

**Empfehlung:** Halten

**Kursziel:** 260,00 CHF

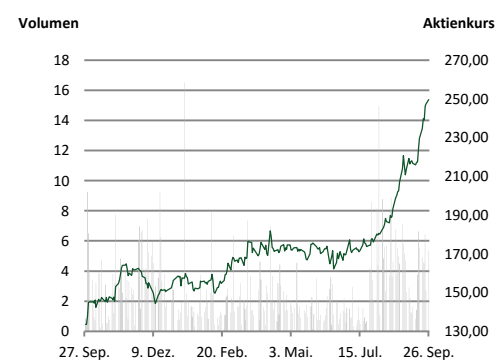
**Kurspotenzial:** -4 Prozent

**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	272,00 CHF
Aktienanzahl (in Mio.)	1,43
Marktkap. (in Mio. CHF)	390,3
Enterprise Value (in Mio. CHF)	454,2
Ticker	HOCN
ISIN	CH0024666528

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in CHF)	273,00
52 Wochen-Tief (in CHF)	143,10
3 M relativ zum SPI	+44,2%
6 M relativ zum SPI	+39,8%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	80,4%
ZMP Invest	10,5%
Fam. Weiss / Innovent	5,2%
Argos Investment	3,9%

**Termine**

Vorl. Zahlen 2016	Ende Januar 2017
GB 2016	30. März 2017

**Prognoseanpassung**

	2016e	2017e	2018e
Umsatz (alt)	546,5	576,6	660,4
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	23,9	27,3	35,8
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	12,86	14,04	18,28
Δ in %	-	-	-

**Analyst**

Timo Buss  
+49 40 41111 37 81  
t.buss@montega.de

**Publikation**

Comment 27. September 2016

**Feedback von der Investora**

Anlässlich der Investora in Zürich hatten wir Gelegenheit, das Management von Hochdorf zu treffen. Im Mittelpunkt unserer Diskussion standen die folgenden Punkte.

**Kapazitätserweiterung Baby Care:** Der Neubau einer Sprühturmlinie in Sulgen für 80 Mio. CHF wird bis ins vierte Quartal 2017 andauern. Planmäßig soll auf der Anlage ab 2018 Babynahrung produziert werden. Die Fertigstellung des neuen Turms (T9) mit einer Gesamtkapazität von 32 TTonnen p. a. wird in etwa zu einer Verdreifachung der heute installierten Kapazitäten führen (derzeit rd. 17 TTonnen p. a.). Es ist wahrscheinlich, dass ähnlich wie bei T8, der 2010 errichtet wurde, eine Periode von 4 Jahren vergehen wird, bis die neuen Kapazitäten voll ausgelastet sind. Für 2018 erwarten wir, dass 10-12 TTonnen zusätzliche Babynahrung auf T9 produziert werden können. Mit der Vollausslastung rechnen wir in 2021. Für die Verteidigbarkeit des Preisniveaus der Babynahrung von Hochdorf sehen wir trotz der angespannten Lage an den internationalen Milchmärkten derzeit wenig Bedrohung. Hochdorf agiert unverändert als einziger Private-Label-Hersteller von Babynahrung aus Schweizer Milch und ist bei vielen Kunden ein zentraler, teils exklusiver Zulieferer. Entsprechend solide fällt die Verhandlungsposition aus.

Im vergangenen Jahr verkaufte Hochdorf die Babynahrung an die Markeninhaber für rd. 6,6 Tsd. CHF pro Tonne, sodass eine Vollausslastung von T9 das Potenzial birgt, inkrementelle Umsätze in einer Größenordnung von 200 Mio. CHF zu erzielen. Einhergehen dürfte eine EBIT-Steigerung um über 20 Mio. CHF, sodass die Maßnahme der Kapazitätserweiterung alleine genommen bereits eine **Verdoppelung des EBITs** (2015: 20,1 Mio. CHF) ermöglichen sollte. Unter Berücksichtigung eines weiter optimierten Produktmixes, wie beispielsweise durch künftige Produktion von Base-Powder und Instant-Milchpulver in Prenzlau, wird Hochdorf nach unseren Prognosen auch ungeachtet einer Vorwärtsintegration bis 2021 das operative Ergebnis signifikant steigern können (MONe: 52,7 Mio. CHF).

**Geplante 51%-Beteiligung an Pharmalys:** In den letzten Tagen hat der Kurs der Hochdorf-Aktie noch einmal deutlich angezogen. Für uns zeugt dies davon, dass Investoren erwartete positive Effekte aus einer wertschaffenden Übernahme von Pharmalys bereits vor dem tatsächlichen Closing beginnen einzupreisen. Zwischen Pharmalys und Hochdorf liegt bislang lediglich eine Absichtserklärung zur Mehrheitsbeteiligung vor und auch die Höhe des Kaufpreises ist nicht final absehbar. Das Management gab sich bei unserem Treffen jedoch sehr zuversichtlich, die Vertragsverhandlungen im vierten Quartal zum Abschluss bringen zu können. Der 51%-Anteil an Pharmalys soll im Anschluss überwiegend in Aktien bezahlt werden. Als Closing-Bedingung müsste die Stimmrechtsbeschränkung von derzeit 5% auf voraussichtlich 15% angehoben werden. Für eine Beschlussfindung dieser Art müsste Hochdorf eine außerordentliche HV einberufen.

