

Empfehlung: Kaufen

Kursziel: 230,00 CHF

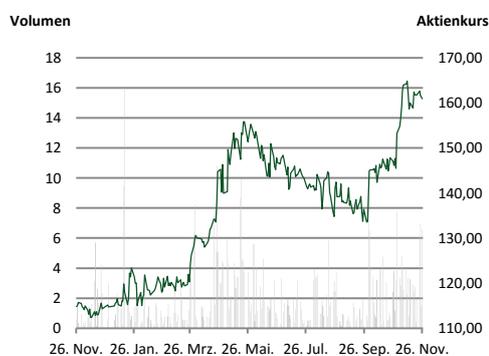
Kurspotenzial: +31 Prozent

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	175,00 CHF
Aktienanzahl (in Mio.)	1,20
Marktkap. (in Mio. CHF)	210,2
Enterprise Value (in Mio. CHF)	273,0
Ticker	HOCN
ISIN	CH0024666528

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in CHF)	178,00
52 Wochen-Tief (in CHF)	107,50
3 M relativ zum SPI	+13,8%
6 M relativ zum SPI	+10,9%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	73,9%
ZMP Invest	11,0%
Fam. Weiss / Innovent	6,7%
Argos Investment	4,9%
Gruppe Maurer	3,6%

Termine

k. A.

Prognoseanpassung

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	598,3	591,4	650,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	21,5	23,8	36,6
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	8,49	10,68	15,95
Δ in %	0,4%	2,8%	1,1%

Analyst

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

Publikation

Comment 27. November 2015

Vorzeitige Rückzahlung der Wandelanleihe angekündigt

Hochdorf hat gestern von der Option Gebrauch gemacht, die Wandelanleihe vor Endfälligkeit im Mai 2016 zu kündigen und einen Zeitplan veröffentlicht, nach dem die Anleihegläubiger ausbezahlt werden sollen. Dieser gestaltet sich wie folgt:

- 18.12.2015: Letzter Tag für die Ausübung der Wandlungsrechte
- 23.12.2015: Letzter Handelstag der 3,0% Wandelanleihe 2011-2016
- 28.12.2015: Rückzahlung der 3,0% Wandelanleihe 2011-2016

Die Bedingung für eine vorzeitige Rückzahlung der Anleihe wurde im vergangenen Monat erstmalig erfüllt. Sie sah vor, dass der Kurs der Hochdorf Namensaktien an mindestens 20 von 30 aufeinanderfolgenden Handelstagen über 160 CHF schließt. Hochdorf ist daher nun berechtigt, sämtliche Anleihegläubiger, die ihr Wandlungsrecht bis einschließlich dem 18. Dezember 2015 nicht ausüben, zum **Nominalbetrag von 5.000 CHF zzgl. aufgelaufener Stückzinsen** in Höhe von 86.25 CHF auszusahlen.

Für Investoren wird es aller Voraussicht nach **nicht rational sein, auf ihr Wandlungsrecht zu verzichten**. Bei einem Wandelpreis von 123,1 CHF hat die Anleihe einen Gegenwert von 142% des Nominalwertes (entspricht $100/123,1 \cdot \text{Aktienkurs}$ in Höhe von 175 CHF). Es besteht somit ein 42%-iger Aufschlag gegenüber der Rückzahlung zum Nominalbetrag. Der Effekt der gestern angekündigten vorzeitigen Rückzahlung wird demnach sein, dass so gut wie alle noch ausstehenden Anleihen im Dezember gewandelt werden und Hochdorf einen Teil der Kuponverpflichtung einspart. In unseren Prognosen haben wir dementsprechend für 2016 eine leichte Verbesserung des Finanzergebnisses abgebildet.

Auswirkung auf den **Unternehmenswert**: Zum 30. Juni 2015 befanden sich 1,159 Mio. Aktien im Umlauf. Vom ursprünglichen Anleihevolumen (50 Mio. Euro) waren damals 15,78 Mio. Euro gewandelt. Eine vollständige Wandlung des Restbetrags hätte einen Anstieg der Aktienanzahl auf rd. 1,45 Mio. Stück zur Folge und würde die EK-Quote weiter verbessern. Wir haben in unserem DCF-Modell bereits im Vorfeld den Fair-Value auf Basis der höheren Aktienanzahl bestimmt, aufgrund der Fortschreibung des Modells wurde das Kursziel jedoch leicht angehoben. Die antizipierte Verwässerung des EPS verlagert sich um ein Jahr von 2016 auf 2015 nach vorne.

