

Land: Schweiz

Industrie: Elektronische Apparate

Februar 1998

Kurt Hess

+41 (1) 333 24 15

kurt.hess@csfb.com

## Bonitätsaspekte

# Zellweger Luwa AG

### Produkteportfeuille mit technologisch hochstehenden Nischenprodukten

Nach dem Verkauf der Burkhalter Gruppe (Elektroinstallationen) präsentiert sich Zellweger Luwa als fokussierte Technologiefirma mit Spezialprodukten für eine Vielzahl von Anwendungen und Märkte. Die Firma verliert durch diese Devestition etwa CHF 200 Mio Umsatz und ca. CHF 10 Mio Betriebsgewinn pro Jahr. Dank der günstigen Geschäftsentwicklung werden die anderen Divisionen den Wegfall beim Gewinn 1997 voraussichtlich jedoch bereits kompensieren. Aus Sicht der Kreditqualität ist eine breite Diversifikation im Prinzip wünschenswert. Nach unserer Einschätzung hat der Abgang der Burkhalter-Beteiligung allerdings keine nennenswerte Schwächung der Bonität zur Folge.

Geschäftsbereich	Anteile erstes Halbjahr 1997 am Umsatz	am Betriebsgewinn	Einflussfaktoren auf den Geschäftsgang
Zellweger Uster (Textilelektronik)	20%	30%	Investitionszyklus Textilindustrie
Zellweger Analytics (Analysegeräte für Flüssigkeiten und Gase)	26%	24%	Ausrüstungsinvestitionen Halbleiterindustrie, Elektronikhersteller, Ölindustrie, Pharmabranche
Luwa (Luft-, Ventiltechnik, Filter)	54%	46%	Investitionszyklus Textilindustrie, Ausrüstungsinvestitionen für Halbleiterindustrie (teilweise abhängig von Grossaufträgen), für Nahrungs- mittelbranche und Medizinaltechnik

Quelle: Firmendaten

### Zyklische Märkte

Zellweger Luwa erarbeitet ihren Umsatz von rund CHF 1 Mrd in mehr oder weniger zyklischen Märkten. Speziell der Investitionszyklus in der Textilindustrie wird die Resultate auch in Zukunft massgeblich beeinflussen (43% des Gruppenumsatzes geht in diesen Sektor). Bei Luwa wird der Geschäftsgang teilweise durch Grossaufträge für Industriekunden bestimmt. Zu erwähnen seien hier Verkäufe an die Halbleiterindustrie, welche 18% zum Gruppenumsatz beitragen. Am wenigsten volatil ist das Geschäft der Analytics-Sparte einzustufen, weil die Kundenbasis viel breiter diversifiziert ist. Allerdings haben

im abgelaufenen Jahr gerade in diesem Geschäftsbereich verminderte Ausrüstungsinvestitionen – speziell von Unternehmen des öffentlichen Sektors – zu einer schwächeren Ertragsdynamik geführt.

**Nach dem Verkauf von Burkhalter wieder stärkere Bilanzrelationen**

Gemäss Angaben der Firmenleitung ist Zellweger Luwa durch den Management-Buy-out der Burkhalter Gruppe ein Erlös von CHF 120 Mio zugeflossen, davon um die 90 Mio in Form von liquiden Mitteln. Diese wurden allerdings nicht unmittelbar zum Abbau von Schulden, sondern – um die Terminologie des Managements zu verwenden – in die «Kriegskasse» zur Finanzierung neuer Projekte gelegt. Auf jeden Fall gibt die Reduktion der Nettofinanzschulden der Firma wieder einiges mehr an finanzieller Flexibilität.

**Bonitätseinstufung: Triple-B-Schuldner**

Obwohl die Bonitätskennzahlen gemäss unseren Schätzungen für das Jahr 1997 inzwischen schon fast Single-A-Standards erreicht haben (siehe Darstellung nächste Seite), stufen wir Zellweger Luwa weiterhin als Triple-B-Schuldner ein. Die Vergangenheit zeigt, wie sensibel die Erträge der Gruppe auf Nachfrageschwankungen in den Hauptmärkten reagiert haben. Deshalb wenden wir auch strengere Massstäbe bei der Bonitätsbeurteilung an. Mit einem Umsatz von rund CHF 1 Mrd. lässt sich ohnehin kaum eine Diversifikation der Umsatzbasis erreichen, die über Single-A-Qualität hinausgeht. Unsere Einstufung geht auch von der Erwartung aus, dass zur Steigerung der relativ tiefen Eigenkapitalrendite selektive Akquisitionen gesucht werden, wodurch sich der Verschuldungsgrad wieder erhöhen dürfte.