Weiter auf der nächsten Seite →

Geschäftsjahresende: 31.12.	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	420,6	544,2	546,5	576,6	660,4
Veränderung yoy	13,0%	29,4%	0,4%	5,5%	14,5%
EBITDA	27,2	30,5	34,9	38,4	48,4
EBIT	20,0	20,1	23,9	27,3	35,8
Jahresüberschuss	16,1	13,5	18,4	20,2	26,2
Rohrertragsmarge	25,0%	23,9%	25,7%	24,9%	25,3%
EBITDA-Marge	6,5%	5,6%	6,4%	6,7%	7,3%
EBIT-Marge	4,8%	3,7%	4,4%	4,7%	5,4%
Net Debt	57,7	32,5	58,2	81,6	73,1
Net Debt/EBITDA	2,1	1,1	1,7	2,1	1,5
ROCE	11,4%	9,5%	9,8%	9,6%	11,5%
EPS	17,45	11,73	12,86	14,04	18,28
FCF je Aktie	2,00	-3,44	-14,91	-12,48	9,66
Dividende	3,70	3,70	3,80	3,80	4,00
Dividendenrendite	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%
EV/Umsatz	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	16,7	14,9	13,0	11,8	9,4
EV/EBIT	22,7	22,5	19,0	16,7	12,7
KGV	15,6	23,2	21,2	19,4	14,9
P/B	2,9	2,1	2,0	1,8	1,7

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. CHF, EPS in CHF Kurs: 272,00

**Szenarioentwurf eines erfolgreichen Closings:** Würde die Akquisition zu einem attraktiven Preis ausbleiben, hätte Hochdorf trotz des hohen organischen Ergebnispotenzials der kommenden Jahre auf dem aktuellen Kursniveau u. E. eine faire Bewertung erreicht. Dennoch können wir die aktuelle Übernahmephantasie nachvollziehen, da im Falle eines Closings noch weiteres Upside-Potenzial für den Titel vorhanden sein dürfte. Ein wahrscheinliches Szenario zur Übernahme der Pharmalys-Gruppe könnte die folgenden Eckpunkte umfassen:

Pharmalys wird dieses Jahr nach Unternehmensangaben einen **Umsatz von 70 Mio. CHF bei einer zweistelligen EBIT-Marge** erzielen. Das Margenniveau vergleichbarer Unternehmen wie beispielsweise Mead Johnson (24%) liegt klar im zweistelligen Bereich. Wir trauen Pharmalys mit seiner Positionierung als Premiumanbieter der Marke Primalac („Swissness“) eine Marge von 20% und damit ein EBIT von 14 Mio. CHF in 2016 zu. Die Übernahmebewertung würde u. E. nur leicht unter der jetzigen Bewertung von Hochdorf (EV/EBIT 2016e: 19,0x) liegen. Zum Vergleich: Mead Johnson als Peer zu Pharmalys wird tagesaktuell mit einem EV/EBIT von 16,5x gehandelt. Das optisch teure Transaktions-Multiple relativiert sich jedoch vor dem Hintergrund, dass die Guidance der Pharmalys-Gruppe eine Umsatzverdoppelung bei konstanten Margen bis 2018 vorsieht.

Um genügend Finanzierungsspielraum für das Projekt der Vorwärtsintegration zu haben, ist es durchaus wahrscheinlich, dass Hochdorf den möglichen **Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung voll ausschöpfen** wird. Da 50% des Grundkapitals nicht überschritten werden dürfen, könnte sich die Aktienanzahl maximal um 717.380 Stücke auf anschließend 2.152.140 Aktien erhöhen. Unter der Annahme einer vernachlässigbaren Verschuldung bei Pharmalys würde die Übernahme zu einem Transaktions-Multiple von 16x EBIT und einem Hochdorf-Aktienkurs von 260 CHF im Ergebnis dazu führen, dass der Verkäufer nach der Kapitalmaßnahme rd. 20% der Anteile und 15% der Stimmrechte an Hochdorf hält. Die verbleibenden 280 Tsd. Stücke könnten für Hochdorf zu Barzuflüssen von über 70 Mio. CHF führen.

Unsere Prognosen (ohne den Kauf der Pharmalys-Gruppe) sehen für 2021 aufgrund der Kapazitätsausweitung und des verbesserten Produktmix ein EBIT von 52,7 Mio. CHF für Hochdorf vor. Eine erfolgreiche Vorwärtsintegration unter den zuvor beschriebenen Annahmen könnte das Unternehmen ohne Erhöhung der Nettoverschuldung in die Lage versetzen, bis 2021 mindestens zusätzliche 40 Mio. CHF operatives Ergebnis in der GuV auszuweisen. Davon würden Hochdorf wirtschaftlich 51% gehören, sodass inklusive einer Vorwärtsintegration ein operatives Ergebnis zwischen 70 und 75 Mio. CHF visibel erscheint. Durch die Kapitalerhöhung würde sich dieser Ertrag dann auf 2,15 Mio. Aktien verteilen. In diesem Fall, den die Investoren derzeit beginnen einzupreisen, wäre bereits heute ein **Kursziel für die Hochdorf-Aktien im Bereich von 300 CHF zu rechtfertigen**. Der jüngste Kursanstieg und die Übernahmephantasie kommen für uns daher nicht wirklich überraschend. Unser Kursziel basiert jedoch weiterhin auf unserer Planung *exklusive* der Übernahme eines Kunden im Bereich Baby Care.