Fazit: Aufgrund der gestrigen Ankündigung gehen wir davon aus, dass sich die Anzahl im Umlauf befindlicher Aktien bereits vor dem ursprünglich geplanten Auslaufen der Anleihe im Mai 2016 auf etwa 1,45 Mio. erhöhen wird. Es ist möglich, dass spezialisierte Bond-Investoren ihre gewandelten Stücke dann zur selben Zeit verkaufen und es temporär zu Kursrückgängen kommt. In diesem Fall würden wir Investoren zum Nachkauf raten, um ab 2017 an der visiblen Ergebnisausweitung der Hochdorf zu partizipieren. Die Empfehlung lautet unverändert Kaufen bei einem neuen Kursziel von 230,00 CHF (bisher: 220,00 CHF).

Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	372,1	420,6	598,3	591,4	650,0
Veränderung yoy	8,1%	13,0%	42,2%	-1,2%	9,9%
EBITDA	18,1	27,2	30,3	34,3	48,1
EBIT	10,3	20,0	21,5	23,8	36,6
Jahresüberschuss	6,0	16,1	10,5	15,2	23,4
Rohrertragsmarge	23,2%	25,0%	21,1%	20,8%	22,2%
EBITDA-Marge	4,9%	6,5%	5,1%	5,8%	7,4%
EBIT-Marge	2,8%	4,8%	3,6%	4,0%	5,6%
Net Debt	44,9	57,7	24,1	18,3	-0,9
Net Debt/EBITDA	2,5	2,1	0,8	0,5	0,0
ROCE	6,8%	11,4%	10,2%	10,7%	16,0%
EPS	6,80	17,45	8,52	10,98	16,13
FCF je Aktie	16,00	2,31	-4,50	7,75	17,04
Dividende	3,20	3,70	3,70	3,80	4,00
Dividendenrendite	1,8%	2,1%	2,1%	2,2%	2,3%
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	15,1	10,0	9,0	8,0	5,7
EV/EBIT	26,5	13,6	12,7	11,5	7,5
KGV	25,7	10,0	20,5	15,9	10,8
P/B	2,0	1,5	1,1	1,1	1,0

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. CHF, EPS in CHF Kurs: 175,00

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 80 Ländern weltweit, darunter auch wichtige Wachstumsregionen in Asien, Nordafrika und dem Nahen Osten.

Hochdorf im Überblick

Geschäftsmodell	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Absatzweg: B2B ▪ Produkte: Milchderivate, Babynahrung, Weizenkeimspezialitäten, Öle
Geografischer Fokus	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Regionale Diversifikation: >80 Länder ▪ Umsatzsplit nach Regionen: ca. 37% Schweiz / ca. 47% Europa / ca. 10% Afrika und Naher Osten / ca. 6% Asien
Key Facts	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verarbeitete Menge (Milch, Molke, Permeat): ca. 850.000 t ▪ Produzierte Menge: ca. 250.000 t ▪ Umsatzsplit nach Produktgruppen: ca. 70% Milchderivate / ca. 20% Babynahrung / ca. 5% Weizenkeime und Spezialitäten

