

# Kardex

## Zyklische Dienstleistungen

Kurs N: CHF 33.00

Bloomberg: KARN SE

Börsenkapitalisierung: CHF 184 Mio

Nachhaltiges Anlageuniversum: Nein

ZKB Schuldnerating: BB

SIX Telekurs: KARN

Free Float: 80 %

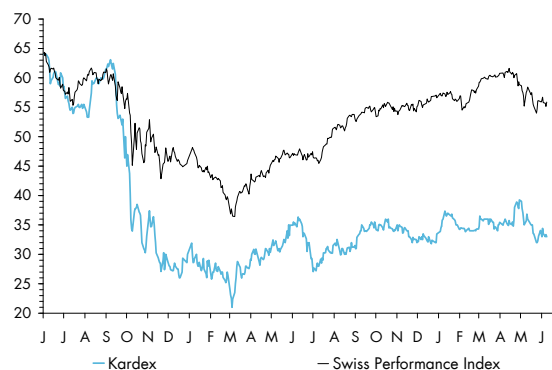
Michael Inauen

+41 44 292 31 00

michael.inauen@zkb.ch

11. Juni 2010

## Übergewichten



### Kennzahlen

in EUR	2009	2010(S)	2011(S)		2009	2010(S)	2011(S)
GpA	0.14	1.59	3.70	KGV	156.2x	14.1x	6.1x
- Wachstum	-97.6 %	1008.5 %	132.1 %	EV/EBITDA	11.0x	6.4x	4.3x
Dividendenrendite	0.00 %	0.00 %	4.00 %	EBIT-Marge	1.84 %	4.40 %	7.02 %

\*Wechselkurs EUR/CHF 1.47

Quelle: ZKB

## Positive Haltung am Investorentag in Deutschland bestätigt

Am 9. Juni 2010 lud Kardex zu einem Investorentag in Deutschland ein. Die Teilnehmer erhielten ein Update zur künftigen, längerfristigen Strategie und besuchten das neue Werk der übernommenen MLOG in Neuenstadt und danach das Werk von Kardex Remstar in Bellheim. Insbesondere wurden nochmals die Vorteile der Übernahme von MLOG ausgeführt und die zu erwartenden Synergien sowie die anstehenden neuen Produkte, welche die beiden Gesellschaften zusammen lancieren werden, geschildert. Bei Kardex Remstar lag der Fokus neben der Besichtigung der Produktion auf den Einsparmöglichkeiten, die sich aus der neuen funktionalen (vorher regionalen) Organisation ergeben können. In den Werken selber ist die Auslastung zwar noch relativ tief, doch gemäss CEO De Vuyst haben die Auftragseingänge in den letzten 1 bis 2 Monaten wieder eine positive Tendenz aufgezeigt. Wir sind davon überzeugt, dass die Übernahme von MLOG Kardex insbesondere technologisch weiterbringen wird und MLOG unter dem Dach der Kardex von einem bis anhin auf Deutschland fokussierten zu einem internationalen Player werden kann. Wenn Kardex relativ schnell positive Ergebnisse aus der Übernahme vorweisen kann und sich auch das wirtschaftliche Umfeld stabilisiert, erwarten wir einen deutlichen Kursanstieg der momentan günstigen Aktie.

### Moderne MLOG-Fabrik mit noch tiefer Auslastung

Am 23. April 2010 hat Kardex die Übernahme der deutschen MLOG für EUR 30 Mio gegen bar bekannt gegeben und diese per 1. Mai 2010 integriert. Dies haben wir bereits in einer Studie vom 26. April 2010

kommentiert. Der Besuch der Fabrikation von MLOG in Neuenstadt hat an unserer positiven Einstufung nichts geändert. Wir haben aber einen klareren Eindruck von der Produktpalette und von den anstehenden Innovationen bekommen, was unsere positive Einstufung noch verstärkt. Die Produktionsstätte von MLOG wurde erst im letzten Jahr bezogen und ist technisch auf einem sehr hohen Stand. Der Spezialist für Hochregallager baut die gesamte Produktpalette in Neuenstadt. Dies trifft auch auf die bis zu 44 m hohen Regalbediengeräte zu, die in einem Stück produziert und transportiert werden. Die meisten Konkurrenten stellen solche Geräte in 10 m grossen Stücken her und setzen sie dann auf der Baustelle zusammen. Die Regalbediengeräte aus einem Stück von MLOG bieten aber eine deutlich höhere Stabilität, was ein klarer Vorteil ist. In Neuenstadt wird nicht nur produziert, sondern es werden auch neue Produkte entwickelt sowie das ganze Projektgeschäft abgewickelt (Planung von Hochregallagern, Logistikzentren usw.). Das neue Werk wurde aber in der Hochkonjunktur geplant, weswegen es momentan eher etwas überdimensioniert scheint. Die Auslastung liegt entsprechend nur bei 30 %. Damit die Anlagen besser ausgelastet würden, müsste die Wirtschaft nachhaltig anziehen und die geplante Internationalisierung unter dem Kardex-Dach zu neuen Aufträgen führen.

