

# Kardex

## Zyklische Dienstleistungen

Kurs N: CHF 38.00

Bloomberg: KARN SE

Börsenkapitalisierung: CHF 212 Mio

Nachhaltiges Anlageuniversum: Nein

ZKB Schuldnerating: BB

Telekurs: KARN

Free Float: 80 %

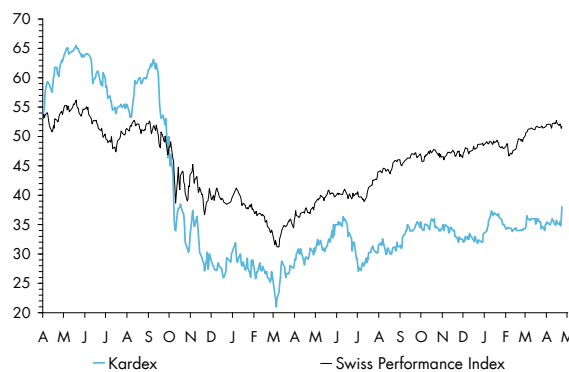
Michael Inauen

+41 44 292 31 00

michael.inauen@zkb.ch

26. April 2010

## Übergewichten



### Kennzahlen

in EUR	2009	2010(S)	2011(S)		2009	2010(S)	2011(S)
GpA	0.14	1.59	3.70	KGV	179.9x	16.2x	7.0x
- Wachstum	-97.6 %	1008.5 %	132.1 %	EV/EBITDA	11.0x	7.0x	4.7x
Dividendenrendite	0.00 %	0.00 %	3.47 %	EBIT-Marge	1.84 %	4.40 %	7.02 %

\*Wechselkurs EUR/CHF 1.47

Quelle: ZKB

## Übernahme mit grossem Potenzial

Am 23.4.10 hat Kardex die Akquisition der deutschen MLOG für EUR 30 Mio bekannt gegeben. Finanziert wird der Übernahmepreis hauptsächlich durch Kredite und zum kleineren Teil mit Cash. Diese Akquisition passt in die Strategie von Kardex und der Markt hat bereits seit letztem Jahr mit einer Übernahme gerechnet. MLOG wird zum dritten Pfeiler von Kardex und als dritte Division Kardex MLOG weitergeführt werden. Die Gesellschaft ist spezialisiert auf Hochregallager und dort insbesondere auf Regalbediengeräte. Sie ist das einzige Unternehmen, das Regalbediengeräte für Hochregallager von bis zu 44 Meter Höhe anbieten kann. Zudem kann auch kein anderer Anbieter Regalbediengeräte für schwere Lasten und leichte Güter offerieren. MLOG ist als eigenständiges Unternehmen nachhaltig profitabel und darüber hinaus bietet die Übernahme grosses Synergiepotenzial mit den Divisionen Kardex Stow und Kardex Remstar. Zudem erhält Kardex Produktgruppen, welche komplementär sind zum bisherigen Angebot. Unserer Ansicht nach verbessert die Übernahme von MLOG die bereits starke Position von Kardex im Intralogistikmarkt noch zusätzlich.

### MLOG – Spezialist für Hochregallager und Bediensysteme

Die deutsche MLOG wurde 1922 gegründet und 1989 in den MAN-Konzern als MAN Logistics GmbH integriert. 2005 erfolgte ein Management-Buy-out unter dem neuen Namen MLOG Logistics GmbH. Das Management, welches den Buy-out vollzogen hat (Stefan Seidl und Hans-Jürgen Heitzer), bleibt auch unter dem Kardex-Dach bei MLOG. 2009 ist MLOG in ein neues,

modernes Werk in Neuenstadt umgezogen, das momentan zu 30 % ausgelastet ist und somit noch 3-mal mehr Volumen bearbeiten kann, ohne die Investitionen zu erhöhen. Die Gesellschaft beschäftigt 229 Mitarbeiter und erzielte 2009 einen Umsatz von EUR 52 Mio (2008: EUR 70.6 Mio) und einen EBIT 2009 von EUR 4.1 Mio (2008: EUR 5.4 Mio). Der Umsatz wird praktisch ausschliesslich in Deutschland erwirtschaftet. MLOG ist spezialisiert auf Regalbediengeräte für Hochregallager und auch für die Projektierung und Ausführung von Hochregallagerbauten. Es ist die einzige Gesellschaft, die Regalbediengeräte für Hochregallager von bis zu 44 Meter Höhe produziert und anbietet. Zudem führt auch keine andere Gesellschaft Regalbediengeräte für schwere wie auch für leichte Güter.

