

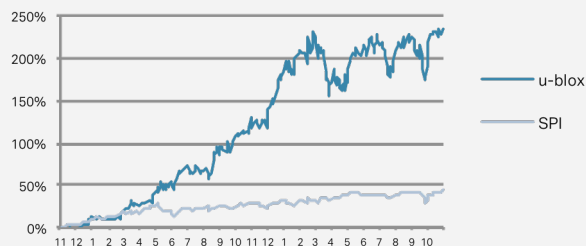


19.11.2014
Hans Tagmann
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 130.10
52 Wochen Hoch: CHF 131.90
52 Wochen Tief: CHF 83.20

6 570 641 Na. à CHF 0.90 nom.
Symbol: UBXN
Valor: 3 336 167

Börsenwert: CHF 851.4 Mio
Grösster Aktionär: Gruppe Dubach (9.6%)
Streubesitz: 71.0%



u-blox: attraktive Wachstumsstory

Innovationen als wichtiger Treiber

Dem Anbieter von GPS und Wireless-Halbleitern ist es gelungen, mit neuen Technologien und Applikationen die Umsatzdynamik weiter anzutreiben. u-blox generierte im 1. Halbjahr 2014 ein Wachstum von 15.7%, davon 1.5% akquisitorisch. Gemessen am Volumen stieg der Absatz von Wireless-Modulen um 12.9%. Bei den Positionierungschips sorgte der neu lancierte u-blox 7 für eine Steigerung von 38.2%, während die nächste Generation (u-blox M8) mit modernster Positionierungstechnologie bereits in den Startlöchern steht. Auf den adressierten Industriemärkten konnte das umsatzstärkste Segment Flottenmanagement- und Fahrzeugortungssysteme mit zweistelligen Wachstumsraten überzeugen. Noch dynamischer entwickelten sich die Präzisions-Timing-Module für Mobilfunknetze, deren Absatz sich vervielfachte. Abgeflacht hat sich dagegen die Entwicklung in den Automobil- und Verbrauchermärkten, die sich auf Vorjahresniveau stabilisierten. Mehrere in den ersten sechs Monaten lancierte Innovationen dürften über 2014 hinaus das Geschäft ankurbeln. Dazu zählen das für Internet Hotspots in Autos und industrielle M2M-Anwendungen konzipierte Wireless-Modul Toby L2, die achte Generation Positionierungsmodule mit schnellen Auffahrtszeiten und erhöhter Genauigkeit sowie sieben neue Kurzstreckenfunkmodule aus der Akquisition von connectBlue.

Sinnvolle Portfolioergänzung

Der Zukauf der schwedischen connectBlue (Mai 2014) und der griechischen Antcor (August 2014) stärkt die Marktposition, um vom erwarteten Megatrend Internet der Dinge zu profitieren. Die für CHF 25 Mio übernommene connectBlue vertreibt eine auf dem Markt etablierte Produktlinie von Funkmodulen für Wi-Fi und Bluetooth. Diese bieten schnelle Internetverbindungen auf der letzten Meile und lassen sich nahtlos an die u-blox Komponenten für Positionierung und Mobilfunk ankoppeln. Damit kann u-blox im Internet der Dinge jedes Gerät mit End-to-End Konnektivität und standortbezogenen Funktionen verbinden. ConnectBlue erzielte 2013 einen Umsatz von CHF 12 Mio und erwartet für die letzten

sieben Monate dieses Jahres CHF 9 bis 10 Mio bei einem EBIT von circa CHF 1 Mio. Bei für 2014 geschätzten Multiples von EV/Umsatz 1.6x und EV/EBIT 15.5x erscheint uns der bezahlte Preis im Vergleich zur u-blox Bewertung als angemessen. Die im August übernommene Antcor beschäftigt 25 Mitarbeitende in der F&E und verfügt über ausgereiftes Wi-Fi Know-how. Die Akquisition ist strategiekonform und befähigt u-blox, ihre Kompetenz im Chipdesign für drahtlose M2M-Kommunikation zu stärken. Wir sind der Ansicht, dass der Kaufpreis von CHF 6.3 Mio gut investiertes Geld ist.

