

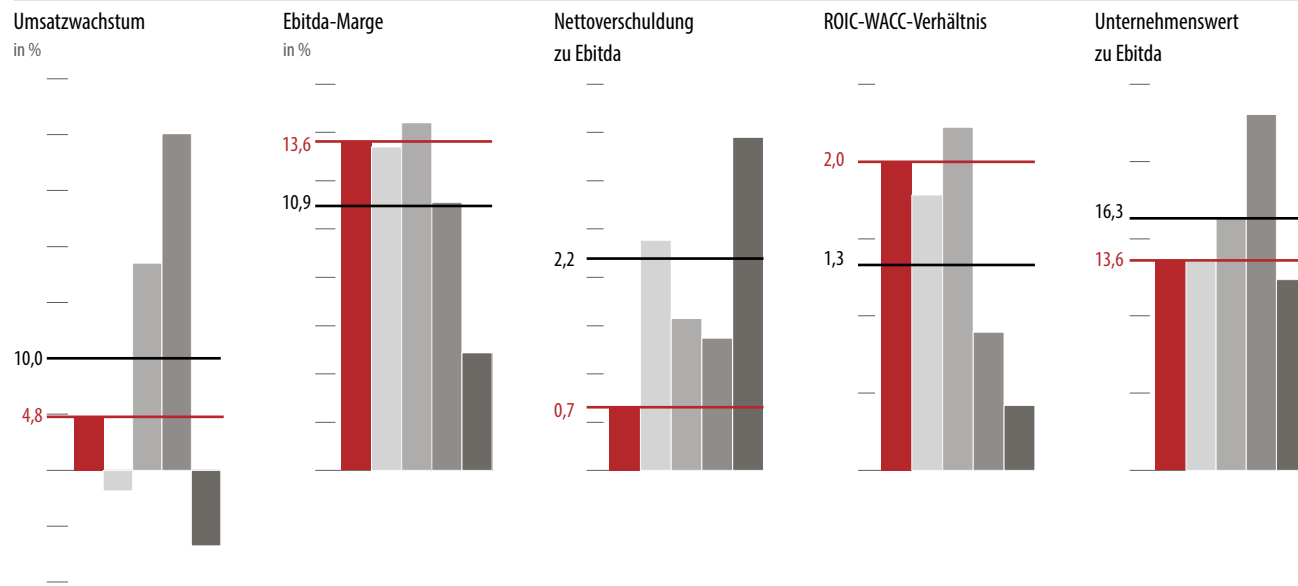
SGS steht in der Beweisspflicht

SCHWEIZ Der Warenprüfkonzern ist noch weit entfernt von seinen Wachstums- und Margenzielen. Mitbewerber sind schneller unterwegs.

— SGS

Unternehmenszahlen	2014	2015	2016
Umsatz in Mrd. Fr.	5,9	5,7	6,0
Ebit in Mrd. Fr.	0,9	0,8	0,8
Gewinn in Mrd. Fr.	0,6	0,5	0,5
Verwaltungsratspräsident	Mitarbeiter		
Sergio Marchionne	92 065		
CEO			
Frankie Ng			
Wichtige Aktionäre			
Serena (16,6%), August von Finck (15,4%)			
Marktkapitalisierung in Mrd. Fr.	18,4		
Kurs am 21. November in Fr.	2405		
Dividendenrendite 2017 in % ^a	2,9		
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2018	26		

Vergleich auf Basis 2016



AJ Schätzung ROIC-WACC-Verhältnis: Rendite auf das investierte Kapital im Verhältnis zu den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten Unternehmenswert: Börsenwert plus Nettoverschuldung Ebitda: Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen

— Konkurrenz

Unternehmen	Land	Umsatz in Mrd. Fr.	Kapitalis. in Mrd. Fr.
Bureau Veritas	FR	5,3	11,6
Intertek	UK	3,6	11,1
Eurofins Scientific	LU	3,0	10,5
Applus Services	ES	1,9	1,8

Lesebeispiel:

SGS wies 2016 ein Umsatzwachstum von 4,8% auf (rote Säule und rote Linie). Die Vergleichsgruppe aus Bureau Veritas, Intertek, Eurofins Scientific und Applus Services kam im Durchschnitt auf 10% (schwarze Linie). Während Intertek und Eurofins deutlich wuchsen, mussten Bureau Veritas und Applus einen Umsatzrückgang hinnehmen.