### Automatisches Kleinteillager von MLOG



Quelle: MLOG

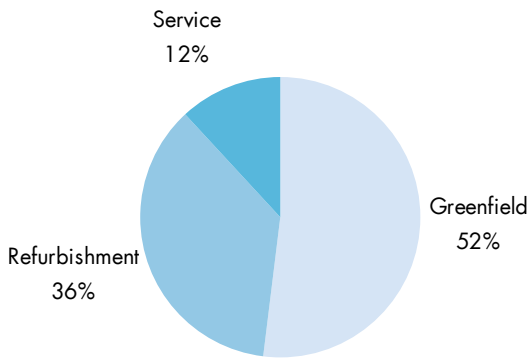
Zusätzlich stellt MLOG Zuführsysteme analog Interroll her, dies aber hauptsächlich im Zusammenhang mit



Zürcher  
Kantonalbank

Neubauten im Bereich Hochregallager und nicht als Stand-alone-Lösung. Dieser Bereich ist umsatzmässig klein. Der Fokus liegt auf drei Geschäftsbereichen: MLOG Greenfield (Warenlager Neubauten in der Projektgrösse von höchstens EUR 10 Mio), MLOG Refurbishment (Modernisierung bestehender Warenlager) und Service (klassisches Servicegeschäft). Mit dem Bereich MLOG Greenfield ist die Gesellschaft auch im Systemgeschäft tätig, in dem Kardex bis anhin überhaupt nicht vertreten war – dies allerdings nur für Projekte mit tiefer Komplexität. Innerhalb von Deutschland kann MLOG grosse Namen zum Kundenkreis zählen: Würth, Procter & Gamble, Sanofi Aventis, Daimler oder auch Toyota und Wagner Tiefkühlprodukte.

**Umsatzaufteilung MLOG 2009**



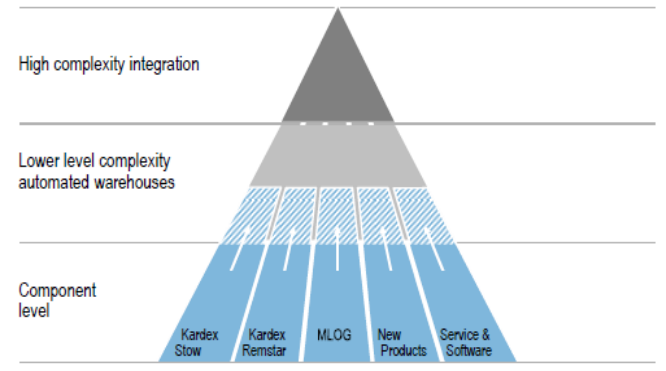
Quelle: Kardex/MLOG

**Strategiekonforme Akquisition**

Bereits im letzten Jahr hatte Kardex verschiedentlich angedeutet, einen dritten Pfeiler, vornehmlich über eine Akquisition, aufbauen zu wollen. Zudem hat die Gesellschaft an der letzten Analystenkonferenz im März 2010 die neue Strategie im Bereich Stow vorgestellt. Diese beinhaltet den Schritt vom Komponentenlieferanten hin zum Anbieter von Lagerhäusern mit tiefer technischer Komplexität. Dazu wurden auch neue Produkte wie Paletten-Shuttles und Hochregalsilos entwickelt. Die Akquisition von MLOG passt sehr gut in diese von Kardex eingeschlagene neue Strategie. Die Produktpaletten der beiden Gesellschaften überschneiden sich nicht, was keine Integrations- oder Restrukturierungskosten zur Folge hat. Allerdings war es auch eines der Ziele von Kardex, die Abhängigkeit von Europa zu verringern. Dies kann mit der Akquisition von MLOG zumindest kurz- bis mittelfristig nicht erreicht werden, da diese Gesellschaft beinahe ausschliesslich in Deutschland tätig ist. Der Schritt vom reinen Komponentenhersteller hin zum Integrator für Lager mit tiefer Komplexität macht aus unserer Sicht durchaus Sinn. Das Wachstum im Intralogistikmarkt dürfte insbesondere in diesem Bereich in Zukunft stark sein, da hier viele KMU involviert sind. Diese

wollen die Lager modernisieren, aber nicht mit einer zu hohen Komplexität (Bsp. grosse Gesellschaften wie Co-ca-Cola usw.). Entsprechend hoch dürfte das Potenzial in diesem Geschäftsfeld sein.