Robuste Margen – optimistischer Ausblick

u-blox konnte in den ersten sechs Monaten die Bruttomarge um 70 Basispunkte (BP) auf robuste 47.4% verbessern, was hauptsächlich durch Verschiebungen im Produktmix zu erklären ist: GPS-Chips erzielen eine höhere Profitabilität als Wireless-Module, bei denen unter anderem zugekaufte Chips verbaut werden müssen. Bei gleichzeitiger Kostendisziplin in Vertrieb und Verwaltung kletterte die EBIT Marge um 240 BP auf 15.5%. Rund 60% der operativen Kosten investiert das Unternehmen in die F&E. Das Management sieht dies als Garant für zukünftiges Wachstum. Infolge eines Einmaleffekts aus der Rückstellung latenter Steuern stieg der Steuersatz auf 26.1% und das Halbjahresergebnis lediglich um 18.4% auf CHF 14.4 Mio. Die Guidance für 2014 (Umsatz: 264-275 Mio; EBIT 35-39 Mio) impliziert für die zweite Jahreshälfte eine Beschleunigung des organischen Wachstums auf circa 22%. Wie schon im Vorjahr dürften diese Ziele wieder punktgenau erreicht werden.

Wachstumsaussichten teilweise eingepreist

Der Markt hat die Akquisition von connectBlue mit einer Outperformance zum SPI von rund 10% honoriert. Seit Jahresbeginn konnte die Aktie um 34% zulegen. Sie notiert im historischen Vergleich gut 20% über dem durchschnittlichen Mehrjahres P/E. Interessierten Anlegern empfiehlt sich, Schwächephasen für Käufe zu nutzen.

Kennzahlen in CHF Mio	2013	2014e	2015e
Umsatz	219.8	273.2	326.9
Veränderung	27.0%	24.3%	19.7%
EBIT	30.1	38.5	44.2
Marge	13.7%	14.1%	13.5%
Gewinn	24.6	29.7	35.7
Veränderung	43.2%	20.4%	20.1%
Eigenkapital	180.4	201.7	228.3
Eigenkapitalquote	79.7%	75.6%	73.8%
Nettofinanzvermögen	60.6	28.3	42.3

je Aktie / Bewertung	2013	2014e	2015e
Buchwert (in CHF)	28.0	31.2	35.4
Gewinn (in CHF)	3.75	4.42	5.31
Dividende (in CHF)	1.30	1.40	1.60
Payout Ratio	34.7%	31.7%	30.1%
P/B	3.4x	4.2x	3.7x
P/E	25.2x	29.4x	24.5x
EV/EBITDA	13.0x	15.2x	12.1x
Dividendenrendite	1.4%	--	--
Total Return	100.1%	--	--