**Fazit:** Hochdorf setzt den eingeschlagenen Kurs erfolgreich fort, die Abhängigkeit von reinen Commodity-Produkten zu reduzieren. Die Produktion auf der Sprühturmlinie T9 wird ab 2018 zu einem Anstieg der Margen führen und bietet signifikantes Ergebnispotenzial. Wer zusätzlich von einem Closing der Akquisition ausgeht, kann auch auf dem jetzigen Bewertungsniveau die Position noch weiter aufstocken. Rein auf Basis der organischen Strategie hat das Unternehmen u. E. die Bewertungslücke in den vergangenen Monaten erfolgreich geschlossen und notiert zu einem fairen Kurs. Wir bestätigen damit unsere Halten-Empfehlung, haben das Kursziel jedoch auf Basis eines besseren langfristigen Margenausblicks sowie der Fortschreibung des DCF-Modells von 215,00 CHF auf 260,00 CHF angehoben.

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Hochdorf Gruppe ist eines der führenden Schweizer Unternehmen der Nahrungsmittelindustrie. Kernkompetenz ist die Herstellung von hochwertigen Lebensmitteln und Inhaltsstoffen aus Milch und Weizenkeimen mittels Trocknung, Veredelung und Mischung. In der Produktion von Milchpulver liegen dabei die Wurzeln des Unternehmens. Bereits seit über hundert Jahren wird darüber hinaus Babynahrung auf Milchbasis gefertigt. Die Hauptproduktionsstätten sind am Heimatstandort Hochdorf sowie in Sulgen (Schweiz) angesiedelt. Des Weiteren verfügt das Unternehmen mit Milchwerken in Litauen und Deutschland auch über Produktionskapazitäten im EU-Ausland. Bedient werden Kunden aus der weiterverarbeitenden Lebensmittelindustrie sowie dem Groß- und Einzelhandel in mehr als 90 Ländern weltweit, darunter auch wichtige Wachstumsregionen in Asien, Nordafrika und dem Nahen Osten.

### Hochdorf im Überblick

<b>Geschäftsmodell</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Absatzweg: B2B</li> <li>▪ Produkte: Milchderivate, Babynahrung, Weizenkeimspezialitäten, Öle, Schokolade</li> </ul>
<b>Geografischer Fokus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Regionale Diversifikation: &gt;90 Länder</li> <li>▪ Umsatzsplit nach Regionen: ca. 38% Schweiz / ca. 44% Europa / ca. 11% Afrika und Naher Osten / ca. 4% Asien</li> </ul>
<b>Key Facts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Verarbeitete Menge (Milch, Molke, Permeat): ca. 800.000 t</li> <li>▪ Produzierte Menge: ca. 250.000 t</li> <li>▪ Umsatzsplit nach Produktgruppen: ca. 75% Milchderivate / ca. 20% Babynahrung / ca. 5% Weizenkeime und Spezialitäten</li> </ul>

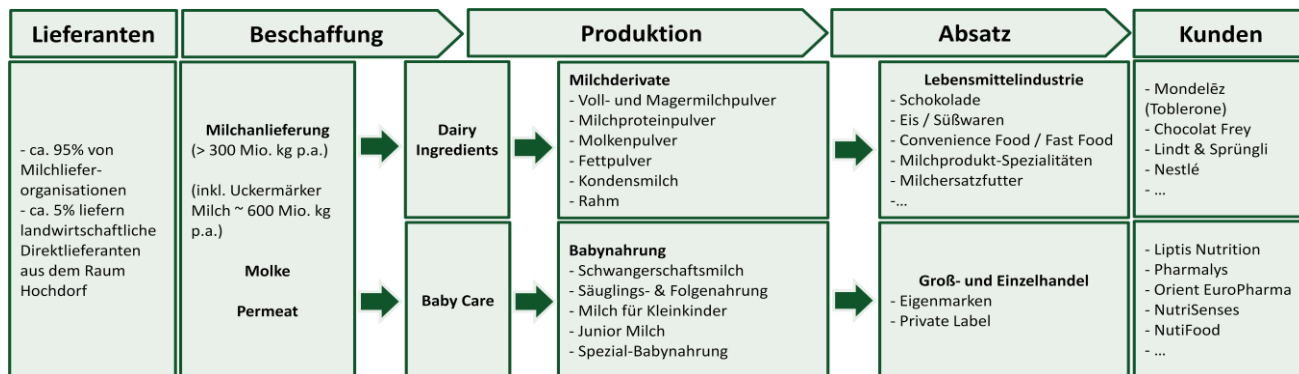
Quelle: Unternehmen

Wichtige Meilensteine der Firmenhistorie sind im Folgenden kurz dargestellt:

- 1895** Gründung der 1. Centralschweizerischen Natur-Milch-Exportgesellschaft
- 1906** Beginn der Produktion von Walzenvollmilchpulver für die Schokoladenindustrie
- 1908** Beginn der Herstellung von Babynahrung
- 1954** Markteinführung adaptierter Säuglingsmilch
- 2003** Akquisition des Milchpulverwerks in Sulgen (Schweiz)
- 2006** Start der Internationalisierung im Bereich Babynahrung
- 2010** Errichtung der Sprühturmlinie 8 in Sulgen zur Produktion von Babynahrung
- 2011** Erstnotierung an der SIX Swiss Exchange
- 2013** Vollständige Übernahme des Milchpulverwerks in Litauen
- 2014** Übernahme der Marbacher Ölmühle GmbH (Deutschland)
- 2014** Mehrheitliche Übernahme der Uckermärker Milch GmbH (Deutschland)
- 2015** Beginn der Testphase eigener Schokoladenproduktion in Südafrika

