

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **220,00 CHF**

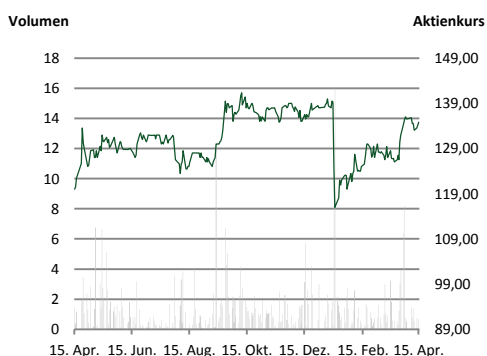
Kurspotenzial: **+63 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	134,80 CHF
Aktienanzahl (in Mio.)	1,08
Marktkap. (in Mio. CHF)	145,2
Enterprise Value (in Mio. CHF)	199,1
Ticker	HOCN
ISIN	CH0024666528

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in CHF)	141,50
52 Wochen-Tief (in CHF)	107,50
3 M relativ zum SPI	-3,3%
6 M relativ zum SPI	-16,9%



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

HV	8. Mai 2015
H1 Bericht	19. August 2015

Prognosen Anpassung

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	593,0	606,7	649,1
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	18,3	24,7	36,5
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	7,80	11,22	16,10
Δ in %	-	-	-

Analyst

Tim Kruse, CFA
+49 40 41111 37 66
t.kruse@montega.de

Publikation

Erststudie 16. April 2015

Mit Babynahrung zu erwachsenen Margen

Die Schweizer Hochdorf Gruppe ist einer der führenden europäischen Hersteller von Milchpulvern und anderen milchbasierten Produkten für die Lebensmittelindustrie (B2B). Der Fokus liegt auf der Produktion von Babymilchpulver (im Folgenden Babynahrung).

Der Markt für Babynahrung ist mit einem durchschnittlichen Wachstum von 7-10% p.a. der am schnellsten wachsende Markt für abgepackte Lebensmittel weltweit. Damit koppelt er sich deutlich von der allgemeinen Nachfrage nach Milchpulver ab (+1-2% p.a.). Die Nachfragezuwächse werden durch die wachsende Weltbevölkerung, den steigenden Wohlstand sowie eine Globalisierung westlicher Ernährungsgewohnheiten in den Schwellen- und Entwicklungsländern getrieben.

Hochdorf hat sich in diesem Wachstumsmarkt eine exzellente Wettbewerbsposition erarbeitet und die Branchenentwicklung mit einem CAGR von gut 40% seit 2010 deutlich übertraffen. Diesen Erfolg verdankt das Unternehmen einem Alleinstellungsmerkmal: Hochdorf ist der einzige Private-Label-Hersteller weltweit, der Babynahrung aus Schweizer Milch exportiert. Damit hat sich das Unternehmen in einer Premium-Nische positioniert und differenziert sich so gegenüber deutlich größeren Herstellern wie Mead Johnson oder Nestlé sowie der Vielzahl anderer Private-Label-Hersteller.

Im laufenden Jahr wird Hochdorf durch die Konsolidierung der mehrheitlich übernommenen Uckermärker Milch GmbH einen deutlichen Umsatzsprung verzeichnen. Unser Investment-Case beruht jedoch auf dem weiteren Wachstum im Bereich Babynahrung, das mit dem Kauf des Werks in Prenzlau möglich wird. Durch die Umrüstung von Produktionsanlagen wird Hochdorf in der Lage sein, die momentan an der Auslastungsgrenze befindlichen Kapazitäten in etwa zu verdoppeln. Die Nachfrage von bestehenden Kunden übersteigt bereits jetzt die Kapazitäten von Hochdorf. Da außerdem konkrete Pläne für die Erschließung weiterer Auslandsmärkte vorliegen, dürfte die Anlage nach Fertigstellung Mitte 2016 in kürzester Zeit ausgelastet sein und beinahe eine Verdopplung des Umsatzes mit Babynahrung auf knapp 200 Mio. CHF ermöglichen.

Stärker als beim Umsatz dürfte sich diese Entwicklung bei den Ergebnissen niederschlagen. So sollte die EBIT-Marge im Bereich Babynahrung (MONE: >10%) ein Vielfaches des Niveaus der angestammten Geschäftsbereiche betragen. Zusammen mit laufenden Effizienzsteigerungsprogrammen (Ersparnis ca. 8-9 Mio. CHF p.a.) dürfte die Umsatzausweitung im Bereich Babynahrung eine Ergebnissteigerung von gut 80% bis 2017 ermöglichen, wengleich das EBIT im laufenden Geschäftsjahr durch die starke Aufwertung des CHF leicht zurückgehen sollte.