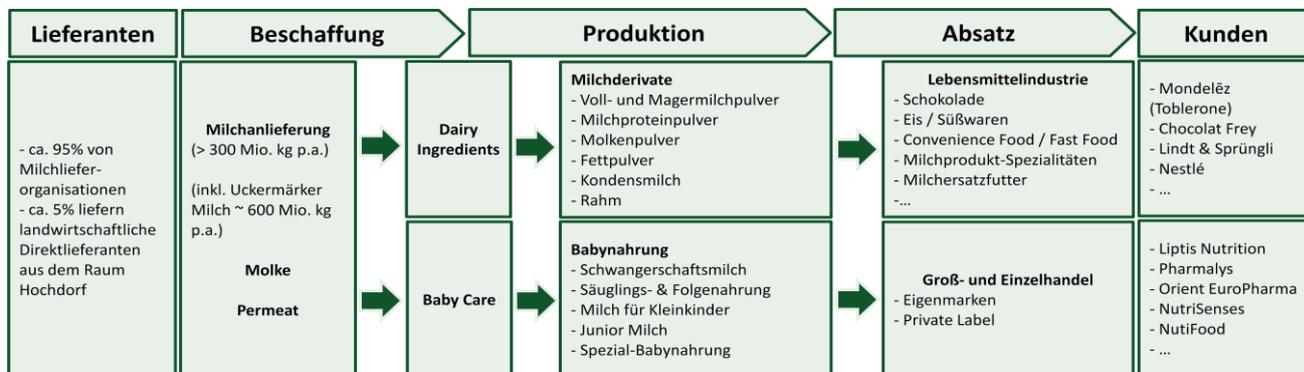
Quelle: Unternehmen

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)

Food Chain

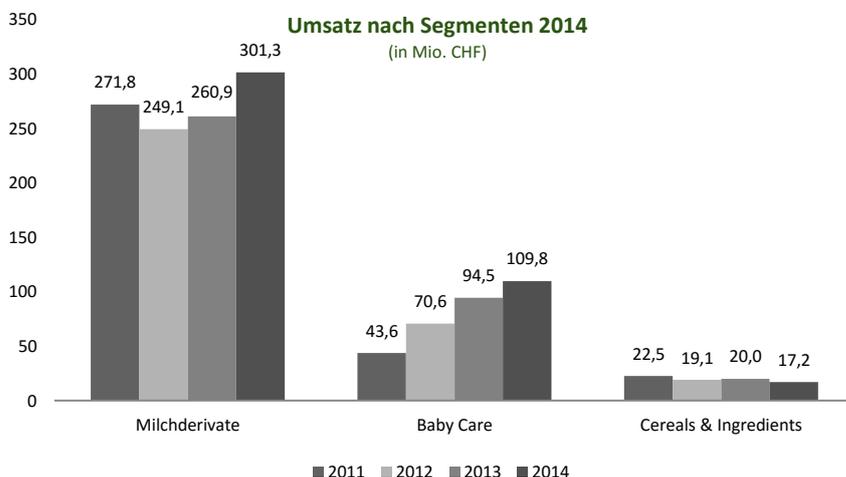
Die nachfolgende Grafik fasst die wesentlichen Punkte der Wertschöpfungskette des Unternehmens sowie die wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte zusammen.



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 70% 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

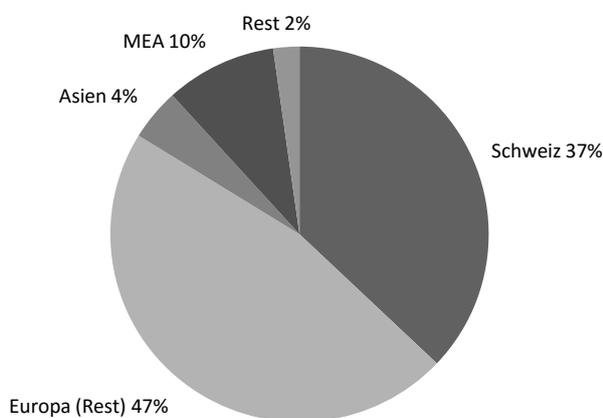
Mütter in der Schwangerschaft und Stillzeit. Neben den beiden Eigenmarken „alpen“ und „babina“ werden auch zahlreiche Drittmarken für den (Einzel-)Handel produziert. Hochdorf ist im Segment Baby Care bereits heute sehr international aufgestellt (Exportanteil > 95%) und verkauft die Produkte in eine Vielzahl 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 geplant.

Märkte und Umsatz

Hochdorf beliefert Kunden in mehr als 80 Ländern, wobei mehr als ein Drittel des Umsatzes im Heimatmarkt Schweiz erzielt wird. Den wichtigsten Absatzmarkt stellt das übrige Europa dar (47%). 14% entfallen auf Afrika, den Nahen Osten sowie Asien. Nord- und Südamerika und übrige Regionen machen nur einen geringen Teil aus.