### Food Chain

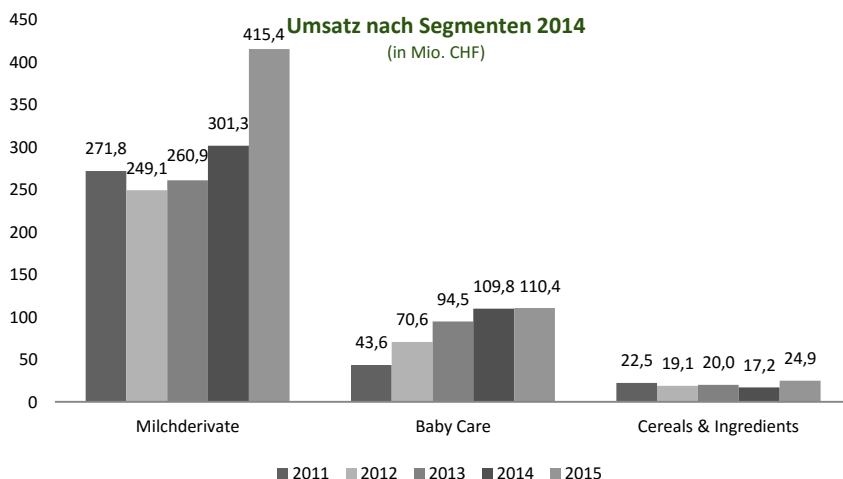
Die nachfolgende Grafik fasst die wesentlichen Punkte der Wertschöpfungskette des Unternehmens sowie die wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte zusammen.



Quelle: Montega

### Segmentbetrachtung

Das operative Geschäft der Hochdorf Gruppe gliedert sich in die drei Geschäftsbereiche Dairy Ingredients (Milchderivate), Baby Care (Babynahrung) und Cereals & Ingredients (Weizenkeimprodukte/Spezialitäten). Das Milchderivategeschäft bildet dabei das Rückgrat der Gruppe und ist für rund 75% des Konzernumsatzes verantwortlich. Die wesentlichen Produkte dieses Segmentes sind Butter, Quark, Rahm, (Walzen-)Vollmilchpulver und Magermilchpulver. Der Bereich Babynahrung ist in den vergangenen Jahren jedoch stark gewachsen und macht bereits rd. 20% der Umsätze aus. Mit etwa 5% ist der Beitrag des Segments Cereals & Ingredients dagegen noch vergleichsweise gering.



Quelle: Unternehmen

Im Bereich **Dairy Ingredients** produziert Hochdorf ein breites Spektrum an Milchpulvern und anderen Milchingredienten, darunter Milchproteinpulver, Molkenpulver, Fettpulver, Kondensmilch, Butter, Quark und Rahm. Das mit Abstand wichtigste Milchpulverprodukt ist das Walzenvollmilchpulver, das in erster Linie in der Schweizer Schokoladenindustrie zum Einsatz kommt. Die weiteren Anwendungsfelder der Milchderivate sind äußerst vielfältig und reichen von Süßwaren über Eiscreme, Joghurts, Milchspezialitäten, Convenience-Food und Saucen bis hin zu Milchersatzfuttermitteln für Nutztiere.

Der Bereich **Baby Care** befasst sich mit der Herstellung von Premium-Babynahrung aus Milch. Das Sortiment deckt alle Altersstufen ab und umfasst neben Nahrung für Neugeborene, Babys und Kinder im Vorschulalter auch Milchprodukte für werdende

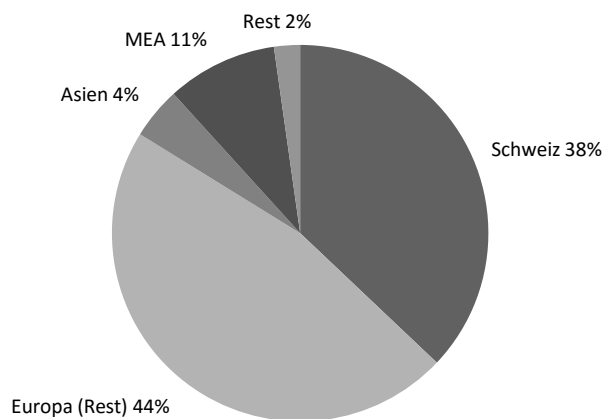
Mütter in der Schwangerschaft und Stillzeit. Neben den beiden Eigenmarken „alpen“ und „babina“ werden auch zahlreiche Drittmarken für den (Einzel-)Handel produziert. Hochdorf ist im Segment Baby Care bereits heute sehr international aufgestellt (Exportanteil >90%) und verkauft die Produkte in eine Vielzahl von Ländern weltweit. Für den lukrativen chinesischen Markt wurden mit „Alpreen“, „babina gold“ und „natrapure“ sogar eigene Marken kreiert.

Das Segment **Cereals & Ingredients** ist auf die Verarbeitung und Veredelung von Weizenkeimen zu Granulaten und Crisps sowie die Herstellung von Pulvermischungen für Dessert- und Fitnessprodukte spezialisiert. Zudem werden Spezialitäten wie Weizenkeimöle oder Tonika produziert. Mit der 2014 übernommenen Marbacher Ölmühle ist Hochdorf zudem in der Verarbeitung und dem Handel mit pflanzlichen Ölen (meist in Bio-Qualität) wie Rapsöl, Sonnenblumenöl oder Leinsamenöl aktiv. Zu den Abnehmern zählen die weiterverarbeitende Lebensmittelindustrie (Einsatzgebiete sind u.a. Back- und Süßwaren, Frühstückscerealien, Milchprodukte, Convenience-Food, Snacks, Pasta, Saucen, Suppen etc.) sowie Großverbraucher aus der Gastronomie-Branche. Kundenindividuelle Private-Label-Produkte vervollständigen das Produktprogramm. Das Segment befindet sich in einer Phase der Neuausrichtung hinsichtlich einer stärkeren Internationalisierung und Produktdiversifizierung. So ist für die Zukunft etwa auch die Produktion von Kindernahrung und Schokolade geplant. Die Testproduktion von Schokolade in Südafrika wurde Anfang 2016 begonnen.