Fazit: Auf dem aktuellen Kursniveau sehen wir das exzellente Wachstumspotenzial im Bereich Baby Care nicht ausreichend berücksichtigt. Das Übergangsjahr 2015 sehen wir als idealen Zeitpunkt für ein Investment an, um in den kommenden Jahren von der visiblen Umsatz- und Ergebnisausweitung des Unternehmens zu profitieren. Entsprechend nehmen wir die Coverage mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 220 CHF auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	372,1	420,6	593,0	606,7	649,1
Veränderung yoy	8,1%	13,0%	41,0%	2,3%	7,0%
EBITDA	18,1	27,2	27,3	35,2	48,0
EBIT	10,3	20,0	18,3	24,7	36,5
Jahresüberschuss	6,0	16,1	9,4	15,4	23,2
Rohertragsmarge	23,2%	25,0%	19,8%	20,8%	22,2%
EBITDA-Marge	4,9%	6,5%	4,6%	5,8%	7,4%
EBIT-Marge	2,8%	4,8%	3,1%	4,1%	5,6%
Net Debt	44,9	57,7	71,8	23,9	1,8
Net Debt/EBITDA	2,5	2,1	2,6	0,7	0,0
ROCE	6,8%	11,4%	8,7%	10,9%	15,7%
EPS	6,80	17,45	7,80	11,22	16,10
FCF je Aktie	16,00	2,31	-8,37	6,44	19,10
Dividende	3,20	3,70	3,70	3,80	4,00
Dividendenrendite	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	3,0%
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	11,0	7,3	7,3	5,7	4,1
EV/EBIT	19,3	9,9	10,9	8,1	5,5
KGV	19,8	7,7	17,3	12,0	8,4
P/B	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. CHF, EPS in CHF Kurs: 134,80

INHALTSVERZEICHNIS

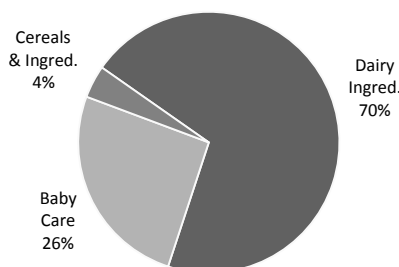
Investment Case	3
Markt für Milchprodukte – insb. Babynahrung – wächst kontinuierlich	3
Gute Wettbewerbsposition durch Nischenstrategie und Markteintrittsbarrieren	4
Umsatzwachstum durch Kapazitätsausweitung bei Babynahrung	5
Ergebnissprung bis 2017 durch Babynahrung und Effizienzprogramme	6
Newsflow	7
Bewertung	7
Fazit	8
Timing und Sentiment	9
SWOT	10
Stärken	10
Schwächen	10
Chancen	10
Risiken	10
Markt und Wettbewerb	11
Steigende weltweite Nachfrage nach Milchprodukten durch Emerging Markets	11
Steigende Nachfrage und leicht positive Preisentwicklung bei Milchpulver	12
Babynahrung - Wachstumsstärkste Produktgruppe bei Lebensmitteln	14
Wettbewerbsstruktur im Bereich Babynahrung	15
Schweizer Milchmarkt durch Regulierung verzerrt	15
Markt für Cereals & Ingredients von untergeordneter Bedeutung	16
Wettbewerbsqualität	17
„Swissness“ – klares Differenzierungsmerkmal im Bereich Babynahrung	17
Hochdorf meist größter oder sogar exklusiver Zulieferer	18
Markteintrittsbarrieren durch hohe Investitions- und Qualitätsanforderungen	18
Walzenmilchpulver als Nischenstrategie im Bereich Milchderivate	19
Systemrelevant für den Schweizer Milchmarkt	20
Übernahme der Uckermärker ermöglicht strategische Optionen	20
Finanzen	21
Babynahrung bleibt Wachstumsmotor des Unternehmens	21
Deutlicher Ergebnisanstieg bis 2017 erwartet	23
Entwicklung der wesentlichen Kostenpositionen	24
Hohes Sachanlagevermögen verdeutlicht Markteintrittsbarrieren	25
Bewertung	27
Peergroup-Analyse	27
DCF-Modell	31
Unternehmenshintergrund	33
Food Chain	34
Segmentbetrachtung	34
Märkte und Umsatz	35
Anhang	37
Disclaimer	41

INVESTMENT CASE

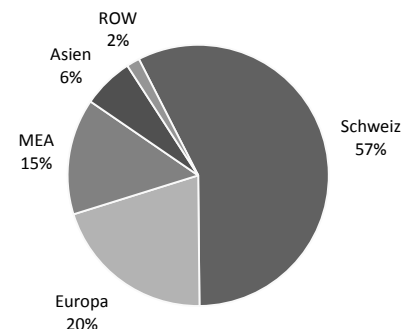
Die Hochdorf Holding AG ist eines der führenden milchverarbeitenden Unternehmen in Europa. In ihren Werken in der Schweiz, Deutschland und Litauen werden jährlich mehr als 500 Tsd. Tonnen Milch, Molke und Permeat zu diversen Milchprodukten verarbeitet.

