reaktion könnte sich erst bei der Präsentation einer neuen Strategie resp. neuer Zielsetzungen für die Zeit nach 2005 ergeben. Wir gehen aber davon aus, dass dies frühestens im 2. Quartal der Fall sein wird, da sich der neue CEO wohl die „üblichen“ 100 Tage Einarbeitungszeit geben wird. Ebenso denken wir, dass SGS anschliessend neue finanzielle Ziele kommunizieren wird, wobei wir nicht mehr mit einem absoluten Ziel, sondern vielmehr mit einem Margen und einem Renditeziel rechnen. Eine ambitionöse Zielsetzung, verbunden mit einem realistischen Plan zur Zielerreichung, könnte der Aktie im 2. Quartal möglicherweise einen gewissen Kursschub verleihen.

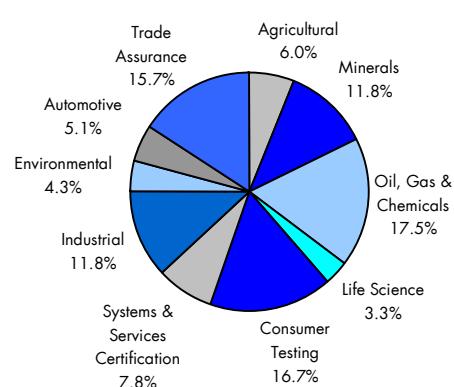
**Die einzelnen Segmente im Überblick**

**Umsatzanteil in %**



Quelle: SGS, ZKB

**EBITA-Anteil in %**



Quelle: SGS, ZKB

Die Charts auf Seite 5 vermitteln einen Überblick über den Umsatzanteil sowie den EBITA-Beitrag der zehn Bereiche. Anlässlich der Analystenpräsentation gab sich das Management für alle zehn Bereiche sowohl bezüglich der Umsatz- als auch der Margenentwicklung für 2005 sehr optimistisch. In keinem der Bereiche sieht das Management derzeit überdurchschnittliche Risiken, dass diese Erwartung nicht erfüllt werden sollte. Wir sind da etwas anderer Meinung. Vergleichbare Aussagen wurden nämlich bereits im Vorjahr gemacht, wobei anschliessend insbesondere Automotive und Systems & Services Certification enttäuschten.

### **Agricultural**

Der Bereich Agricultural umfasst die Quantitäts- und Qualitätskontrolle im Agrarbereich. Nachdem im 1. Halbjahr noch eine Margenverschlechterung von 10.2 % auf 7.8 % verzeichnet werden musste, konnte dank einem guten 2. Erntehalbjahr die Division für das Gesamtjahr den Rückgang in Grenzen halten, so dass per Saldo ein Margenrückgang von 0.8-Prozentpunkten auf 9.2 % resultiert. Das organische Wachstum belief sich im gleichen Zeitraum auf 7.4 %. Unserer Meinung nach wird sich die Margensituation dank der getroffenen Restrukturierungsmassnahmen (u.a. wurde im 1. Halbjahr 2004 der verantwortliche Divisionsleiter ausgewechselt) verbessern. Aufgrund von strukturellen Problemen und der Abhängigkeit von meteorologischen Einflüssen rechnen wir in 2005 mit einer EBITA-Marge von 11.0 %.

### **Mineral Services**

Der Bereich Mineral Services beschäftigt sich mit Expertisen im Zusammenhang mit dem Bergbau. Darunter fallen unter anderem Explorationen, Gewichtsbestimmungen, Lagermanagement etc. Dieser Bereich konnte 2004 vom starken Preisanstieg sowie von dem von China ausgehenden Nachfragesog profitieren. SGS konnte entsprechend ein organisches Wachstum von 16 % ausweisen, was über unseren Erwartungen lag. Tendenziell gehen wir

aufgrund von strukturellen Faktoren weiterhin von einem guten organischen Wachstum aus. Dieses dürfte sich jedoch 2005 deutlich reduzieren, so dass wir mit einem organischen Wachstum von rund 9 % rechnen. Die operative Marge konnte in der Jahresfrist von 12.7 % auf 14.5 % und damit im Konzernvergleich überdurchschnittlich gesteigert werden. Wir gehen davon aus, dass wir 2005 nur noch eine geringfügige Verbesserung sehen werden, da das zyklische Hoch etwas abklingen wird.