### Märkte und Umsatz

Hochdorf beliefert Kunden in mehr als 90 Ländern, wobei mehr als ein Drittel des Umsatzes im Heimatmarkt Schweiz erzielt wird. Den wichtigsten Absatzmarkt stellt das übrige Europa dar (44%). 15% entfallen auf Afrika, den Nahen Osten sowie Asien. Nord- und Südamerika und übrige Regionen machen nur einen geringen Teil aus.

Umsatzverteilung nach Regionen 2015  
(in %)



Quelle: Unternehmen

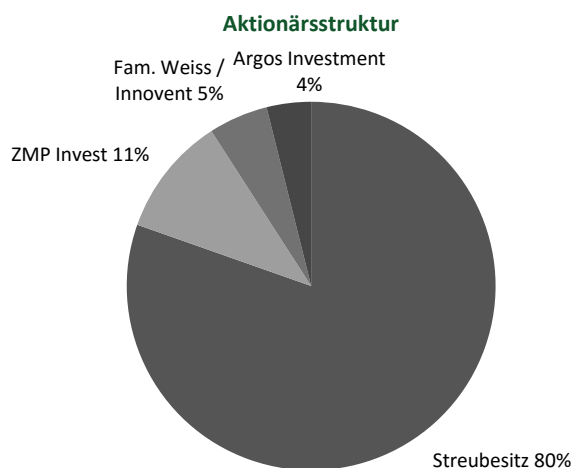
### Management

**Dr. Thomas Eisenring** ist seit April 2013 CEO der Hochdorf Gruppe. Nach einer Lehre zum Mechaniker erlangte er die berufsbegleitende Matura auf dem zweiten Bildungsweg und studierte und promovierte daraufhin an der Universität St. Gallen. Nach seinem Abschluss 1999 als Dr. oec. HSG war er zunächst bei PricewaterhouseCoopers tätig und wechselte 2002 zum international tätigen Automobilzulieferer SEVEX AG. Als CEO & Head of Sales führte er das Unternehmen bis zum erfolgreichen Verkauf an die ElringKlinger Gruppe 2008. Im Anschluss übernahm er als Unternehmer zusammen mit sechs anderen Gesellschaftern die ZIFRU Trockenprodukte GmbH in Zittau, Deutschland, die vor allem auf Wachstum im Bereich Direct Food ausgerichtet wurde. Im Frühjahr 2013 trat er schließlich in die Geschäftsleitung von Hochdorf ein.

**Marcel Gavillet** ist seit 2003 CFO bei Hochdorf. Zuvor war er von 1996 bis 1999 als Leiter Finanz- und Rechnungswesen bei der Nutriswiss AG in Lyss und anschließend von 1999 bis 2003 als deren Geschäftsführer tätig. Seine Ausbildung absolvierte er an einer Fachhochschule (FH; MAS Corporate Finance; Certified IFRS Accountant).

#### Aktionärsstruktur

Seit dem 17. Mai 2011 werden die Aktien der Hochdorf Holding AG an der SIX Swiss Exchange in Zürich gehandelt. Das Grundkapital des Unternehmens ist in 1.434.760 Aktien mit einem Nennwert von je 10,00 CHF eingeteilt. Die Aktionärsstruktur ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: Unternehmen

## ANHANG

## DCF Modell

Angaben in Mio. CHF	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>546,5</b>	<b>576,6</b>	<b>660,4</b>	<b>710,2</b>	<b>759,9</b>	<b>794,1</b>	<b>817,9</b>	<b>834,3</b>
Veränderung	0,4%	5,5%	14,5%	7,5%	7,0%	4,5%	3,0%	2,0%
<b>EBIT</b>	<b>23,9</b>	<b>27,3</b>	<b>35,8</b>	<b>40,5</b>	<b>47,1</b>	<b>52,7</b>	<b>54,3</b>	<b>47,6</b>
EBIT-Marge	4,4%	4,7%	5,4%	5,7%	6,2%	6,6%	6,6%	5,7%
<b>NOPAT</b>	<b>20,4</b>	<b>22,9</b>	<b>30,1</b>	<b>34,0</b>	<b>39,6</b>	<b>44,3</b>	<b>45,6</b>	<b>39,9</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>10,9</b>	<b>11,1</b>	<b>12,5</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,1</b>	<b>14,7</b>	<b>16,7</b>
in % vom Umsatz	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	2,0%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-8,8	0,6	-4,9	-4,5	-4,6	-2,4	-1,4	-1,5
- Investitionen	-42,5	-50,8	-22,0	-16,0	-16,7	-17,5	-18,0	-17,5
Investitionsquote	7,8%	8,8%	3,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%
<b>Übriges</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-20,5</b>	<b>-17,2</b>	<b>13,7</b>	<b>24,1</b>	<b>29,9</b>	<b>37,0</b>	<b>39,3</b>	<b>35,9</b>
<b>WACC</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>
Present Value	-20,2	-15,7	11,6	18,9	21,8	24,9	24,5	369,0
<b>Kumuliert</b>	<b>-20,2</b>	<b>-35,9</b>	<b>-24,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>16,4</b>	<b>41,3</b>	<b>65,8</b>	<b>434,9</b>