Umsatzverteilung nach Regionen H1/15
(in %)



Quelle: Unternehmen

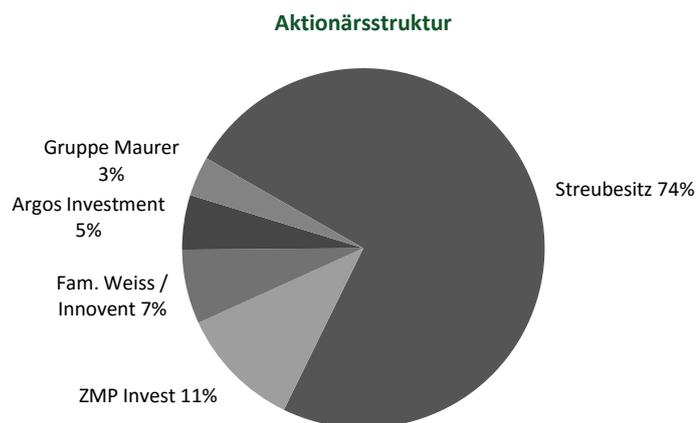
Management

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 1.201.248 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	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
Umsatz	598,3	591,4	650,0	673,1	686,5	700,3	714,3	728,6
Veränderung	42,2%	-1,2%	9,9%	3,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	21,5	23,8	36,6	42,0	42,8	42,0	41,4	40,8
EBIT-Marge	3,6%	4,0%	5,6%	6,2%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%
NOPAT	18,2	19,7	30,0	34,0	34,7	34,0	33,6	33,0
Abschreibungen	8,9	10,5	11,5	12,5	12,8	13,0	12,0	12,2
in % vom Umsatz	1,5%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,7%	1,7%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-9,4	2,2	-0,8	-1,6	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
- Investitionen	-18,0	-20,0	-15,0	-15,0	-13,8	-12,6	-12,9	-13,2
Investitionsquote	3,0%	3,4%	2,3%	2,2%	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%
Übriges	-1,5	-3,4	-5,6	-6,0	-6,0	-6,0	-5,5	-5,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-1,8	8,9	20,1	23,9	26,3	27,6	26,3	26,2
WACC	7,7%							
Present Value	-1,8	8,2	17,2	19,1	19,4	18,9	16,7	324,4
Kumuliert	-1,8	6,5	23,7	42,8	62,2	81,1	97,9	422,3

Wertermittlung (Mio. CHF)

Total present value (Tpv)	422,3
Terminal Value	324,4
Anteil vom Tpv-Wert	77%
Verbindlichkeiten	78,5
Liquide Mittel	46,4
Eigenkapitalwert	390,2

Aktienzahl (Mio.)

1,45

Wert je Aktie (CHF)**233,24****+Upside / -Downside****33%**

Aktienkurs (CHF)

175,00

Modellparameter

Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	6,5%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta

1,00

WACC

7,7%

ewiges Wachstum

2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2015-2018	4,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2015-2020	3,2%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	2,0%
EBIT-Marge	2015-2018	4,9%
EBIT-Marge	2015-2020	5,3%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2022	5,6%

Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,19%	193,24	204,81	211,29	218,32	234,33
7,94%	201,96	214,65	221,80	229,58	247,37
7,69%	211,37	225,34	233,24	241,87	261,75
7,44%	221,55	236,98	245,75	255,37	277,68
7,19%	232,61	249,69	259,47	270,24	295,41

Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

EBIT-Marge ab 2022e

WACC	5,10%	5,35%	5,60%	5,85%	6,10%
8,19%	224,36	233,76	243,17	252,58	261,98
7,94%	235,64	245,60	255,57	265,53	275,49
7,69%	247,93	258,50	269,08	279,65	290,22
7,44%	261,37	272,61	283,85	295,09	306,34
7,19%	276,11	288,09	300,07	312,05	324,03

G&V (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	344,1	372,1	420,6	598,3	591,4	650,0
Bestandsveränderungen	-5,7	1,0	6,2	1,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	338,4	373,1	426,8	599,3	591,4	650,0
Materialaufwand	254,3	287,0	321,6	473,2	468,4	505,7
Rohertrag	84,1	86,2	105,2	126,0	123,0	144,3
Personalaufwendungen	32,5	31,7	34,8	44,9	39,6	42,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	37,3	36,4	43,2	50,9	49,1	53,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	14,3	18,1	27,2	30,3	34,3	48,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	10,8	7,1	6,8	8,5	10,0	11,0
EBITA	3,5	11,0	20,4	21,8	24,3	37,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5
EBIT	2,8	10,3	20,0	21,5	23,8	36,6
Finanzergebnis	-4,0	-3,8	-0,3	-7,3	-1,3	-1,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-1,3	6,5	19,8	14,1	22,5	35,4
Außerordentliches Ergebnis	-34,1	-0,2	-1,9	0,0	0,0	0,0
EBT	-35,4	6,3	17,8	14,1	22,5	35,4
EE-Steuern	-0,1	0,3	1,7	2,1	3,9	6,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-35,3	6,1	16,1	12,0	18,6	29,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-35,3	6,1	16,1	12,0	18,6	29,0
Anteile Dritter	-0,2	0,1	0,0	1,5	3,4	5,6
Jahresüberschuss	-35,2	6,0	16,1	10,5	15,2	23,4