### **Oil, Gas & Chemicals Services**

Die Division ist in der Exploration, Verarbeitung und dem Cargo-Handling in der Petroleumindustrie tätig und vermochte das organische Wachstum unter anderem dank der hohen Erdölpreise um 12.6 % zu steigern. Zusammen mit dem akquisitorischen Wachstum von über 20 % resultierte eine Erhöhung des Geschäftsvolumens um nahezu ein Drittel. Nachdem die EBITA-Marge bereits im 1. Halbjahr um 100 Bp auf 11.9 % angestiegen ist, konnte im 2. Halbjahr entgegen unseren Erwartungen keine weitere Steigerung mehr erfolgen, so dass die Marge trotz der insbesondere in der 2. Jahreshälfte ausgeprägten Situation beim Erdöl stabil blieb. Der Bereich konnte in den letzten Jahren eine kontinuierliche Margenverbesserung erzielen und wir gehen davon aus, dass sich die Marge im laufenden Jahr trotz der im Vorjahr getätigten Investitionen nur noch um 0.7 Prozentpunkte wird steigern lassen.

### **Life Science Services**

Bei Life Science (Outsourcing der Prüfung von Produktionsprozessen bei Biotech- und Pharmafirmen, Unterstützung bei der Entwicklung und Zulassung von Medikamenten) handelt es sich um eine der neueren Divisionen. Mit der Akquisition des Instituts Fresenius und von Medisearch konnte die Position etwas verbessert werden. Die Division weist jedoch nach wie vor eine suboptimale Grösse auf und dürfte durch weitere Akquisitionen gestärkt werden. Die Gesellschaft vermochte kein positives organisches Wachstum zu erzielen und konnte nur dank den

erwähnten Akquisitionen ein Umsatzplus von 80.2 % generieren. Damit ist die Gesellschaft weit von ihrem ursprünglichen Ziel entfernt, 2005 einen organischen Umsatz von CHF 100 Mio zu erreichen. Dank der Akquisitionen konnte zumindest die EBITA-Marge von 10 % auf 12 % gesteigert werden. Wir erwarten für 2005 eine Marge von 12.6 % insbesondere wegen der laufenden Integration der akquirierten Gesellschaft.

### **Consumer Testing**

Die Division Consumer Testing befasst sich mit Produkttests und Inspektionen von Spielzeugen, Kleidern, elektronischen Geräten, Haushaltswerkzeugen, Nahrungsmitteln etc. Mit einem organischen Wachstum von 22.1 % bildet Consumer Testing den Wachstumsmotor von SGS. SGS hat in der Vergangenheit stark in diesen Bereich investiert und im Jahr 2004 mehr als 25 % der Capex-Investitionen in diesen Bereich (CHF 51 Mio) fliessen lassen. Nebst dem höchsten Umsatzwachstum wies der Consumer-Testing-Bereich mit 18.1 % auch die zweithöchste EBITA-Marge aus. Da die Laboratorien im Jahresverlauf ihren Auslastungsgrad kontinuierlich steigern konnten und SGS neue Kooperationen (z.B. Joint Venture mit Metlabs in den USA) abschliessen konnte, gehen wir davon aus, dass in diesem Bereich bis 2005 eine Marge von 19.3 % oder sogar mehr realistisch ist.

### **Systems & Services Certification**

Dieser Bereich zertifiziert Unternehmen z.B. nach ISO-Standards. Im Vorjahr hatte er vom Übergang zur Version 2000 des ISO-Standards 9000 profitiert. Der Wegfall konnte jedoch durch neue Produkte weit gehend kompensiert werden. Nachdem im 1. Halbjahr noch ein stattliches Umsatzwachstum von 8.3 % resultierte, musste im 2. Halbjahr ein Rückgang um 2.5 % hingenommen werden, so dass sich für das Gesamtjahr ein Wachstum von 2.5 % ergab. Die Neueinführung von Produkten hat jedoch zu einem Margenrückgang um 210 Bp auf 13.0 % geführt, wobei insbesondere im 2. Halbjahr

der Rückgang mit ca. 300 Bp besonders ausgeprägt war. Wir rechnen zwar mit einer gewissen Normalisierung der Situation, dies dürfte die EBITA-Marge jedoch auf nur ca. 14.0 % verbessern.

