

Geberit

Gute Leistungen wurden honoriert

Kurs N: CHF 176.8 TK-Symbol: GEBN
 Branche: Bauzulieferer
 Analyst: Martin Hüsler, CFA 044 292 24 11
 Nachhaltiges Anlageuniversum: Ja
 5. Juni 2008

Neu: Marktgewichten



	2007	2008(S)	2009(S)
GpA	11.67*	11.11	11.79
– Wachstum	32 %	–5 %	6 %
KGV	15.2x	15.9x	15.0x

* inkl. Buchgewinn aus Devestition von CHF 1.35

	2007	2008(S)	2009(S)
Dividendenrendite	2.9 %	2.9 %	3.0 %
EV/EBITDA	11.0x	10.5x	10.0x
EBITDA-Marge	25.7 %	25.4 %	25.4 %

Umstufung nach starker Kursentwicklung

Mit einer Performance von +17 % hat Geberit den SPI (–8 %) im bisherigen Jahresverlauf deutlich übertraffen. Dies ist hauptsächlich auf ein starkes Resultat für das 1. Quartal sowie einen zuversichtlichen Ausblick zurückzuführen. Trotz der hohen Vorjahresbasis und saisonaler Effekte lag der Umsatz in den ersten drei Monaten organisch und währungsbereinigt nur 1.5 % unter dem Vorjahr. Die EBITDA-Marge von 28.9 % konnte überraschenderweise auf dem Rekordniveau des Vorjahresquartals behauptet werden. Nach der starken Kursentwicklung in den letzten Wochen rechnen wir aufgrund der mittlerweile ansprechenden Bewertung der Aktie nur noch mit einer Kursentwicklung im Rahmen des Gesamtmarktes und stufen deshalb die Aktie von Übergewichten auf Marktgewichten um.

Geberit dürfte den Herausforderungen trotzen

Die Aussichten für Geberit bleiben intakt. Zwar haben wichtige europäische Märkte den Höhepunkt der Baukonjunktur überschritten, Geberit profitiert jedoch weiterhin vom überdurchschnittlichen Wachstum ihrer innovativen Sanitärsysteme in vielen Märkten, sodass wir 2008 von einem leichten Umsatzwachstum von 3 % ausgehen. Die Wachstumsmärkte in Osteuropa, Nahost und Asien werden weiter an Bedeutung gewinnen. Derzeit tragen sie erst 11 % zum Umsatz bei. Dem Margendruck konnte Geberit bislang erfolgreich trotzen, was die überdurchschnittliche Preismacht des Marktleaders unterstreicht. Im weiteren Jahresverlauf wird Geberit zunehmend von der erfolgreichen Markteinführung neuer Produkte, wie werkzeugfrei zu montierende Unterputzspülkästen oder neue Design-Spültasten, profitieren. Damit dürfte den weiter steigenden

Rohwaren- und Energiepreisen entgegengewirkt werden können.

Margenverbesserungspotenzial begrenzt

Wir rechnen 2008 mit einer EBITDA-Marge von 25.4 % (Vj 25.7 %), was weiterhin über der anvisierten Bandbreite von 23–25 % liegt. Diese im Industrie- und Bausektor einmalige Marge ist allerdings schwierig weiter auszubauen. Entsprechend stammt das erwartete Gewinnwachstum primär vom Umsatzwachstum und einem besseren Finanzergebnis. Wir gehen für die nächsten drei Jahren von durchschnittlichen GpA-Wachstumsraten von 8 % aus. Allerdings verfügt Geberit dank eines hohen Nettofinanzvermögens von CHF 176 Mio Ende 2007 über Polster um Akquisitionen zu tätigen, was zusätzliches Gewinnwachstum verspricht.

Qualität hat ihren Preis

	KGV		EV/EBITDA	
	2008(S)	2009(S)	2008(S)	2009(S)
CH-Bauwerte	13.0x	11.5x	7.1x	6.5x
CH-Industriewerte	12.5x	11.2x	7.3x	6.5x
Geberit	15.9x	15.0x	10.5x	10.0x

Die Aktie weist im Vergleich zu den Schweizer Bau- und Industriewerten mittlerweile einen deutlichen Bewertungsaufschlag von 40 % auf, was wir angesichts der überdurchschnittlichen Margen und der sehr soliden Bilanzrelationen als gerechtfertigt erachten. Unser DCF-Modell zeigt für Geberit noch ein Potenzial von knapp 10 % an. Dies entspricht gerade der erwarteten Entwicklung für den Gesamtmarkt. Entsprechend lautet unsere Einstufung neu „Marktgewichten“.