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

G&V (in % vom Umsatz) Hochdorf Holding AG	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-1,7%	0,3%	1,5%	0,2%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	98,3%	100,3%	101,5%	100,2%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	73,9%	77,1%	76,5%	79,1%	79,2%	77,8%
Rohertrag	24,4%	23,2%	25,0%	21,1%	20,8%	22,2%
Personalaufwendungen	9,4%	8,5%	8,3%	7,5%	6,7%	6,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,8%	9,8%	10,3%	8,5%	8,3%	8,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	4,2%	4,9%	6,5%	5,1%	5,8%	7,4%
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,2%	1,9%	1,6%	1,4%	1,7%	1,7%
EBITA	1,0%	3,0%	4,9%	3,6%	4,1%	5,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2%	0,2%	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%
EBIT	0,8%	2,8%	4,8%	3,6%	4,0%	5,6%
Finanzergebnis	-1,2%	-1,0%	-0,1%	-1,2%	-0,2%	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,4%	1,7%	4,7%	2,4%	3,8%	5,4%
Außerordentliches Ergebnis	-9,9%	0,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-10,3%	1,7%	4,2%	2,4%	3,8%	5,4%
EE-Steuern	0,0%	0,1%	0,4%	0,4%	0,7%	1,0%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-10,3%	1,6%	3,8%	2,0%	3,1%	4,5%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-10,3%	1,6%	3,8%	2,0%	3,1%	4,5%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,9%
Jahresüberschuss	-10,2%	1,6%	3,8%	1,8%	2,6%	3,6%

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

Bilanz (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	0,7	1,5	1,2	0,7	0,2
Sachanlagen	110,5	107,0	152,4	161,9	171,9	175,9
Finanzanlagen	9,8	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Anlagevermögen	121,5	117,6	164,0	173,1	182,7	186,1
Vorräte	27,9	29,3	47,9	49,9	49,3	52,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	32,6	36,8	59,6	59,0	56,7	60,6
Liquide Mittel	48,1	53,9	46,4	37,6	43,5	62,7
Sonstige Vermögensgegenstände	9,6	5,8	13,2	13,2	13,2	13,2
Umlaufvermögen	118,3	125,9	167,1	159,7	162,7	188,5
Bilanzsumme	239,9	243,5	331,1	332,9	345,4	374,7
PASSIVA						
Eigenkapital	99,4	103,6	136,1	186,7	196,5	214,4
Anteile Dritter	0,4	0,2	7,1	8,6	12,0	17,6
Rückstellungen	4,4	5,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	98,2	93,9	93,2	50,8	50,8	50,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	30,7	35,2	67,0	59,0	58,3	64,1
Sonstige Verbindlichkeiten	6,8	5,7	16,3	16,3	16,3	16,3
Verbindlichkeiten	140,1	139,7	187,9	137,6	136,9	142,7
Bilanzsumme	239,9	243,5	331,1	332,9	345,4	374,7

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hochdorf Holding AG	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5%	0,3%	0,5%	0,4%	0,2%	0,1%
Sachanlagen	46,0%	43,9%	46,0%	48,6%	49,8%	46,9%
Finanzanlagen	4,1%	4,1%	3,0%	3,0%	2,9%	2,7%
Anlagevermögen	50,7%	48,3%	49,5%	52,0%	52,9%	49,7%
Vorräte	11,6%	12,0%	14,5%	15,0%	14,3%	13,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,6%	15,1%	18,0%	17,7%	16,4%	16,2%
Liquide Mittel	20,1%	22,2%	14,0%	11,3%	12,6%	16,7%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,0%	2,4%	4,0%	4,0%	3,8%	3,5%
Umlaufvermögen	49,3%	51,7%	50,5%	48,0%	47,1%	50,3%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	41,4%	42,5%	41,1%	56,1%	56,9%	57,2%
Anteile Dritter	0,2%	0,1%	2,1%	2,6%	3,5%	4,7%
Rückstellungen	1,8%	2,0%	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,9%	38,6%	28,2%	15,3%	14,7%	13,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,8%	2,3%	4,9%	4,9%	4,7%	4,3%
Sonstige Verbindlichkeiten	58,4%	57,4%	56,8%	41,3%	39,6%	38,1%
Verbindlichkeiten	58,4%	57,4%	56,8%	41,3%	39,6%	38,1%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