### Grosses Synergiepotenzial und neue Produkte

Die zu erwartenden Synergien und auch die neu entwickelten Produkte von MLOG wurden genauer beschrie-

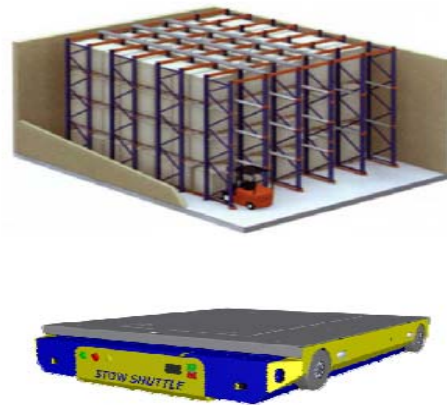


Zürcher  
Kantonalbank

ben, aber nicht genauer quantifiziert als noch vor einhalb Monaten. Der erste Schritt wird sein, die Internationalisierung von MLOG voranzutreiben. Kardex ist bereits dabei Verkaufsleute für verschiedene Länder zu rekrutieren. Zielmärkte sind Frankreich, Belgien, die Niederlande, Grossbritannien, Osteuropa und China (dort ist Kardex Stow schon präsent) sowie Spanien, Italien, die Türkei und die USA (dort ist Kardex Remstar schon präsent). Geplant ist, jeweils einen Verkäufer pro erwähntes Land einzustellen. Dabei werden die bereits vor Ort präsenten Remstar- und Stow-Servicemannschaften auf MLOG-Produkte geschult, um einen guten After-Sales-Service zu gewährleisten. MLOG hatte alleine Schwierigkeiten international Fuss zu fassen, da man genau diesen wichtigen Service nicht vor Ort sicherstellen konnte. Dies wird nun unter dem Kardex-Dach massiv verbessert und dürfte die Chancen von MLOG global deutlich verbessern – auch deshalb, weil MLOG bereits internationale Grosskonzerne in Deutschland zu ihren Kunden zählt (z.B. Procter & Gamble, Pfizer, Clariant). Das ermöglicht MLOG höhere Volumina und entsprechend hohe Skalenerträge. Zudem wird MLOG in Zukunft die Racks für die Hochregallager bei Stow einkaufen, was zusätzlichen Umsatz und höhere Margen für die Kardex-Gruppe bedeutet. MLOG verfügt unserer Meinung nach über einen sehr hohen Innovationsgrad. Entsprechend ist die geplante gemeinsame Plattform für Produktentwicklungen ein grosser Pluspunkt. Bereits in diesem Jahr und ab Anfang 2011 sind drei bedeutende neue Produktlancierungen zu erwarten, denen grosses Potenzial zugebilligt wird: Ein Mini-Load Crane, Silo-Lager sowie ein Pallet-Shuttle (Stow Shuttle):

Der Mini-Load Crane ist ein Lagerbediengerät für kleine und leichte Güter. Der Markt für ein solches Produkt dürfte gross sein (Konkurrent TGW ist damit bereits sehr erfolgreich) und grosses Potenzial aufweisen, da der Trend in der Logistik zu immer kleineren Verpackungsmengen hingehet. Da ein Bediengerät für schwere Güter nicht einfach für leichte Güter benutzt werden kann (zu langsam, ineffizient) hat MLOG den Mini-Load Crane komplett neu entwickelt. Im 4. Quartal 2010 sollte das Produkt lanciert werden und 2012 erwartet das Management bereits Umsätze um EUR 6 Mio. Mit einer Geschwindigkeit von 4m/s soll das Bediengerät eines der schnellsten auf dem Markt sein und technologisch dem höchsten Niveau entsprechen. Zweites neues, wichtiges Produkt soll das sog. Pallet Shuttle werden.