MARTIN GOLLMER

SGS ist gemessen an Marktkapitalisierung und Umsatz das global grösste kotierte Unternehmen im Bereich Testen, Inspektion und Zertifizierung (Testing, Inspection and Certification, TIC). Dahinter folgen Bureau Veritas, Intertek, Eurofins Scientific und Applus Services. Fast alle sind breit diversifiziert und global agierend. Die Aktivitäten etwa von SGS sind in nicht weniger als neun Geschäftsfelder gegliedert. Die am meisten spezialisierte, grosse TIC-Gesellschaft ist Eurofins mit einem starken Fokus auf Nahrungsmittel und Pharmaerzeugnisse und keinem Exposure zu Öl und Gas.

Testen, Inspizieren und Zertifizieren ist ein zyklisches Geschäft. Ist die Konjunktur schwach, ist auch das Wachstum der TIC-Dienstleistungen schwach. Die Branche musste das im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 und des Zerfalls der Energie- und Rohstoffpreise ab 2013 schmerzhaft erfahren.

Tiefpunkt überwunden

Doch jetzt, nachdem die Energie- und Rohstoffpreise wieder angezogen haben, scheint der Tiefpunkt überwunden. «Das Wachstum in der TIC-Branche beginnt sich zu verbessern», schreiben die Analysten von Berenberg und prognostizieren für 2018 eine «bedeutende Beschleunigung». Auch die Margen haben gemäss Berenberg wieder steigende Tendenz.

SGS spürt das an der Sparte Minerals. Sie dürfte im laufenden Jahr wieder gewachsen sein, begleitet von einer deutlich steigenden Marge, nachdem sich der Bergbausektor im vergangenen Jahr stabilisiert und im laufenden verbessert hat. Auch der Öl- und Gassektor hat sich stabilisiert. Das Management von SGS erwartet aber, dass es noch ein, zwei Jahre dauert, bis die Unternehmen wieder vermehrt zu investieren beginnen. Der Geschäftsgang in den betroffenen Sparten Industrials sowie Oil, Gas & Chemicals ist daher nach wie vor verhalten.

Trotzdem: SGS hat sich für die Zukunft Umsatzwachstum und Margenverbesserung vorgenommen. Kurzfristig streben die Genfer ein «solides organisches Wachstum» an. Ein Wert im mittleren einstelligen Prozentbereich sollte dank weiter anziehender Energie- und Rohstoffpreise in Reichweite sein. Im ersten Halbjahr 2017 betrug das organische Plus 3,4%.

Bis 2020 will SGS zudem durch Akquisitionen 1 Mrd. Fr. Umsatz zukaufen. Der Konzern hat allein im laufenden Jahr schon fünfzehn Übernahmen vollzogen. Doch ihr Umsatzbeitrag ist so klein, dass er für das Milliardenziel kaum ins Gewicht fällt. Damit dieses erreicht werden kann, sind also grössere Akquisitionen nötig.

Konkurrenz schläft nicht

Auch das Ziel einer Betriebsmarge von mindestens 18% bis 2020 ist ehrgeizig. 2016 betrug die adjustierte operative Marge 15,4%, in den zwölf Monaten bis Ende vergangenen Juni 15,3%. Die Differenz hofft SGS durch Profitabilitätsverbesserungen von 405 bis 465 Mio. Fr. wettmachen zu können. Beiträge dazu sollen aus dem organischen Wachstum, aus Restrukturierungen und Effizienzsteigerungen, aus Produktivitätserhöhungen sowie aus dem Wachstum mit digitalen Geschäften kommen. 2017 soll in Sachen Margenverbesserung noch ein Übergangsjahr sein. Ab 2018 erwartet das Management dann einen spürbaren Anstieg.

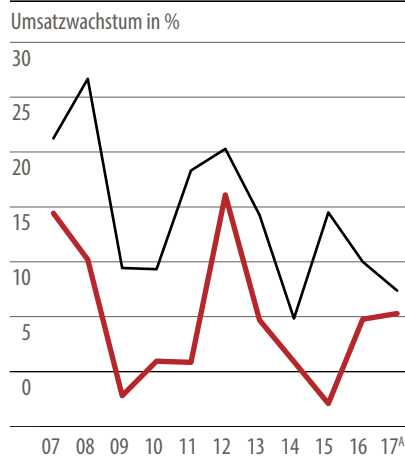
SGS tut gut daran, sich nicht auf den Lorbeeren auszuruhen. Denn die Konkurrenz schläft nicht. Intertek hat sich unter einem neuen CEO eine neue Strategie gegeben. Diese sieht eine Fokussierung auf Kernaktivitäten und greifbare Resultate bei Cashflow und Gewinn vor. Eurofins wiederum hat einen aggressiven Akquisitionskurs eingeschlagen und dieses Jahr schon für über 1 Mrd. € Firmen übernommen.