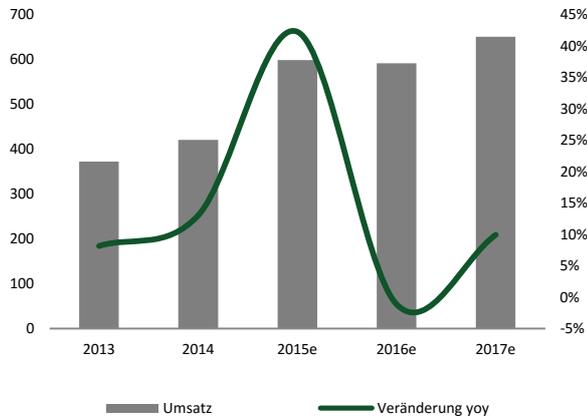
Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-35,3	6,1	16,1	12,0	18,6	29,0
Abschreibung Anlagevermögen	10,8	7,1	6,8	8,5	10,0	11,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,5	5,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	3,7	3,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	-23,8	18,1	32,2	20,9	29,0	40,5
Veränderung Working Capital	0,0	0,1	-11,7	-9,4	2,2	-0,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-23,8	18,2	20,5	11,5	31,2	39,7
CAPEX	-8,8	-4,1	-18,4	-18,0	-20,0	-15,0
Sonstiges	0,0	-0,2	-14,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-8,8	-4,4	-32,4	-18,0	-20,0	-15,0
Dividendenzahlung	0,0	-2,6	-2,8	-5,0	-5,4	-5,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-2,8	-0,7	-42,4	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-2,8	8,2	45,1	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	-8,2	4,6	-2,2	-5,4	-5,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-32,6	5,6	-7,2	-8,8	5,9	19,2
Endbestand liquide Mittel	-32,6	53,9	46,4	37,6	43,5	62,7

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

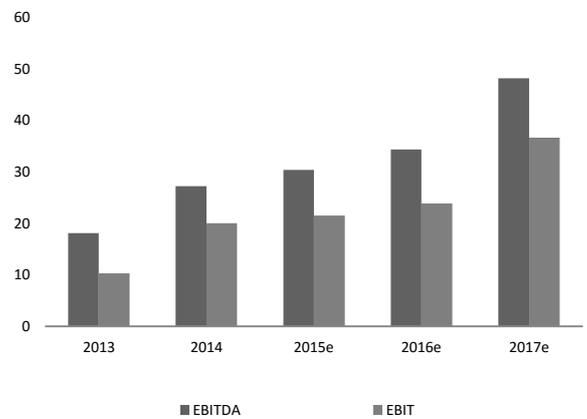
Kennzahlen Hochdorf Holding AG	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ertragsmargen						
Rohertragsmarge (%)	24,4%	23,2%	25,0%	21,1%	20,8%	22,2%
EBITDA-Marge (%)	4,2%	4,9%	6,5%	5,1%	5,8%	7,4%
EBIT-Marge (%)	0,8%	2,8%	4,8%	3,6%	4,0%	5,6%
EBT-Marge (%)	-10,3%	1,7%	4,2%	2,4%	3,8%	5,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	-10,3%	1,6%	3,8%	2,0%	3,1%	4,5%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	1,8%	6,8%	11,4%	10,2%	10,7%	16,0%
ROE (%)	#DIV/0!	6,0%	15,6%	7,3%	7,8%	11,2%
ROA (%)	-14,7%	2,5%	4,9%	3,2%	4,4%	6,2%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	54,5	44,9	57,7	24,1	18,3	-0,9
Net Debt / EBITDA	3,8	2,5	2,1	0,8	0,5	0,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-32,6	14,1	2,1	-6,5	11,2	24,7
Capex / Umsatz (%)	3%	1%	4%	3%	3%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	10%	9%	9%	8%	9%	8%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	19,1	15,1	10,0	9,0	8,0	5,7
EV/EBIT	98,9	26,5	13,6	12,7	11,5	7,5
EV/FCF	-	19,4	128,0	-	24,3	11,0
KGV	-	25,7	10,0	24,2	16,7	10,8
P/B	2,1	2,0	1,5	1,1	1,1	1,0
Dividendenrendite	1,7%	1,8%	2,1%	2,1%	2,2%	2,3%