### **Industrial Services**

Dieser Bereich beschäftigt sich mit der Qualität und Sicherheit von Gebäuden und Anlagen (z.B. Inspektion von Pipelines und von elektrischen Anlagen). 2004 konnte sowohl ein organischer Umsatzsprung auf CHF 380 Mio (+15.1 %) als auch eine deutliche Margenverbesserung von 10.6 % auf 12.1 % erzielt werden. Das Management gab anlässlich der Analystenpräsentation bekannt, dass es in diesem Bereich 2005 nach Akquisitionen Ausschau hält. Wir erwarten für 2005 eine weitere Margenverbesserung auf 13.3 %.

### **Environmental Services**

Hierbei handelt es sich um Prüfungen im Umweltbereich, etwa von Boden- und Wasserqualität. Sowohl der EBITA- als auch der Umsatzbeitrag ist weiterhin unterdurchschnittlich, obwohl die Division durch die Akquisition des Instituts Fresenius gestärkt wurde. Die EBITA-Marge von 8.1 % ist weiterhin tief, konnte jedoch im 2. Halbjahr insbesondere dank der Akquisition von 7.5 % im 2. Halbjahr 2003 auf 9.3 % verbessert werden. Die eingeleiteten Effizienzsteigerungsprogramme sollten zu einer Margenverbesserung führen. Wir prognostizieren jedoch für 2005 eine Marge von lediglich 9.0 %, was deutlich unter dem Konzerndurchschnittsziel von 16 % liegt.

### **Automotive Services**

Hier werden unter anderem Neuwagen ab Werk und zurückgenommene Leasingautos überprüft sowie Strassenverkehrsämter betrieben. Im Vorjahr hatte dieser Bereich davon profitiert, dass viele Leasingautos aufgrund der Incentive-Programme der US-Autohersteller zurückgegeben wurden und entsprechend geprüft werden mussten. Sowohl wir als auch das Management waren jedoch vom organi-

schen Umsatzrückgang von 13.4 % überrascht. Der grosse Einbruch erfolgte jedoch mit 17.9 % im 1. Halbjahr. Das Management stellte sich hervorragend darauf ein und konnte trotz des massiven Rückgangs des Geschäftsvolumens die Marge im Gesamtjahr von 9.9 % auf 10.7 % verbessern. Dank diversen neu gewonnenen Verträgen dürfte 2005 wieder ein organisches Wachstum von geschätzten 7 % resultieren. Die Marge sollte sich dank der von uns erwarteten Normalisierung der Auftragssituation deutlich verbessern, so dass wir davon ausgehen, dass 2005 eine Marge von 12.8 % erreicht wird.

### **Trade Assurance Services**

Das ehemalige Hauptgeschäft von SGS hat den bereits im Jahr 2003 eingetretenen Turnaround eindrücklich bestätigt. Diese Division führt unter anderem die Überprüfung von Importen für Entwicklungsländer und internationale Institutionen durch. Mit 24.1. % generiert sie die mit Abstand höchste Marge im Konzern. Nachdem im Jahr 2004 ein organisches Wachstum von 17 % ausgewiesen werden konnte, gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum 2005 deutlich verlangsamen wird. Dies zeigte sich bereits im 2. Halbjahr, wo nur noch eine minimale Umsatzzunahme erzielt wurde. Im Jahr 2005 wird sich in diesem Bereich ein organisches Wachstum von ca. 6 % einstellen. Das Management versucht mit neuen Dienstleistungen die Abhängigkeit von den bisherigen so genannten PSI (Pre-shipment Inspections) zu reduzieren und dabei den Umsatz stabiler zu halten. Wir glauben, dass in diesem Bereich die EBITA-Marge nicht mehr allzu stark ausgeweitet werden kann, da von Seiten der Regierungen ansonsten zunehmend Druck ausgeübt werden dürfte. Wir rechnen deshalb 2005 mit einer nur leicht höheren Marge von 24.5 %.

sitionen einen signifikanten Einfluss auf die Zahlen der einzelnen Bereiche haben.