**Ausstehende Anleihen**

Coupon	Laufzeit	Betrag
2 ½%	86 - 27.3.1998	CHF 50 Mio.
2 ¼%	87 - 15.5.1999	CHF 50 Mio
5 5/8%	96 - 16.8.2002	CHF 60 Mio.

Quelle: Bloomberg

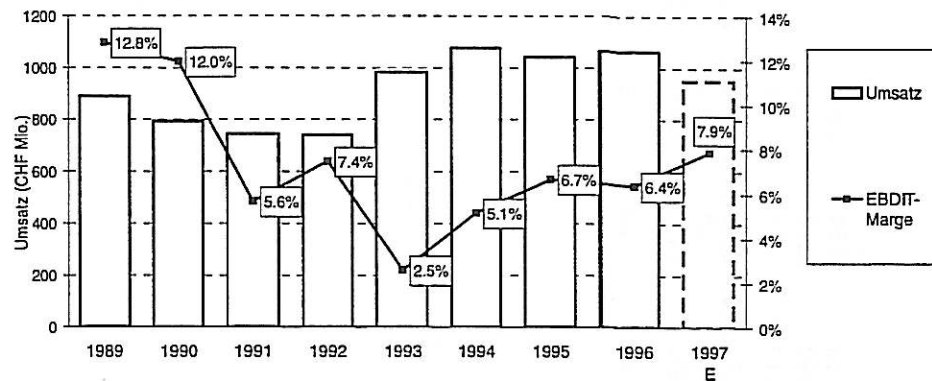
This material was produced by Credit Suisse First Boston ('CSFB'), Zurich. It is distributed in Japan by Credit Suisse First Boston Securities (Japan) Limited, and elsewhere in the world by CSFB, or an authorized affiliate of CSFB (such entities and their associate persons, the "Companies"). The Companies may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the securities referred to herein (the "Securities"), perform services for or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the Securities or options thereof. CSFB may to the extent permitted by applicable Swiss law and other applicable law or regulation, act upon or use the above material or the conclusions stated above or the research or analysis on which they are based before the material is published to recipients. This document is not to be used or considered as an offer to sell or solicitation of an offer to buy securities. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by CSFB from sources believed to be reliable, but none of the Companies accepts liability for any loss arising from the use hereof or makes any representations as to their accuracy or completeness. This document is not to be relied upon as such or used in substitution for the exercise of independent judgment. Unless otherwise permitted by law in the applicable jurisdiction, only authorized affiliates of CSFB will effect orders for securities from customers in such jurisdiction.

NOT FOR DISTRIBUTION INTO THE UNITED STATES OR TO US PERSONS UNDER ANY CIRCUMSTANCES.

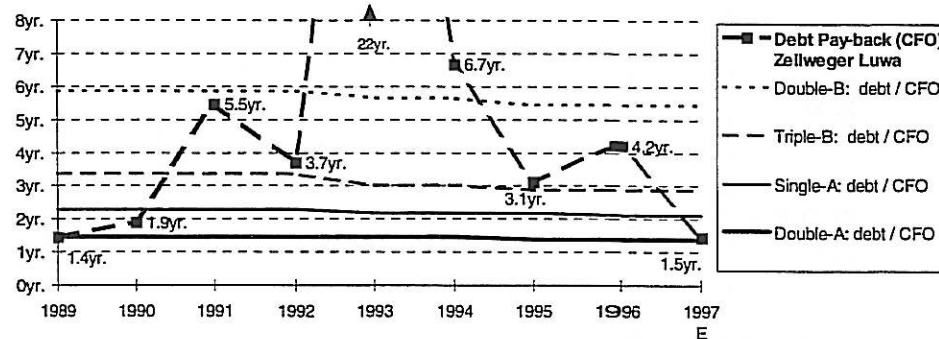
© 1998 CREDIT SUISSE FIRST BOSTON  
Published in German and English