**Pallet Shuttle von MLOG für Kardex Stow entwickelt**



Quelle: MLOG/Kardex

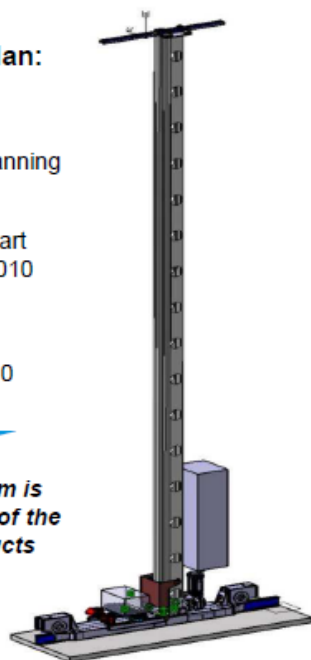
Dieses Shuttle wird auf den Gabelstapler geladen und in ein statisches Regallager eingesetzt. Mit der entsprechenden Programmierung holt das Shuttle selbständig das angewählte Palett und bringt es zum Gabelstapler. Es können mehrere Shuttles pro Lager oder Gabelstapler gleichzeitig eingesetzt werden. Das System funktioniert nur bei LIFO-Lagern (Last in, first out) mit identischen Gütern pro Lagerlinie. Die Vorteile gegenüber dem reinen Transport mit Gabelstaplern liegen auf der Hand. Ein Shuttle kann einen Gabelstapler ersetzen, ist günstiger (ca. EUR 20 000) und effizienter, da parallel einsetzbar, und fügt zudem der Lagerstruktur keinen Schaden zu, ganz im Gegensatz zu Gabelstaplern. Das Shuttle verfügt über einen Akku, der über Nacht aufgeladen wird. Dieses Produkt besitzt grosses Potenzial. Neben dem Bau von neuen Lagern könnte Kardex auch einen Teil der bereits installierten Lager umrüsten. Das Produkt ist ein gutes Beispiel für die neue Zusammenarbeit in der Kardex-Gruppe. MLOG entwickelte das Produkt, produziert wird es aber von Kardex Remstar (in Bellheim). Vom Shuttle erwartet das Management bereits 2012 einen Umsatz von rund EUR 5 Mio. Nicht zu-

**Mini-Load Crane von MLOG**

**Product Development Plan:**

- Start in Q3 2009
- Project and construction planning completed by Q1 2010
- Prototype completed and start marketing process by Q2 2010
- Testing through Q3 2010
- Launch expected in Q4 2010

⇒ *The new Mini-Load System is designed to become one of the lightest and fastest products currently on the market*



Quelle: MLOG/Kardex

letzt baut Kardex mit MLOG die Kompetenzen im Bereich Silolager auf. Silos sind Hochregallager, die gleichzeitig das Lagergebäude darstellen. Es ist also kein Gebäudebau nötig, um das Lager darin aufzubauen. Zu diesem Zweck hat Kardex bereits Leute mit entsprechendem Know-how eingestellt. Das Umsatzpotenzial wird mit ca. EUR 15 Mio für 2012 angegeben. Ziel ist es, den Umsatz von MLOG in den nächsten 4 bis 5 Jahren zu verdoppeln (entspricht rund EUR 100 Mio).

#### Grosses Optimierungspotenzial bei Kardex Remstar

Die Division Kardex Remstar (Shuttles und Umlaufregale) verfügt weltweit über drei Produktionsstätten, zwei in Deutschland (Bellheim und Neuburg) und eine in den USA (Lewistown). Die von uns besuchte Fabrik in Bellheim ist die ursprüngliche Kardex-Fabrik. Die Fabriken in Neuburg und Lewistown kamen im Zuge der Übernahmen von Megamat (seit 2008 vollständig in Remstar integriert) und Kardex Inc dazu. Die Division Remstar verfügte bis letztes Jahr über eine regionale Organisation. Diese wurde in eine funktionale Organisation geändert, was mit Restrukturierungskosten verbunden war. Dies erlaubt es aber verschiedene Prozesse genau zu analysieren und zu optimieren, was in der Vergangenheit vernachlässigt wurde. Dazu wurde mit Peter Gutknecht ein erfahrener Mann an Bord geholt. Gemäss Gutknecht besteht noch erhebliches Potenzial bei Remstar. Um dieses zu realisieren, wurden verschiedene Programme initiiert. Unter anderem soll die Herstellung der Shuttles optimiert werden (andere Teile usw. bei gleich bleibender Qualität). Zudem soll der Fokus noch stärker auf die Kernkompetenzen gelegt werden, die Prozesse in den drei verschiedenen Werken sollen weiter harmonisiert werden, das Lager und die Produktionsprozesse sollen weiter optimiert werden und auch der Einkauf der zwei Werke in Deutschland soll noch stärker vereinheitlicht werden. Zusätzlich dazu wird auch die Ersatzteillagerung in der Division Remstar zentral geregelt werden. Durch all diese Faktoren können die Kosten bei Remstar noch deutlich optimiert werden. So geht Peter Gutknecht in etwa von folgenden Einsparungsmöglichkeiten aus: 2010: EUR 1 Mio, 2011: EUR 7.5 Mio, 2012: EUR 9 Mio, 2013: EUR 10 Mio, 2014: EUR 11 Mio. Ziel ist es, diese Potenziale zu 75 % zu realisieren. Gemäss Gutknechts Aussagen sind bereits zwei Drittel realisiert.