**Zukünftige Positionierung der Kardex Gruppe**



Quelle: Kardex

Wie auf der Grafik ersichtlich, wird Kardex hauptsächlich noch immer im Komponentenbereich tätig sein. Gemäss Management ist es nicht ausgeschlossen, dass Kardex in Zukunft das Integrationsgeschäft weiter ausbaut.

**Komplementäre Produkte**

Die Produktgruppen von Kardex und MLOG sind weitgehend komplementär und überschneiden sich kaum. Dies ist ein grosser Vorteil, da eine mühsame Integration oder sogar kostspielige Anpassungen und Restrukturierungen wegfallen. MLOG kann ohne Probleme als 3. Division aufgestellt werden.

**Strategischer Fit von Kardex und MLOG**

Topic	Kardex	MLOG
Dynamic storage and retrieval systems	●	○
Static racking systems and silo	●	○
Stacker cranes for pallets and small parts (miniload)	○	●
System and project knowhow	○	●
Software - Materials handling system	○	●
- WMS	●	○
- Controller	○	●
Service	●	○
Market position / customer base in Germany	●	○
Market position / customer base international (EU, USA, Asia)	●	○

Quelle: Kardex

Die obige Grafik zeigt, wie sich die Produkte ergänzen. Kardex ist mit Remstar Marktführer im Bereich dynamische Lagersysteme und sehr gut positioniert mit Kardex Stow im Bereich statische Lagersysteme. MLOG hingegen bringt Regalbediengeräte für Paletten (schwere Güte) und kleine Teile sowie Know-how im Projektgeschäft mit. Zudem verfügt die neue Tochtergesellschaft über eine eigene Material-Handling-Software und ein Servicenetz in Deutschland. International ist die Gesellschaft nicht positioniert. Doppelspurigkeiten gibt es keine.

### Beträchtliche Synergien erwartet

Die Übernahme macht für uns aus verschiedenen Gründen für beide Gesellschaften Sinn und die Synergien dürften tatsächlich hoch ausfallen. Es gibt drei Hauptgründe, welche die Akquisition lohnend machen: Synergien mit Kardex Stow, Synergien mit Kardex Remstar und steigende Skalenerträge bei MLOG. Kardex Stow liefert Stahlregale (Rackings) für die verschiedensten Arten von Lagerhäusern. Zu den Kunden gehören grosse Gesellschaften wie Ikea und Jungheinrich. Die Synergien sind in diesem Bereich am offensichtlichsten. MLOG musste bis anhin im Neugeschäft mit Lagerhäusern die Stahlregale extern einkaufen und hat dies nicht bei Kardex Stow getan, sondern bei der Konkurrenz. Diese Einkäufe (im zweistelligen Millionenbereich) werden neu über Kardex Stow getätigt, was aufgrund der höheren Eigenleistung ein zusätzliches Margenpotenzial eröffnet. Kardex Stow konnte grossen Kunden wie Ikea bis anhin kein gesamtheitliches Angebot für Lagerhäuser (Neubau, Modernisierung) anbieten, da unter anderem die Regalbediengeräte im Sortiment fehlten. Mit MLOG besteht nun die Möglichkeit, grössere Aufträge zu gewinnen und bei bestehenden Kunden ein grösseres Stück des Kuchens zu ergattern. Ebenfalls kann MLOG grosse Kunden wie Procter & Gamble oder Sanofi Aventis nun auch global bedienen, wo die Gesellschaft bis anhin kaum Aufträge ausserhalb Deutschlands gewinnen konnte (zu klein). Kardex Stow hat ebenfalls neue Produkte wie Hochregalsilos (das Regalager stellt auch bereits das Gebäude dar) und Paletten-Shuttles entwickelt. Diese lassen sich ebenfalls zusammen mit der MLOG-Produktpalette sehr gut vermarkten, was das Umsatzwachstum weiter forcieren dürfte. Grosse Synergien mit Kardex Remstar sind insbesondere im Bereich Service zu erwarten. Durch das globale Service- und Vertriebsnetz von Kardex Remstar kann MLOG sofort mit der Internationalisierung beginnen. Dies ermöglicht es MLOG nicht nur neue Kunden zu erreichen, sondern auch international einen guten Service zu bieten, was für Kunden immer wichtiger wird. Zudem verfügt MLOG über eine Material-Handling-Software, die Kardex Remstar erst noch entwickeln wollte. Nun können diese Kosten eingespart werden und die Software von MLOG kann weiter ausgebaut werden. Mittelfristig erwarten wir vermehrt Skalenerträge von MLOG. Durch die neuen Verkaufs- und Servicekanäle dürfte das Auftragsvolumen sowie die Auslastung bei MLOG ansteigen, was einen starken operativen Hebel zur Folge haben dürfte.