## Darstellungen zu Performance und Bonität

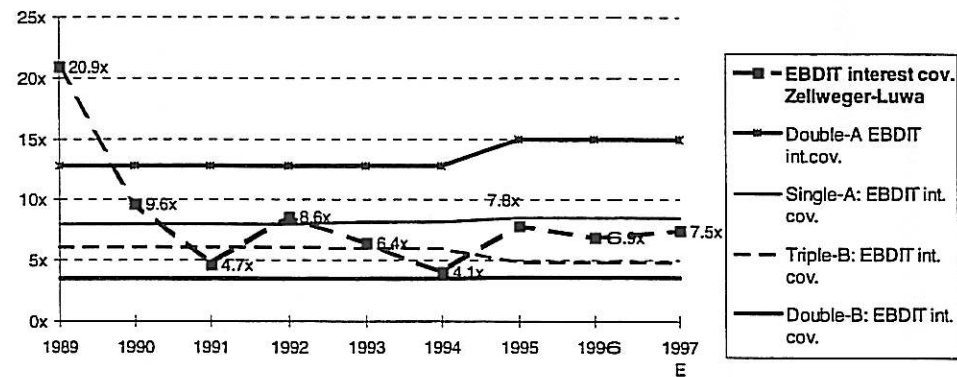
### Umsatz und EBDIT-Marge



### Schuldentilgung aus betrieblichem Cash-flow (Debt pay-back through cash flow from operations)



### Zinsdeckung (EBDIT) (Interest coverage through EBDIT)



Quelle für alle Darstellungen: Firmendaten, S&P

Zellweger Luwa AG

**Credit Statistics Zellweger Luwa**

	(CHF million)									
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 E	
Turnover	891	793	745	739	983	1076	1040	1064	950	
Operating profit	75	48	8	19	-12	21	41	38	37	
Depreciation	39	47	34	36	37	34	28	30	38	
EBDIT	114	95	42	55	25	55	69	68	75	
EBDIT margin	12.8%	12.0%	5.6%	7.4%	2.5%	5.1%	6.7%	6.4%	7.9%	
Gross interest expense	12	14	13	14	14	19	13	13	13	
Interest income	E 7	E 4	E 4	7	10	5	5	4	3	
Net interest expense (net)	5	10	9	6	4	13	9	10	10	
Debt	278	256	260	270	377	314	267	372	320	
Liquidity	131	103	101	116	135	71	92	143	230	
Net interest-bearing debt	147	153	159	153.7	242.5	243	175	230	90	
EBDIT interest cov. Zellweger-Luwa	20.9x	9.6x	4.7x	8.6x	6.4x	4.1x	7.8x	6.9x	7.5x	
EBDIT gross interest cov.	9.5x	6.8x	3.2x	4.0x	1.8x	2.9x	5.2x	5.1x	5.8x	
Debt Pay-back (EBDIT)	1.3yr.	1.6yr.	3.8yr.	2.8yr.	9.7yr.	4.4yr.	2.5yr.	3.4yr.	1.2yr.	
Debt Pay-back (CFO) Zellweger Luwa 1)	1.4yr.	1.9yr.	5.5yr.	3.7yr.	22.3yr.	6.7yr.	3.1yr.	4.2yr.	1.5yr.	

**Key U.S. Industrial Financial Ratios (Source: S&P, report Sept. 3, 1997)**

	average 92 -94				avg. 93 -95		average 94 -96	
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1997 E
<b>EBDIT interest coverage</b>								
Double-A EBDIT int. cov.	12.8x	12.8x	12.8x	12.8x	12.8x	12.8x	14.9x	14.9x
Single-A: EBDIT int. cov.	8.0x	8.0x	8.0x	8.0x	8.2x	8.2x	8.5x	8.5x
Triple-B: EBDIT int. cov.	6.0x	6.0x	6.0x	6.0x	6.0x	6.0x	4.8x	4.8x
Double-B: EBDIT int. cov.	3.5x	3.5x	3.5x	3.5x	3.5x	3.5x	3.6x	3.6x
<b>Debt / cash from operations</b>								
Double-A: debt / CFO	1.5yr.	1.5yr.	1.5yr.	1.5yr.	1.4yr.	1.4yr.	1.4yr.	1.4yr.
Single-A: debt / CFO	2.3yr.	2.3yr.	2.3yr.	2.3yr.	2.2yr.	2.2yr.	2.2yr.	2.1yr.
Triple-B: debt / CFO	3.3yr.	3.3yr.	3.3yr.	3.3yr.	3.0yr.	3.0yr.	2.9yr.	2.9yr.
Double-B: debt / CFO	5.8yr.	5.8yr.	5.8yr.	5.8yr.	5.6yr.	5.6yr.	5.4yr.	5.4yr.

Quelle: Firmendaten, S&P

E: Schätzungen (Estimates) CSFB Fixed Income Research

1) Cash from operations (CFO) berechnet als EBDIT plus Bruttozinsen (Gross interest expense); dies ist eine gute Näherung für den effektiven CFO