## Wertermittlung (Mio. CHF)

Total present value (Tpv)	434,9
Terminal Value	369,0
Anteil vom Tpv-Wert	85%
Verbindlichkeiten	83,8
Liquide Mittel	43,0
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>394,1</b>

Aktienzahl (Mio.)	1,43
<b>Wert je Aktie (CHF)</b>	<b>261,11</b>

<b>+Upside / -Downside</b>	<b>-4%</b>
<b>Aktienkurs (CHF)</b>	<b>272,00</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,00
WACC	7,9%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2016-2019	9,1%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2016-2021	7,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2023	2,0%
EBIT-Marge	2016-2019	5,1%
EBIT-Marge	2016-2021	5,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2023	5,7%

## Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

	ewiges Wachstum				
WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
8,44%	210,80	225,36	233,48	242,26	262,15
8,19%	221,87	237,79	246,72	256,40	278,43
<b>7,94%</b>	<b>233,79</b>	<b>251,26</b>	<b>261,11</b>	<b>271,81</b>	<b>296,32</b>
7,69%	246,66	265,89	276,78	288,67	316,05
7,44%	260,59	281,84	293,93	307,18	337,92

## Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

	EBIT-Marge ab 2023e				
WACC	5,20%	5,45%	<b>5,70%</b>	5,95%	6,20%
8,44%	224,37	234,99	245,60	256,21	266,83
8,19%	237,09	248,31	259,54	270,77	281,99
<b>7,94%</b>	<b>250,89</b>	<b>262,79</b>	<b>274,68</b>	<b>286,58</b>	<b>298,47</b>
7,69%	265,94	278,57	291,19	303,82	316,44
7,44%	282,40	295,83	309,26	322,68	336,11

G&V (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>372,1</b>	<b>420,6</b>	<b>544,2</b>	<b>546,5</b>	<b>576,6</b>	<b>660,4</b>
Bestandsveränderungen	1,0	6,2	1,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>373,1</b>	<b>426,8</b>	<b>545,2</b>	<b>546,5</b>	<b>576,6</b>	<b>660,4</b>
Materialaufwand	287,0	321,6	415,1	406,3	433,0	493,3
<b>Rohertrag</b>	<b>86,2</b>	<b>105,2</b>	<b>130,1</b>	<b>140,2</b>	<b>143,6</b>	<b>167,1</b>
Personalaufwendungen	31,7	34,8	46,2	49,0	50,1	55,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36,4	43,2	53,5	56,3	55,1	63,7
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>18,1</b>	<b>27,2</b>	<b>30,5</b>	<b>34,9</b>	<b>38,4</b>	<b>48,4</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,1	6,8	10,0	10,5	10,8	12,0
<b>EBITA</b>	<b>11,0</b>	<b>20,4</b>	<b>20,5</b>	<b>24,4</b>	<b>27,6</b>	<b>36,4</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	0,5
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>20,0</b>	<b>20,1</b>	<b>23,9</b>	<b>27,3</b>	<b>35,8</b>
Finanzergebnis	-3,8	-0,3	-4,9	-1,7	-2,1	-2,2
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>6,5</b>	<b>19,8</b>	<b>15,2</b>	<b>22,3</b>	<b>25,2</b>	<b>33,6</b>
Außerordentliches Ergebnis	-0,2	-1,9	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>6,3</b>	<b>17,8</b>	<b>15,1</b>	<b>22,3</b>	<b>25,2</b>	<b>33,6</b>
EE-Steuer	0,3	1,7	2,1	3,3	4,0	5,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1	16,1	13,0	18,9	21,2	28,2
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>6,1</b>	<b>16,1</b>	<b>13,0</b>	<b>18,9</b>	<b>21,2</b>	<b>28,2</b>
Anteile Dritter	0,1	0,0	-0,5	0,5	1,0	2,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,0</b>	<b>16,1</b>	<b>13,5</b>	<b>18,4</b>	<b>20,2</b>	<b>26,2</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,3%	1,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,3%</b>	<b>101,5%</b>	<b>100,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	77,1%	76,5%	76,3%	74,4%	75,1%	74,7%
<b>Rohertrag</b>	<b>23,2%</b>	<b>25,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>25,7%</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,3%</b>
Personalaufwendungen	8,5%	8,3%	8,5%	9,0%	8,7%	8,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	10,3%	9,8%	10,3%	9,6%	9,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,3%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9%	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%
<b>EBITA</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,5%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>5,4%</b>
Finanzergebnis	-1,0%	-0,1%	-0,9%	-0,3%	-0,4%	-0,3%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,1%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,1%</b>
EE-Steuer	0,1%	0,4%	0,4%	0,6%	0,7%	0,8%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,6%	3,8%	2,4%	3,5%	3,7%	4,3%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,3%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,3%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