Die Anleger zeigten sich begeistert und schickten die Aktienkurse der beiden Konzerne auf Höhenflüge. SGS muss dagegen erst noch beweisen, dass sie mit gleichem Erfolg Ziele erreichen kann.

Umsaufteilung

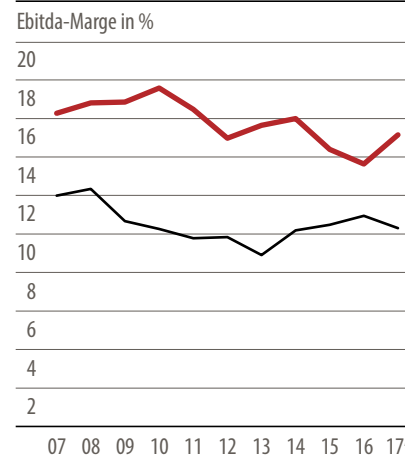
nach Divisionen in %	nach Regionen in %
Oil, Gas & Chemicals: 18	Europa, Naher Osten, Afrika: 44
Agricultural: 16	Asien Pazifik: 30
Industrial: 15	Americas: 26
Consumer Testing: 15	
Minerals: 11	
vier weitere Divisionen: 25	

Wachstum



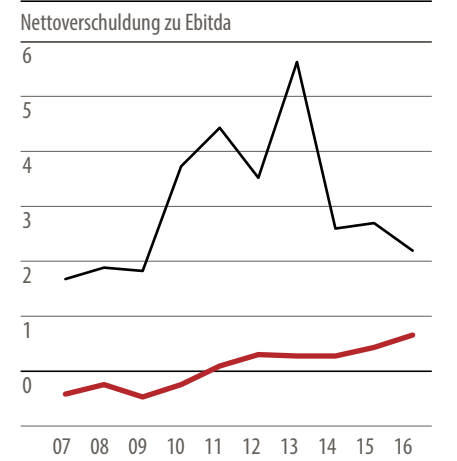
Das Wachstum des Umsatzes der Test-, Inspektions- und Zertifizierungskonzerne ist geprägt von der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 und vom Verfall der Energie- und Rohstoffpreise ab 2013. Das Wachstum der Nachfrage nach ihren Services verlangsamte sich im Gefolge dieser Ereignisse deutlich. Zuletzt ergab sich eine gegenläufige Entwicklung. Bei SGS nahm das Umsatzwachstum zu, bei den Konkurrenten verringerte es sich, ist aber immer noch höher. Deshalb erhält SGS hier keinen Punkt, auch wenn man aufgrund des Trends gerne auf eine Punktteilung entscheiden würde.

Profitabilität



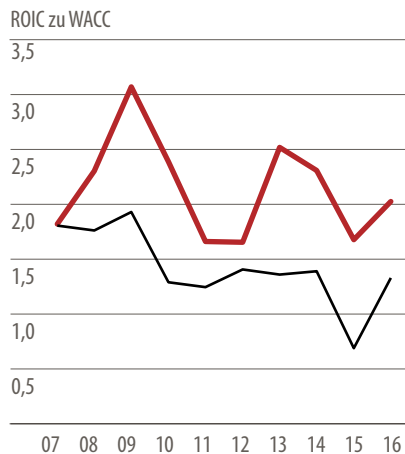
SGS arbeitet profitabler als ihre Konkurrenten, auch wenn die Ebit-Marge des Genfer Konzerns seit 2010 unter Druck steht. Der von den Analysten prognostizierte Anstieg 2017 ist optimistisch. SGS selbst spricht von einem Übergangsjahr und erwartet einen spürbaren Anstieg der Marge erst ab 2018. Bis 2020 soll die adjustierte operative Marge mindestens 18% erreichen. Aktuell steht sie bei 15,3%. Bei den Konkurrenten, die seit 2013 einen positiven Trend aufweisen, wird für 2017 eine Margenreduktion erwartet. Margenhöhe und -trend lassen den Punkt hier eindeutig an SGS gehen.