#### Neue Produkte auch bei Remstar

Wie bei MLOG und Stow werden auch bei Remstar neue Produkte lanciert. Neben einem neuen Lektrier für den US-Markt wird auch ein Team für spezielle Applikationen aufgebaut. Es soll für Kardex Logistiklösungen für spezielle Umgebungen (Kälte, Hitze, Feuchtig-

keit usw.) entwickeln. Auch wird die Produktgruppe „Megamat“ redesigned. Die neuen Produkte werden im September 2010 lanciert. Die Vorstellung einer günstigen Shuttle-Lösung für die USA und Asien scheint hier insofern wichtig, als der Automatisierungsgrad in diesen Regionen deutlich tiefer ist als in Mitteleuropa und die klassischen Lösungen entsprechend zu komplex und teuer sind. Ein solches Modell hat grosses Potenzial und dürfte in den USA und Asien in den nächsten Jahren entsprechendes Wachstum generieren.

#### Top-5-„One Stop Shop Supplier“ als Ziel

Mit der Übernahme ist Kardex dem Ziel näher gekommen, einer der 5 führenden „One Stop Shop Supplier“ zu werden. Durch MLOG steigt Kardex in den Markt für komplette Warenlager mit tiefer Komplexität ein (Systemgeschäft nicht grösser als EUR 10 Mio). Dieses Geschäft weist generell eine tiefe EBIT-Marge auf; da Kardex aber beinahe ausschliesslich eigene Produkte verbauen kann, steigt die Marge deutlich an und es fallen zukünftige Serviceerträge an. Der Trend geht klar in richtig „One Stop Shop Supplier“, denn Logistikverantwortliche wollen nicht diverse verschiedene Ansprechpartner bei einem Warenlagerprojekt haben. Dies kommt der neuen Positionierung von Kardex entgegen. Als Top-5-Anbieter will Kardex einen Umsatz von EUR 500 bis 600 Mio erreichen mit einer (normalisierten) EBIT-Marge von 8 bis 10 %.

#### Ernte muss eingefahren werden

Wir sind der Meinung, dass Kardex mit der Übernahme von MLOG einen guten Zug gemacht hat. Auch die Neuorganisation von Kardex Remstar macht Sinn und passt in die Organisation der gesamten Gruppe. Wir räumen der Strategie von Kardex grosse Chancen ein, wollen aber per Ende 2010/Anfang 2011 erste positive Resultate sehen. Kardex hat nun die Weichen richtig gestellt, muss jetzt aber die Ernte einfahren.

#### Tiefe Bewertung – wirtschaftliche Unsicherheit

Gemäss unseren Schätzungen, in denen wir von einem Wachstum im 2. Halbjahr 2010 ausgehen, ist Kardex insbesondere mit Blick auf 2011 sehr günstig bewertet. Ein EV/EBITDA von 4.3x und ein KGV von 6.1x sind in Anbetracht des grossen Potenzials der Intralogistik-Industrie (hohes Einsparpotenzial durch optimierte Logistik, tiefer Automatisierungsgrad in den USA sowie in Asien) und des Potenzials von Kardex als Gesellschaft deutlich zu tief. Da die Gesellschaft spätzyklisch ist, lastet weiterhin die wirtschaftliche Unsicherheit auf der Kardex-Aktie. Sobald sich aber eine nachhaltige Erholung abzeichnet, dürften die Titel deutlich anziehen. Unsere Einstufung ist 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	6.4x	4.3x	3.6x					
Enterprise Value/Umsatz	0.4x	0.4x	0.5x	0.5x	0.4x	0.4x					
Preis/Umsatz	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x					
Preis/Buchwert	1.5x	1.1x	1.2x	1.2x	1.0x	0.9x					
KGV	5.2x	3.5x	149.1x	14.1x	6.1x	4.6x					
<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	1.32	1.80					
<b>Kapitalstruktur</b>											
Nennwert	CHF 11.00	Anzahl Aktien	5 568 317	Börsenkap.	CHF 184 Mio	Free Float	79.7 %	TK-Symbol	KARN	Val.-Nr.	10 083 728

Quelle: ZKB