### Grosses Wachstumspotenzial

Neben dem von uns beschriebenen Wachstumspotenzial in den beiden Geschäftsbereichen Kardex Remstar

und Kardex Stow verfügt auch MLOG über ein grosses Potenzial. Dem Geschäft mit Regalbediengeräten attestieren wir beträchtliches Potenzial, da mittelfristig viele KMU ihre Lager modernisieren werden und etwa Gabelstapler durch Regalbediengeräte ersetzen werden. Auch der Trend zu Bauten in die Höhe (platzsparend) forciert das Wachstum bei Bediengeräten, da Gabelstapler nur eine begrenzte Höhe erreichen können. Zudem geht der Trend auch bei der Lagerhaltung von kleinen, leichten Teilen hin zur Automatisierung (bis anhin oft manuell). Solche Lagerneubauten und Modernisierungen sind meist nicht hochkomplex. Genau dieser Markt weist ein grosses Potenzial auf, weil kleinere Unternehmen sich hochkomplexe Lagersysteme nicht leisten können oder wollen.

### Schätzungen erhöht – weiterhin günstig bewertet

MLOG hat 2009 ein gutes Ergebnis erreicht und die Daten (Bestellungseingang, Auftragsbestand) sowie die Aussagen des Managements von Kardex und MLOG deuten darauf hin, dass in diesem Jahr ein ähnliches Resultat erreicht werden kann. MLOG wird per 1.5.2010 in die Kardex Gruppe konsolidiert. Wir erwarten von MLOG für 2010 einen Beitrag zum EBIT und trotz der höheren Zinskosten durch die Übernahme rechnen wir 2010 mit einem Beitrag zum Reingewinn von Kardex. Die Bruttogewinnmarge dürfte durch MLOG leicht verwässert, die EBIT-Marge für dieses und nächstes Jahr allerdings erhöht werden (momentan hat MLOG die höheren Margen). Auf normalisierter Basis hat Kardex jedoch die höhere operative Marge als MLOG. Wir gehen davon aus, dass MLOG sich unter dem Dach der Kardex Gruppe besser entwickeln und Umsatz sowie EBIT und EBIT-Marge steigern kann. Entsprechend haben wir unsere Schätzungen 2010 und 2011 für Kardex auf Stufe Umsatz, EBIT und Reingewinn um 9.3 % bzw. 16.1 % (Umsatz), 20.6 % bzw. 20.8 % (EBIT) und 17.6 % bzw. 19.1 % erhöht. Kardex war schon vor der Akquisition günstig bewertet. Durch die Erhöhung unserer Schätzungen ist die Bewertung nochmals gesunken (ZKB-S: EV/EBITDA 2010/10 7.0x bzw. 4.7x und KGV 2010/11 16.2x bzw. 7.0x. Aufgrund der guten Aussichten für Kardex erachten wir die Bewertung als deutlich zu tief und sehen einen fairen Wert, der mindestens 20 % höher liegt als der jetzige Wert am Aktienmarkt. Unsere Einstufung lautet weiterhin „Übergewichten“.