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

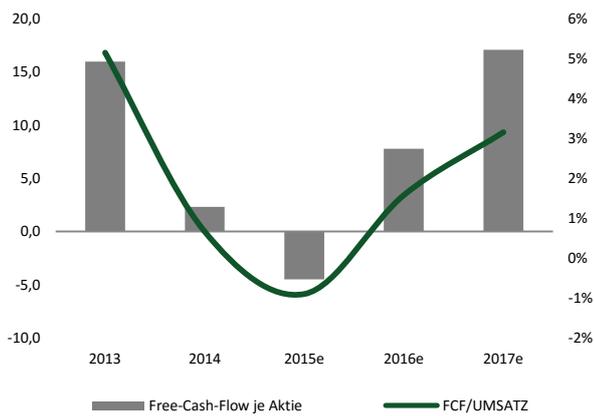
Umsatzentwicklung



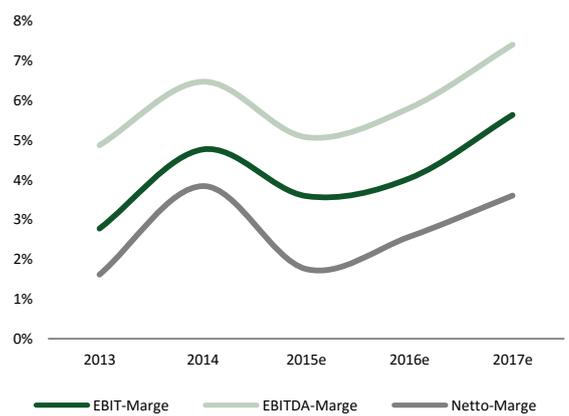
Ergebnisentwicklung



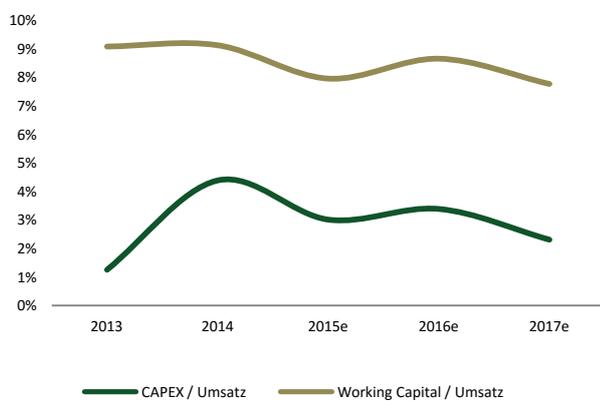
Free-Cash-Flow Entwicklung



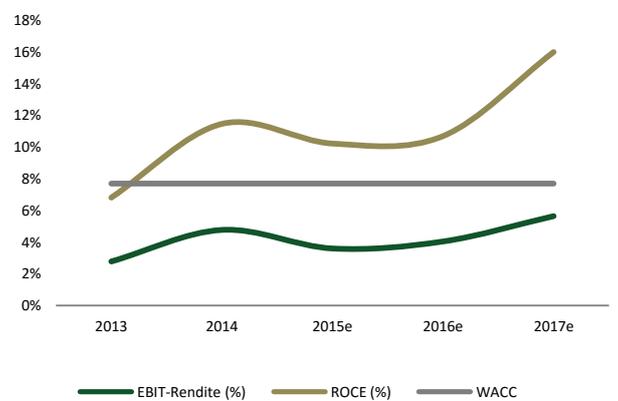
Margenentwicklung



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. Enthaltene 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 berechnete 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: 27.11.2015):

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 und danach geändert.

Die Montega AG und/oder ein mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/en innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 27.11.2015):

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:

Kleine Johannisstraße 10
20457 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
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%