Nachfolgende Tabelle zeigt eine Zusammenfassung der von uns erwarteten Ergebnisse für das Jahr 2005. Wie bereits erwähnt, könnten jedoch Akqui-

	2005(S)	2004	2. Hj. 2004	1. Hj. 2004	2003
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>3'121.6</b>	<b>2'885.2</b>	<b>1'495.4</b>	<b>1'389.8</b>	<b>2'454.5</b>
Veränderung in %	8.2	17.5	16.8	18.4	2.6
organisches Wachstum ex TA	8.4	9.9	12.0	7.8	6.8
organisches Wachstum	8.2	10.6	10.9	10.2	6.7
Wechselkurseffekt	-1.3	-1.5	-3.5	0.6	-4.2
Akquisitionen	1.3	8.5	9.3	7.5	0.2
<b>Agricultural Services</b>	<b>273</b>	<b>257</b>	<b>133</b>	<b>124.3</b>	<b>241.8</b>
Veränderung in %	6.0	6.3	10.9	1.9	-3.4
Organisches Wachstum	7.0	7.4	13.9	1.0	0.0
Akquisitorisches Wachstum	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wechselkurseinfluss	-1.0	-1.0	-3.0	0.9	-3.4
<b>EBITA</b>	<b>30.0</b>	<b>23.6</b>	<b>13.9</b>	<b>9.7</b>	<b>24.3</b>
- Veränderung in %	27.0	-2.9	43.3	-21.8	-1.2
- EBITA-Marge	11.0	9.2	10.5	7.8	10.0
<b>Minerals Services</b>	<b>343</b>	<b>320</b>	<b>169</b>	<b>150.7</b>	<b>279.9</b>
Veränderung in % yoy	7.3	14.1	14.5	13.7	4.3
Organisches Wachstum	9.0	16.0	19.5	12.2	4.8
Akquisitorisches Wachstum	0.0	0.0	0.0	0.0	5.1
Wechselkurseinfluss	-1.7	-1.9	-5.0	1.6	-5.6
<b>EBITA</b>	<b>50.7</b>	<b>46.3</b>	<b>25</b>	<b>21.4</b>	<b>35.5</b>
- Veränderung in %	9.6	30.5	16.4	42.7	32.9
- EBITA-Marge	14.8	14.5	14.8	14.2	12.7
<b>Oil, Gas &amp; Chemicals Services</b>	<b>598.7</b>	<b>574.6</b>	<b>292</b>	<b>282.5</b>	<b>439.1</b>
Veränderung in % yoy	4.2	30.9	28.6	33.3	10.1
Organisches Wachstum	6.0	12.6	12.5	12.6	15.8
Akquisitorisches Wachstum	0.0	20.2	19.8	20.7	0.7
Wechselkurseinfluss	-1.8	-1.9	-3.7	0.0	-6.3
<b>EBITA</b>	<b>75.4</b>	<b>68.6</b>	<b>35</b>	<b>33.7</b>	<b>47.9</b>
- Veränderung in %	10.0	43.1	3.6	45.3	49.8
- EBITA-Marge	12.6	11.9	11.9	11.9	10.9
<b>Life Science Services</b>	<b>115</b>	<b>107</b>	<b>56</b>	<b>50.9</b>	<b>59.1</b>
Veränderung in % yoy	7.7	80.2	88.5	72.0	-4.1
Organisches Wachstum	3.0	-4.2	-3.7	-4.7	-4.5
Akquisitorisches Wachstum	5.0	84.4	94.6	74.3	0.0
Wechselkurseinfluss	-0.3	0.0	-2.4	2.4	0.5
<b>EBITA</b>	<b>14.5</b>	<b>12.8</b>	<b>7</b>	<b>5.8</b>	<b>5.9</b>
- Veränderung in %	12.9	116.9	20.7	100.0	78.8
- EBITA-Marge	12.6	12.0	12.6	11.4	10.0
<b>Consumer Testing Services</b>	<b>411</b>	<b>361</b>	<b>195</b>	<b>165.6</b>	<b>272.3</b>
Veränderung in % yoy	14.0	32.4	33.7	31.0	1.5
Organisches Wachstum	16.0	22.1	24.8	19.1	12.5
Akquisitorisches Wachstum	0.0	12.9	13.4	12.2	-6.2
Wechselkurseinfluss	-2.0	-2.6	-4.6	-0.2	-4.9
<b>EBITA</b>	<b>79.3</b>	<b>65.2</b>	<b>37</b>	<b>28.6</b>	<b>39.4</b>
- Veränderung in %	21.7	65.3	28.0	61.6	57.1
- EBITA-Marge	19.3	18.1	18.8	17.3	14.5