Geberit (in CHF Mio)	2005	2006	2007	2008(S)	2009(S)	2010(S)
Erfolgsrechnung						
Umsatz	1923	2184	2487	2561	2677	2797
- Veränderung in %	0.8	13.6	13.9	3.0	4.5	4.5
Erlösminderungen	-283	-335	-383	-402	-426	-450
- in % des Umsatzes	-14.7	-15.3	-15.4	-15.7	-15.9	-16.1
Warenaufwand	-580	-635	-783	-807	-840	-875
- in % des Umsatzes	-30.2	-29.1	-31.5	-31.5	-31.4	-31.3
Personalaufwand	-419	-442	-467	-482	-501	-520
- in % des Umsatzes	-21.8	-20.3	-18.8	-18.8	-18.7	-18.6
Übriger Betriebsertrag(+), -aufwand(-)	-186	-203	-216	-220	-230	-241
EBITDA	456	569	638	651	679	711
- in % des Umsatzes	23.7	26.1	25.7	25.4	25.4	25.4
Abschreibungen	-75.8	-76.9	-75.1	-76.7	-87.1	-89.9
Amortisation Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Abschreibung übriges immat. Vermögen	-13.2	-10.0	-9.0	-8.0	-7.5	-7.5
EBIT	367	482	554	566	585	614
- in % des Umsatzes	19.1	22.1	22.3	22.1	21.8	21.9
Finanzergebnis	-17.0	-16.3	-11.4	-7.7	-1.6	4.3
Steuern (-)	-90	-111	-128	-130	-131	-138
Steuerrate	-25.7	-23.8	-21.6	-23.3	-22.5	-22.3
Gewinn aus Devestitionen	-0.2	0.0	48.8	0.0	0.0	0.0
Reingewinn	263	355	463	428	452	480
- Veränderung in %	35.5	35.2	30.5	-7.6	5.5	6.3
- in % des Umsatzes	13.7	16.3	18.6	16.7	16.9	17.2
Geldflussrechnung						
Operativer Cashflow	372	428	445	513	539	570
Investitionen	-70	-76	-77	-140	-140	-110
Free Cashflow	301	351	368	373	399	460
Akquisitionen(-)/Devestitionen (+)	70	-1	89			
Bilanz						
Bilanzsumme	1947	2011	2298	2155	2266	2505
Eigenkapital	958	1066	1404	1351	1600	1869
- EK-Quote	49.2	53.0	61.1	62.7	70.6	74.6
Goodwill	689	708	714	714	714	714
- in % des EK	71.9	66.4	50.9	52.9	44.6	38.2
Nettoverschuldung(+)	213	141	-176	-62	-260	-516
Gearing	0.22	0.13	-0.13	-0.05	-0.16	-0.28
Rentabilitätskennzahlen						
ROE	29.6%	35.1%	37.5%	31.1%	30.6%	27.7%
ROIC inkl. Goodwill	16.8%	22.6%	27.1%	25.4%	25.6%	26.0%
Bewertungskennzahlen						
Enterprise Value/EBITDA			11.0	10.5	10.0	9.5
Enterprise Value/Umsatz			2.8	2.6	2.5	2.4
Preis/Umsatz			2.8	2.7	2.5	2.4
Preis/Buchwert			5.0	5.0	4.2	3.6
KGV			15.2	15.9	15.0	14.1
Daten pro Aktie						
Gewinn	6.41	8.86	11.67	11.11	11.79	12.53
Eigenkapital	23.4	26.6	35.4	35.1	41.8	48.8
Operativer Cashflow	9.1	10.7	11.2	13.3	14.1	14.9
Dividende	2.5	4.0	5.2	5.2	5.3	5.5

Kapitalstruktur	Val.-Nr	TK-Symbol	Bö.kap.	Anzahl	Nennwert
Namenaktien	3017040	GEBN	7 022 Mio	39 719 162	CHF 1

DIESE PUBLIKATION WURDE DURCH DAS RESEARCH DER ZÜRCHER KANTONALBANK VERFASST.