## Finanzzahlen

Kardex (in EUR Mio)	2007	2008	2009	2010(S)	2011(S)	2012(S)
<b>Erfolgsrechnung</b>						
Nettoumsatz	423	460	343	387	455	479
- Veränderung in %	1144.8 %	8.88 %	-25.5 %	13.0 %	17.3 %	5.40 %
Bruttogewinn	108	122	83.6	93.8	116	125
- in % des Umsatzes	25.5 %	26.5 %	24.4 %	24.2 %	25.4 %	26.0 %
Betriebsaufwand	-63.9	-71.0	-67.6	-63.1	-70.2	-71.3
EBITDA	44.4	51.4	16.5	29.5	44.0	51.8
- in % des Umsatzes	10.5 %	11.2 %	4.81 %	7.61 %	9.67 %	10.8 %
Abschreibungen	-7.70	-7.60	-7.80	-9.43	-9.58	-9.39
EBITA	36.7	43.8	8.70	20.0	34.4	42.4
- in % des Umsatzes	8.69 %	9.52 %	2.54 %	5.17 %	7.56 %	8.86 %
Abschreibung übriges immat. Vermögen	-1.50	-1.50	-2.40	-3.00	-2.48	-2.11
EBIT	35.2	42.3	6.30	17.0	31.9	40.3
- in % des Umsatzes	8.33 %	9.20 %	1.84 %	4.40 %	7.02 %	8.42 %
- Veränderung in %	n.a.	20.2 %	-85.1 %	171 %	87.1 %	26.4 %
Finanzergebnis	-5.40	-3.00	-4.60	-5.61	-5.35	-5.16
Gewinn vor Ertragssteuern	29.8	39.3	1.70	11.4	26.6	35.2
Steuern	-6.70	-6.30	-0.90	-2.57	-5.98	-7.91
- Steuerquote	22.5 %	16.0 %	52.9 %	22.5 %	22.5 %	22.5 %
Ergebnis vor a.o. Posten	23.1	33.0	0.80	8.87	20.6	27.3
Ausserordentliche Posten (nach Steuern)	-1.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Reingewinn	21.8	33.0	0.80	8.87	20.6	27.3
- Veränderung in %	-166 %	51.4 %	-97.6 %	1 009 %	132 %	32.5 %
- in % des Umsatzes	5.16 %	7.17 %	0.23 %	2.29 %	4.53 %	5.69 %
<b>Geldflussrechnung</b>						
EBITDA	44.4	51.4	16.5	29.5	44.0	51.8
Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	-15.8	9.21	-13.8	4.52	13.2	9.07
Andere operative Geldflüsse	-0.60	1.30	0.40	0.00	0.00	0.00
Zinsen und Steuern	-10.2	-11.6	-7.20	-9.04	-13.3	-15.7
Operativer Cashflow	60.2	42.2	30.3	25.0	30.8	42.8
Investitionen	47.1	19.8	9.80	39.0	9.00	10.0
- davon in Sachanlagen	5.00	11.0	5.80	28.0	8.00	9.00
Operativer FCF	44.4	20.9	17.7	-12.1	9.45	18.0
Übrige Geldflüsse	-27.2	-3.99	-2.50	-1.56	2.02	0.10
Free Cashflow	17.2	16.9	15.2	-13.7	11.5	18.2
Akquisitionen/Devestitionen	26.9	-2.00	-1.70	-8.00	0.00	0.00
Dividende/Veränderung Eigenkapital	-3.40	0.10	-10.00	0.00	0.00	-5.00
Veränderung Nettoverschuldung	40.7	15.0	3.50	-21.7	11.5	13.2
<b>Bilanz</b>						
Bilanzsumme	252	279	243	283	312	334
Eigenkapital	74.2	107	98.1	107	123	143
EK-Quote	29.4 %	38.5 %	40.4 %	37.7 %	39.2 %	42.9 %
Goodwill	28.8	28.8	30.6	38.6	38.6	38.6
- in % des EK	38.8 %	26.8 %	31.2 %	36.1 %	31.5 %	27.0 %
Nettoverschuldung (+) / Nettovermögen (-)	38.5	23.5	20.0	41.7	30.2	17.0
Gearing	51.9 %	21.9 %	20.4 %	38.9 %	24.6 %	11.9 %
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
ROE	33.5 %	36.4 %	0.78 %	8.65 %	17.9 %	20.5 %
ROIC exkl. Goodwill	34.0 %	32.4 %	4.06 %	14.4 %	20.2 %	22.5 %
ROIC inkl. Goodwill	20.5 %	21.2 %	2.70 %	8.70 %	12.2 %	14.1 %
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Enterprise Value/EBITDA	4.0x	3.5x	11.0x	7.0x	4.7x	4.0x
Enterprise Value/Umsatz	0.4x	0.4x	0.5x	0.5x	0.5x	0.4x
Preis/Umsatz	0.3x	0.3x	0.3x	0.4x	0.3x	0.3x
Preis/Buchwert	1.5x	1.1x	1.2x	1.3x	1.2x	1.0x
KGV	5.2x	3.5x	149.1x	16.2x	7.0x	5.3x
<b>Daten pro Aktie</b>						
Gewinn (in CHF)	6.00	8.98	0.21	2.34	5.43	7.20
Eigenkapital	20.4	29.2	25.9	28.2	32.4	37.7
Operativer Cashflow	16.6	5.67	4.22	2.86	3.13	4.86
Dividende (in CHF)	0.00	2.58	0.00	0.00	1.30	1.80
<b>Kapitalstruktur</b>						
Nennwert	CHF 11.00					
Anzahl Aktien		5 568 317				
Börsenkap.			CHF 212 Mio			
Free Float				79.7 %		
TK-Symbol					KARN	
Val.-Nr.						10 083 728

Quelle: ZKB

Diese Publikation wurde durch das Research der Zürcher Kantonalbank verfasst.

Zürcher Kantonalbank  
Investment Research  
Postfach, 8010 Zürich  
Telefon 044 292 25 10



**Zürcher  
Kantonalbank**