Bilanz (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	1,5	2,0	1,5	1,2	0,6
Sachanlagen	107,0	152,4	169,7	201,7	241,7	251,7
Finanzanlagen	9,9	10,0	10,7	10,7	10,7	10,7
<b>Anlagevermögen</b>	<b>117,6</b>	<b>164,0</b>	<b>182,3</b>	<b>213,9</b>	<b>253,6</b>	<b>263,0</b>
Vorräte	29,3	47,9	49,0	54,6	54,9	60,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,8	59,6	49,0	52,4	53,7	61,5
Liquide Mittel	53,9	46,4	43,0	35,9	20,6	29,0
Sonstige Vermögensgegenstände	5,8	13,2	17,0	17,0	17,0	17,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>125,9</b>	<b>167,1</b>	<b>158,1</b>	<b>160,0</b>	<b>146,2</b>	<b>167,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>243,5</b>	<b>331,1</b>	<b>340,4</b>	<b>373,9</b>	<b>399,8</b>	<b>430,5</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>103,6</b>	<b>136,1</b>	<b>184,6</b>	<b>198,8</b>	<b>213,5</b>	<b>234,3</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,2</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>11,7</b>
Rückstellungen	5,0	11,4	11,2	11,2	11,2	11,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	93,9	93,2	64,4	82,9	90,9	90,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	35,2	67,0	52,9	53,1	55,3	63,3
Sonstige Verbindlichkeiten	5,7	16,3	19,2	19,2	19,2	19,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>139,7</b>	<b>187,9</b>	<b>147,6</b>	<b>166,4</b>	<b>176,6</b>	<b>184,6</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>243,5</b>	<b>331,1</b>	<b>340,4</b>	<b>373,9</b>	<b>399,8</b>	<b>430,5</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3%	0,5%	0,6%	0,4%	0,3%	0,1%
Sachanlagen	43,9%	46,0%	49,9%	53,9%	60,5%	58,5%
Finanzanlagen	4,1%	3,0%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>48,3%</b>	<b>49,5%</b>	<b>53,6%</b>	<b>57,2%</b>	<b>63,4%</b>	<b>61,1%</b>
Vorräte	12,0%	14,5%	14,4%	14,6%	13,7%	13,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,1%	18,0%	14,4%	14,0%	13,4%	14,3%
Liquide Mittel	22,2%	14,0%	12,6%	9,6%	5,1%	6,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	2,4%	4,0%	5,0%	4,6%	4,3%	4,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>51,7%</b>	<b>50,5%</b>	<b>46,4%</b>	<b>42,8%</b>	<b>36,6%</b>	<b>38,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,1%</b>	<b>54,2%</b>	<b>53,2%</b>	<b>53,4%</b>	<b>54,4%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,1%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>
Rückstellungen	2,0%	3,5%	3,3%	3,0%	2,8%	2,6%
Zinstragende Verbindlichkeiten	38,6%	28,2%	18,9%	22,2%	22,7%	21,1%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,3%	4,9%	5,6%	5,1%	4,8%	4,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	57,4%	56,8%	43,4%	44,5%	44,2%	42,9%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>57,4%</b>	<b>56,8%</b>	<b>43,4%</b>	<b>44,5%</b>	<b>44,2%</b>	<b>42,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

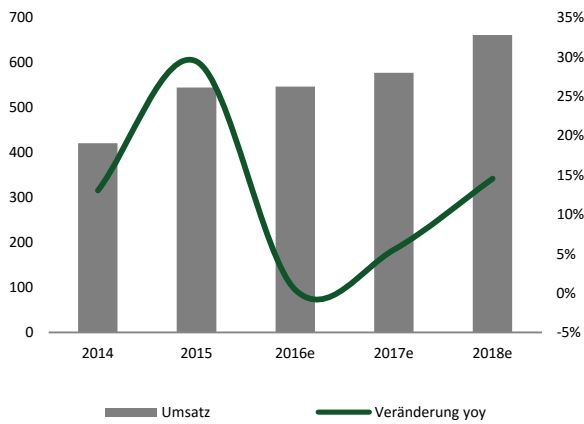
Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,1	16,1	13,0	18,9	21,2	28,2
Abschreibung Anlagevermögen	7,1	6,8	10,0	10,5	10,8	12,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	0,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,5	5,9	0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,7	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>18,1</b>	<b>32,2</b>	<b>23,8</b>	<b>29,9</b>	<b>32,3</b>	<b>40,8</b>
Veränderung Working Capital	0,1	-11,7	-4,8	-8,8	0,6	-4,9
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>18,2</b>	<b>20,5</b>	<b>19,0</b>	<b>21,1</b>	<b>32,9</b>	<b>35,9</b>
CAPEX	-4,1	-18,4	-23,0	-42,5	-50,8	-22,0
Sonstiges	-0,2	-14,0	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4,4</b>	<b>-32,4</b>	<b>-22,7</b>	<b>-42,5</b>	<b>-50,8</b>	<b>-22,0</b>
Dividendenzahlung	-2,6	-2,8	-4,1	-4,3	-5,5	-5,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,8	-0,7	-36,7	18,6	8,0	0,0
Sonstiges	-2,8	8,2	41,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-8,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0</b>	<b>14,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-5,5</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>5,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-15,4</b>	<b>8,4</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>53,9</b>	<b>46,4</b>	<b>43,0</b>	<b>35,9</b>	<b>20,6</b>	<b>29,0</b>