	2005(S)	2004	2. Hj. 2004	1. Hj. 2004	2003
<b>Systems &amp; Services Certification</b>	<b>247</b>	<b>235</b>	<b>121</b>	<b>114.2</b>	<b>229.7</b>
Veränderung in % yoy	4.8	2.5	-2.5	8.3	8.0
Organisches Wachstum	6.0	3.9	0.9	7.4	13.3
Akquisitorisches Wachstum	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wechselkurseinfluss	-1.2	-1.4	-3.4	0.9	-5.3
<b>EBITA</b>	<b>34.5</b>	<b>30.5</b>	<b>16</b>	<b>14.2</b>	<b>34.7</b>
- Veränderung in %	13.2	-12.2	14.8	0.7	43.6
- EBITA-Marge	14.0	13.0	13.4	12.4	15.1
<b>Industrial Services</b>	<b>413</b>	<b>380</b>	<b>198</b>	<b>182.3</b>	<b>330.1</b>
Veränderung in % yoy	8.8	15.1	15.2	14.9	3.0
Organisches Wachstum	9.0	15.1	17.4	12.7	3.4
Akquisitorisches Wachstum	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
Wechselkurseinfluss	-0.2	-0.1	-2.2	2.1	-1.2
<b>EBITA</b>	<b>55.0</b>	<b>46.1</b>	<b>25</b>	<b>21.0</b>	<b>34.9</b>
- Veränderung in %	19.2	31.9	19.5	36.4	4.3
- EBITA-Marge	13.3	12.1	12.7	11.5	10.6
<b>Environmental Services</b>	<b>233</b>	<b>209</b>	<b>111</b>	<b>97.3</b>	<b>172.0</b>
Veränderung in % yoy	11.5	21.3	19.0	23.9	5.8
Organisches Wachstum	8.0	9.2	7.6	11.2	6.2
Akquisitorisches Wachstum	3.5	12.2	14.4	9.4	1.0
Wechselkurseinfluss	0.0	-0.1	-3.0	3.3	-1.4
<b>EBITA</b>	<b>20.9</b>	<b>16.8</b>	<b>10</b>	<b>6.4</b>	<b>11.2</b>
- Veränderung in %	24.6	49.5	62.5	52.4	18.3
- EBITA-Marge	9.0	8.1	9.3	6.6	6.5
<b>Automotive Services</b>	<b>220</b>	<b>188</b>	<b>99</b>	<b>89.0</b>	<b>211.0</b>
Veränderung in % yoy	17.1	-11.0	-0.4	-20.5	-11.7
Organisches Wachstum	7.0	-13.4	-8.4	-17.9	-3.3
Akquisitorisches Wachstum	14.0	6.4	13.6	0.0	0.0
Wechselkurseinfluss	-3.9	-4.0	-5.7	-2.6	-8.4
<b>EBITA</b>	<b>28.1</b>	<b>20.0</b>	<b>10</b>	<b>9.8</b>	<b>20.8</b>
- Veränderung in %	40.7	-4.0	4.1	-18.3	52.1
- EBITA-Marge	12.8	10.7	13.0	11.0	9.9
<b>Trade Assurance Services</b>	<b>269</b>	<b>255</b>	<b>122</b>	<b>133.0</b>	<b>219.5</b>
Veränderung in % yoy	5.5	16.4	-0.3	37.5	4.7
Organisches Wachstum	6.0	17.0	0.7	37.7	5.5
Akquisitorisches Wachstum	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wechselkurseinfluss	-0.5	-0.7	-1.1	-0.2	-0.8
<b>EBITA</b>	<b>66.0</b>	<b>61.5</b>	<b>32</b>	<b>29.9</b>	<b>45.1</b>
- Veränderung in %	7.3	36.4	5.7	49.5	96.1
- EBITA-Marge	24.5	24.1	25.8	22.5	20.5

Quelle: SGS, ZKB

### Leichte Gewinnanpassung nach den Zahlen

Derzeit liegen erst Eckdaten für das Geschäftsjahr 2005 vor. Der detaillierte Geschäftsbericht wird erst in einigen Wochen folgen. Aufgrund der uns zur Verfügung stehenden Daten haben wir unsere Gewinnschätzung um ca. 2.5 % leicht nach oben an-

gepasst. Verantwortlich hierfür ist eine höhere Umsatzdynamik als von uns erwartet.