Bilanzqualität



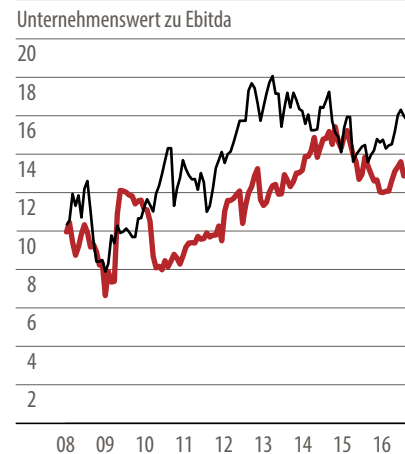
SGS weist die klar bessere Bilanzqualität aus ihre Konkurrenten, auch wenn sie bei keinem der betrachteten Unternehmen besorgniserregend ist. Das Verhältnis Nettoverschuldung zu Ebitda (Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Amortisationen) ist aber bei allen leicht steigend. Der Ausreisser bei den SGS-Konkurrenten in den Jahren 2009 bis 2013 ist der Entwicklung der Nettoverschuldung bei Applus geschuldet, die Verbesserung des Verhältnisses 2016 der deutlichen Verringerung der Nettoverschuldung bei Eurofins. Der Punkt gehört hier nochmals SGS.

Rentabilität



Will ein Anleger wissen, ob ein Unternehmen Mehrwert schafft, ist eine Kennzahl besonders relevant: die Rendite auf das investierte Kapital (ROIC) geteilt durch die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC). Bei einem Ergebnis über eins generiert das Unternehmen Mehrwert. Hier kann SGS die Konkurrenten klar schlagen. 2016 verbesserte sich das Verhältnis ROIC zu WACC, nachdem es zuvor abgenommen hatte. Ähnlich präsentiert sich das Bild bei den Konkurrenten, wobei der Ausreisser 2015 aber vor allem einem starken Taucher bei Intertek geschuldet ist. SGS gewinnt hier einen weiteren Punkt.

Bewertung



Der Unternehmenswert im Verhältnis zum Ebitda (Betriebsergebnis vor Abschreibungen und Amortisationen) zeigt, dass SGS im Vergleich mit ihren Konkurrenten zurzeit mit einem Abschlag gehandelt wird. Das dürfte aktuell daran liegen, dass dem Genfer Konzern nicht zugetraut wird, die selbst gesetzten ehrgeizigen Ziele in Sachen Umsatzwachstum durch Akquisitionen und Margenverbesserung zu erreichen. Der Abschlag für SGS hat aber eine lange Tradition, die mit der geringen Fokussierung der Genfer zusammenhängen könnte und die 2015 ein Ende zu nehmen schien. SGS erhält hier keinen Punkt.

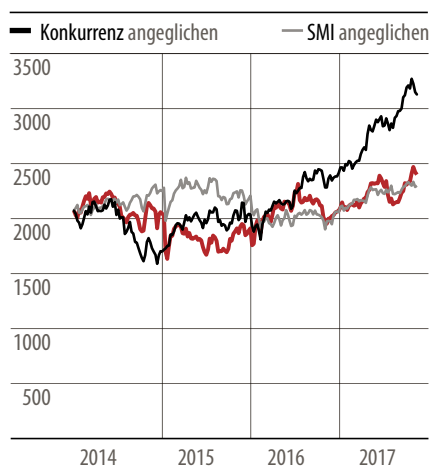
Fazit

SGS weist eine höhere Betriebsmarge aus als ihre Konkurrenten, verfügt über eine gesündere Bilanz und schafft mehr Mehrwert für die Aktionäre. Das Umsatzwachstum ist dagegen niedriger. Was die Bewertung betrifft, wird SGS im Vergleich zu den Mitbewerbern mit einem Abschlag gehandelt.

Letzteres spiegelt sich in der Entwicklung der Aktien seit Anfang Jahr. Die SGS-Titel legten «nur» 16% zu, während die Valoren von Bureau Veritas, Eurofins und Intertek 23, 26, und 51% vorrückten. Einzig Applus performten mit einem Kursplus von 12% schwächer als SGS. Intertek hat mit einem neuen CEO eine neue Strategie implementiert, mit einem klaren Fokus auf Kernaktivitäten und greifbare Resultate bei Cashflow und Gewinn. Eurofins wiederum war sehr aggressiv mit Akquisitionen und gab dafür dieses Jahr mehr als 1 Mrd. € aus. SGS präsentierte dagegen wenig inspirierende Halbjahresresultate und wendete weniger als 50 Mio. Fr. für Übernahmen auf.

SGS kann den Performancerückstand aufholen, wenn deutlich wird, dass das ehrgeizige Ziel einer adjustierten operativen Marge von mindestens 18% bis 2020 erreicht werden kann. Das Management hat spürbare Fortschritte auf diesem Weg ab 2018 versprochen. Einstweilen sind die Konkurrenten noch glaubhafter unterwegs.

— SGS N



Quelle: Bloomberg, FuW-Aktienführer / Grafik: FuW, br