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

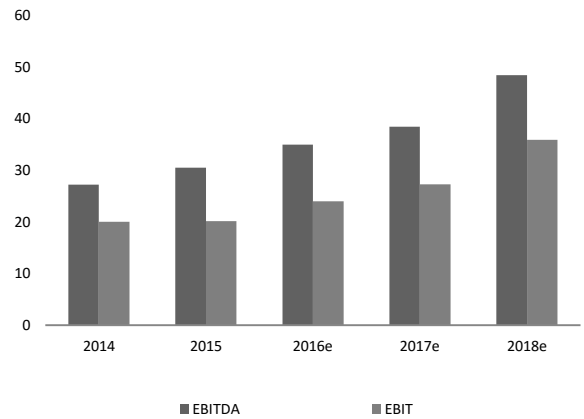
Kennzahlen Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	23,2%	25,0%	23,9%	25,7%	24,9%	25,3%
EBITDA-Marge (%)	4,9%	6,5%	5,6%	6,4%	6,7%	7,3%
EBIT-Marge (%)	2,8%	4,8%	3,7%	4,4%	4,7%	5,4%
EBT-Marge (%)	1,7%	4,2%	2,8%	4,1%	4,4%	5,1%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,6%	3,8%	2,4%	3,5%	3,7%	4,3%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	6,8%	11,4%	9,5%	9,8%	9,6%	11,5%
ROE (%)	6,0%	15,6%	9,4%	9,6%	9,7%	11,8%
ROA (%)	2,5%	4,9%	4,0%	4,9%	5,0%	6,1%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	44,9	57,7	32,5	58,2	81,6	73,1
Net Debt / EBITDA	2,5	2,1	1,1	1,7	2,1	1,5
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	14,1	2,1	-4,0	-21,4	-17,9	13,9
Capex / Umsatz (%)	1%	4%	4%	8%	9%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	9%	9%	8%	10%	10%	9%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	25,1	16,7	14,9	13,0	11,8	9,4
EV/EBIT	44,1	22,7	22,5	19,0	16,7	12,7
EV/FCF	32,3	213,0	-	-	-	32,8
KGV	40,0	15,6	23,2	21,2	19,4	14,9
P/B	3,8	2,9	2,1	2,0	1,8	1,7
Dividendenrendite	1,2%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

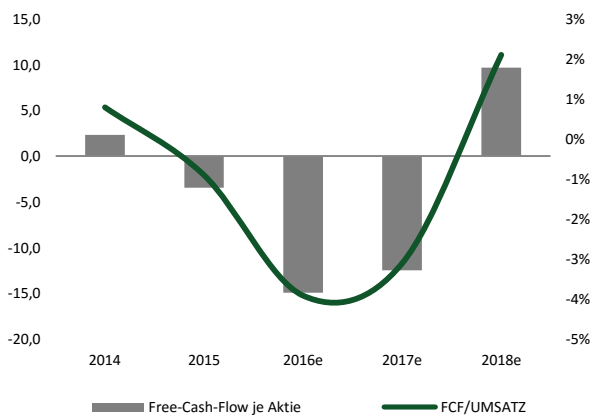
Umsatzentwicklung



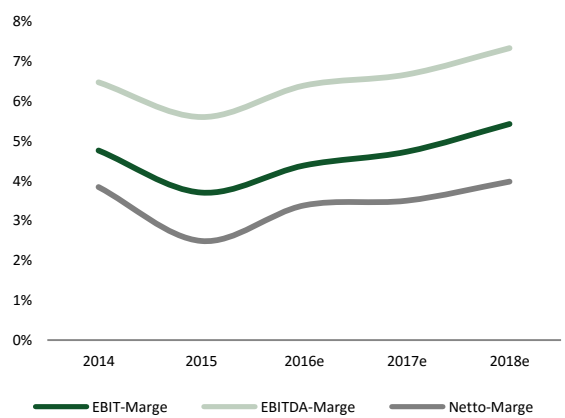
Ergebnisentwicklung



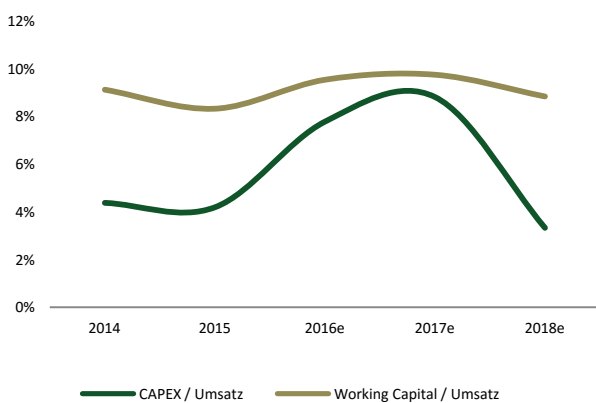
Free-Cash-Flow Entwicklung



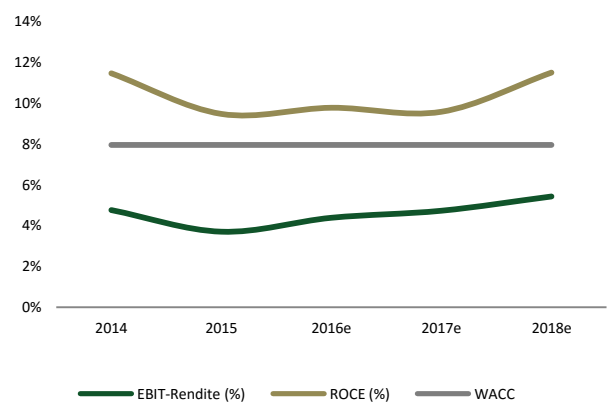
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



## **DISCLAIMER**

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltenen Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

**Verbreitung im Vereinigten Königreich:** Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnigte Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 27.09.2016):**

Bei Veröffentlichung dieser Publikation liegen folgende Interessenkonflikte im Sinne der FinAnV vor: Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 27.09.2016):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28  
53117 Bonn 60439 Frankfurt

### **Kontakt Montega AG:**

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
[www.montega.de](http://www.montega.de)  
Tel: +49 40 4 1111 37 80

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung)	16.04.2015	134,80	220,00	+63%
Kaufen	20.05.2015	160,10	220,00	+37%
Kaufen	19.08.2015	155,90	220,00	+41%
Kaufen	01.10.2015	155,10	220,00	+42%
Kaufen	27.11.2015	175,00	230,00	+31%
Kaufen	28.01.2016	168,10	230,00	+37%
Halten	12.04.2016	198,00	215,00	+9%
Halten	11.08.2016	202,00	215,00	+6%
Halten	27.09.2016	272,00	260,00	-4%