## Bewertung

Mit Intertek Testing Services (IST) gibt es nur einen direkten Konkurrenten, der in den Bereichen Consumer Testing, Oil sowie Trade Assurance tätig und ebenfalls kotiert ist. Im internen Benchmarking vergleicht sich SGS mit anderen Service-Unternehmen z.B. aus den Bereichen Personalvermittlung, Logistik und Sicherheit. Nach der jüngsten guten Kursperformance weist SGS im Vergleich zu den meisten Unternehmen sowohl auf KGV- als auch auf EV/EBITDA-Basis aus unserer Sicht eine faire Bewertung auf. In der Vergangenheit belief sich die Prämie gegenüber Intertek auf teilweise bis zu 30 %. Wir sind jedoch der Meinung, dass dies nicht gerechtfertigt war und zu einem Grossteil mit einem „Marchionne-Bonus“ erklärt werden kann. Intertek weist im Bereich Consumer Testing eine überdurchschnittliche Marge aus. Unten stehende Tabelle zeigt basierend auf Konsensusdaten die Zusammenfassung einer 26 Unternehmen umfassenden Gruppe von Service-Gesellschaften.

Auf dem derzeitigen Niveau spielen auch Übernahmefantasien eine nicht unerhebliche Rolle. Nachdem die Holdinggesellschaft Wendel Investissement das Unternehmen Bureau Veritas im Jahre 2004 vollständig übernommen hat, gibt es viele Spekulationen über einen möglichen Zusammenschluss von SGS und Bureau Veritas. Uns erscheint ein Deal in

naher Zukunft als eher unwahrscheinlich. Das Management hat anlässlich der Resultatpräsentation verlauten lassen, dass derzeit diesbezüglich keine aktiven Gespräche geführt werden. Auch wenn solche Aussagen nicht unbedingt zum Nennwert zu nehmen sind, gehen wir doch davon aus, dass Wendel die auch für Bureau Veritas attraktiven Marktchancen aus eigener Kraft nutzen will.

Eine Bewertung, basierend auf einem Discounted-Cashflow-Modell und einem WACC von 8.1%, zeigt unter den gegebenen Marktbedingungen einen Wert je Aktie von ca. CHF 800, was in der Nähe des aktuellen Aktienkurses liegt. Auch unser Dividendendiskontierungsmodell (SML) zeigt auf dem derzeitigen Kursniveau kein Potenzial mehr an.

Vergleichsgruppe	Kurs-Gewinn-Verhältnis			EV/EBITDA		
	2004(S)	2005(S)	2006(S)	2004(S)	2005(S)	2006(S)
SGS SA	22.8x	18.8x	16.8x	9.7x	8.6x	7.8x
INTERTEK GROUP PLC	22.1x	19.1x	16.2x	10.0x	8.9x	7.8x
<b>Staffing</b>	<b>20.2x</b>	<b>15.1x</b>	<b>10.9x</b>	<b>12.3x</b>	<b>10.1x</b>	<b>8.4x</b>
<b>Multi-Services</b>	<b>26.6x</b>	<b>20.0x</b>	<b>17.0x</b>	<b>7.6x</b>	<b>7.1x</b>	<b>6.6x</b>
<b>Mail, Express, Post</b>	<b>21.3x</b>	<b>18.5x</b>	<b>16.3x</b>	<b>7.6x</b>	<b>6.8x</b>	<b>6.3x</b>
<b>Security</b>	<b>23.7x</b>	<b>20.4x</b>	<b>17.8x</b>	<b>6.9x</b>	<b>6.2x</b>	<b>5.7x</b>
Mittelwert	23.2x	18.3x	15.2x	8.8x	7.7x	6.9x
Median	21.5x	18.0x	15.9x	8.1x	7.1x	6.8x