u-blox

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Umsatz	73.5	112.8	124.7	173.1	219.8	273.2	326.9
Veränderung	-1.3%	53.4%	10.6%	38.8%	27.0%	24.3%	19.7%
Herstellkosten des Umsatzes	-34.6	-53.9	-62.0	-91.9	-118.7	-146.4	-177.8
Bruttogewinn	38.9	58.9	62.8	81.2	101.2	126.8	149.1
in % des Umsatzes	52.9%	52.2%	50.3%	46.9%	46.0%	46.4%	45.6%
Verkauf und Marketing	-13.0	-14.6	-14.2	-17.8	-21.2	-26.5	-32.1
in % des Umsatzes	17.7%	12.9%	11.4%	10.3%	9.7%	9.7%	9.8%
Forschung und Entwicklung	-16.2	-21.3	-22.1	-32.7	-38.9	-48.9	-58.6
in % des Umsatzes	22.0%	18.9%	17.7%	18.9%	17.7%	17.9%	17.9%
Verwaltungsaufwand	-4.6	5.2	-5.5	-7.8	-11.0	-12.9	-14.2
in % des Umsatzes	6.2%	-4.6%	4.4%	4.5%	5.0%	4.7%	4.3%
Operatives Ergebnis (EBIT)	5.2	19.1	21.2	22.9	30.1	38.5	44.2
in % des Umsatzes	7.1%	16.9%	17.0%	13.3%	13.7%	14.1%	13.5%
Finanzergebnis	-1.2	-2.6	-0.3	-1.5	-1.2	0.1	0.3
Gewinn vor Steuern	3.9	16.5	20.9	21.5	28.9	38.6	44.5
Steuern	-0.6	-3.6	-4.4	-4.3	-4.2	-8.9	-8.8
Steuersatz	15.7%	21.6%	21.2%	20.1%	14.6%	23.1%	19.9%
Gewinn	3.3	13.0	16.5	17.2	24.6	29.7	35.7
Veränderung	-62.0%	289.7%	27.4%	4.2%	43.2%	20.4%	20.1%
in % des Umsatzes	4.5%	11.5%	13.2%	9.9%	11.2%	10.9%	10.9%
Geldflussrechnung	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA	12.7	27.7	29.1	35.3	46.2	56.8	69.1
in % des Umsatzes	17.2%	24.5%	23.3%	20.4%	21.0%	20.8%	21.1%
Operativer Cashflow	14.8	20.7	18.6	32.1	38.5	43.2	53.7
Capex	-10.2	-8.6	-10.5	-14.2	-33.7	-35.2	-37.1
Operativer FCF	4.5	12.1	8.1	17.9	4.8	8.0	16.6
Ausschüttung	0.0	0.0	0.0	-5.7	-6.4	-8.4	-9.0
Bilanz in Mio CHF	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Bilanzsumme	125.0	142.3	164.0	191.9	226.5	266.7	309.4
Eigenkapital	109.4	119.9	137.0	149.8	180.4	201.7	228.3
Eigenkapitalquote	87.5%	84.2%	83.5%	78.0%	79.7%	75.6%	73.8%
Goodwill	17.4	14.9	17.1	37.7	37.9	56.3	57.5
Nettofinanzvermögen	64.9	75.1	81.1	60.6	60.6	28.3	42.3
ROE	3.1%	11.3%	12.9%	12.0%	14.9%	15.5%	16.6%
ROIC	4.3%	13.7%	13.7%	11.8%	14.8%	14.2%	14.3%
Kennzahlen je Na. in CHF	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
Eigenkapital	17.53	19.20	21.94	23.75	27.95	31.25	35.37
Nettofinanzvermögen	10.40	11.93	12.99	9.61	9.38	4.38	6.55
Gewinn, verwässert	0.53	2.05	2.59	2.72	3.75	4.42	5.31
Dividende	0.00	0.00	0.90	1.00	1.30	1.40	1.6
Payout Ratio	0.0%	0.0%	34.7%	36.8%	34.7%	31.7%	30.1%
Jahresschlusskurs	26.25	50.30	41.20	48.70	96.15	--	--
Total Return	37.1%	91.6%	-16.3%	20.6%	100.1%	--	--
Bewertung	2009	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e
P/B	1.5x	2.6x	1.9x	2.1x	3.4x	4.2x	3.7x
P/E	49.3x	24.4x	15.6x	17.8x	25.2x	29.4x	24.5x
EV/Sales	1.8x	2.4x	1.9x	1.7x	2.7x	3.2x	2.6x
EV/EBITDA	10.2x	10.0x	8.1x	8.1x	13.0x	15.2x	12.1x
Div Yield	0.0%	0.0%	2.2%	2.1%	1.4%	--	--

Disclaimer

Diese Publikation von nebenwerte.ch/Tagmann & Partner AG dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertschriften oder anderen Anlageinstrumenten dar. Die Informationen stehen unter dem Vorbehalt jederzeitiger Änderung. Sie werden nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Deren Richtigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit werden weder ausdrücklich noch stillschweigend zugesichert oder garantiert. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben, wird ausgeschlossen. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Ländern deren Recht eine Nutzung verbietet.