Quelle: IBES, Bloomberg

SGS (in Mio CHF)	2006(S)	2005(S)	2004(P)	2003	2002	2001
<b>Erfolgsrechnung</b>						
Nettoumsatz	3'369	3'119	2'885	2'454	2'392	2'332
- Veränderung in %	8.0%	8.1%	17.6%	2.6%	2.6%	-1.6%
Personalaufwand	(1'639)	(1'528)	(1'430)	(1'240)	(1'252)	(1'255)
- in % des Umsatzes	-48.7%	-49.0%	-49.6%	-50.5%	-52.4%	-53.8%
Drittleistungen	(198.7)	(185.9)	(181.8)	(155.0)	(142.0)	(133.1)
- in % des Umsatzes	-5.9%	-6.0%	-6.3%	-6.3%	-5.9%	-5.7%
Übriger Betriebsaufwand	(889.3)	(823.4)	(779.0)	(663.0)	(686.8)	(697.4)
- in % des Umsatzes	-26.4%	-26.4%	-27.0%	-27.0%	-28.7%	-29.9%
EBITA	501.4	456.8	391.1	300.0	215.6	145.6
- in % des Umsatzes	14.9%	14.6%	13.6%	12.2%	9.0%	6.2%
Amortisation Goodwill	-	-	(16.00)	(10.00)	(8.68)	(8.46)
EBIT	501.4	456.8	375.1	290.0	206.9	137.1
- in % des Umsatzes	14.9%	14.6%	13.0%	11.8%	8.7%	5.9%
Zinsertrag	11.7	7.4	10.5	17.0	20.0	29.3
Zinsaufwand	(3.9)	1.0	(4.5)	(7.0)	(6.8)	(12.2)
Sonderposten	-	4.00	3.00	3.00	(79.65)	(177.52)
Gewinn vor Ertragssteuern	509.2	469.2	384.1	303.0	140.4	(23.3)
Steuern (-)	(119.7)	(110.3)	(90.3)	(68.0)	(27.5)	(43.5)
Minderheiten	20.4	18.8	15.4	8.0	3.8	8.3
Ergebnis vor a.o. Posten	369.1	337.2	287.9	234.0	197.4	110.8
Reingewinn	369.1	340.1	278.4	227.0	109.1	(75.2)
- Veränderung in %	8.5%	22.2%	22.7%	108.0%	-245.2%	-158.4%
- in % des Umsatzes	11.0%	10.9%	9.7%	9.3%	4.6%	-3.2%
<b>Geldflussrechnung</b>						
EBITDA	641.7	581.4	494.8	396.0	310.8	246.9
- in % des Umsatzes	19.1%	18.6%	17.2%	16.1%	13.0%	10.6%
Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	40.4	31.0	73.8	(5.4)	(77.2)	(138.4)
Operativer Cashflow	601.3	550.4	421.0	405.4	305.9	385.5
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	(151.6)	(187.7)	(460.0)	(209.5)	(89.5)	(144.6)
- davon Investitionen in Sachanlagen	(151.6)	(187.7)	(187.0)	(146.0)	(110.7)	(105.8)
<b>Bilanz</b>						
Bilanzsumme	2'976	2'650	2'212	2'022	1'850	1'991
Eigenkapital	1'796	1'531	1'255	1'090	915	1'007
- EK-Quote	60.4%	57.8%	56.7%	53.9%	49.5%	50.6%
Goodwill	304.0	304.0	304.0	147.0	106.7	59.9
- in % des EK	17%	20%	24%	13%	12%	6%
Nettoverschuldung(+)/-finanzvermögen(-)	(670.3)	(455.6)	(438.0)	(493.0)	(401.6)	(445.6)
Gearing	(0.37)	(0.30)	(0.35)	(0.45)	(0.44)	(0.44)
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
ROE	22.9%	24.8%	23.9%	23.1%	11.6%	-7.2%
ROIC vor Goodwill	40.5%	41.2%	44.1%	37.0%	29.1%	10.7%
ROIC inkl. Goodwill	28.4%	27.9%	33.2%	29.3%	25.0%	9.8%
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Enterprise Value/EBITDA	10.0	11.0	12.9			
Enterprise Value/Umsatz	1.9	2.1	2.2			
Preis/Umsatz	1.9	2.0	2.2			
Preis/Buchwert	3.6	4.3	5.0			
KGV	17.2	18.6	22.8			
<b>Daten pro Aktie</b>						
Gewinn	48.2	44.4	36.3	29.6	14.0	(9.6)
- Veränderung in %	8.5%	22.2%	22.7%	111.1%	-246.1%	-158.4%
Gewinn vor Amortisation Goodwill	48.2	44.4	37.9	30.9	15.2	(8.5)
Eigenkapital	227.2	194.5	164.3	139.9	117.0	125.5
Operativer Cashflow	78.5	71.8	54.9	52.9	39.4	49.3
Dividende	15.4	14.2	12.0	9.0	7.25	6.0
<b>Kapitalstruktur</b>	<b>Nennwert</b>	<b>Anzahl</b>	<b>Bö.-kap. Mio</b>	<b>TK-Symbol</b>	<b>Val.-Nr.</b>	
Namenaktie	CHF 20	7'822'166	6'336	SGSN	249745	