Hauptgeschäftsfeld ist die Produktion von Voll- bzw. Magermilchpulver und Sahne (Segment: Dairy Ingredients). Hier ist die Schweizer Schokoladenindustrie ein bedeutender Kunde, die für den Ausweis der Schweizer Herkunft ihrer Produkte („Swissness“) regionale Lebensmittel verwenden muss. Kräftiges Wachstum erzielte die Gruppe in den letzten Jahren vor allem mit Babynahrung auf Milchpulverbasis (Segment: Baby Care). Diese wird international als Schweizer Qualitätsprodukt vermarktet und erfährt insbesondere in Wachstumsregionen wie China, Nordafrika und dem Mittleren Osten eine hohe Nachfrage. Der Bereich Cereals & Ingredients ist auf die Verarbeitung und Veredelung hochwertiger Weizenkeime sowie auf die Herstellung von Pulvermischungen für Dessert- und Wellness-Produkte spezialisiert.

Umsatzverteilung
nach Segmenten 2014



Umsatzverteilung
nach Regionen 2014



Quelle: Unternehmen

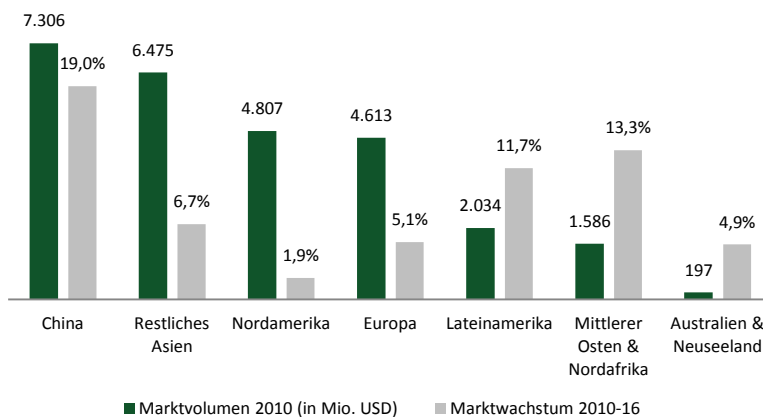
Markt für Milchprodukte – insb. Babynahrung – wächst kontinuierlich

Die Nachfrage nach Milchprodukten und die weltweite Milchproduktion nehmen seit Jahren stetig zu. Als grundlegende globale **Wachstumstreiber** sind vor allem die Zunahme der Weltbevölkerung, der steigende Wohlstand in den Emerging Markets, das wachsende Gesundheitsbewusstsein sowie die Globalisierung westlicher Ernährungsgewohnheiten zu nennen. In Folge dessen herrscht in einigen Regionen der Welt schon heute ein akuter Milchmangel, sodass der Export für die wichtigsten milchproduzierenden Regionen (USA, Europa, Neuseeland) fortwährend an Bedeutung gewinnt. Für Hochdorf sind für die Umsatz- und Ertragsentwicklung insbesondere die folgenden Faktoren von Bedeutung.

- **Babynahrung - Wachstumsstärkste Produktkategorie bei Lebensmitteln:** Das weltweite Marktvolumen milchpulverbasierter Babynahrung beläuft sich derzeit auf rund 50 Mrd. US-Dollar. Das Wachstum in diesem Segment ist mit rund 8-10% p.a. das stärkste im Bereich der abgepackten Lebensmittel und wird vor allem durch Nachfragezuwächse in den Emerging Markets bestimmt (siehe Grafik auf der Folgeseite).
- **Stärkste Nachfragezuwächse in Emerging Markets:** Wie bei Milchprodukten im Allgemeinen ist die Nachfrage nach milchpulverbasierter Babynahrung in den Wachstums- und Schwellenländern am größten. So verzeichnete **China** mit Wachstumsraten von über 20% in den vergangenen Jahren einen regelrechten Nachfrageboom. Neben den allgemeinen Nachfragezuwächsen durch die steigende Kaufkraft und Urbanisierung der Bevölkerung sind jüngere Skandale um regionale Produzenten für den starken Zuwachs an Importware verantwortlich, von dem auch Hochdorf profitiert hat. Das stärkste Wachstum

verzeichnet Hochdorf allerdings in **Afrika und dem Nahen Osten**. Hier ist neben dem hohen Bevölkerungswachstum und den starken Zuwächsen in der Frauenerwerbsquote vor allem das Verlangen nach Premium-Produkten als Statussymbol für Hochdorf von Bedeutung.

Wachstumsmarkt Babynahrung



Quelle: Euromonitor

- **Milchpulver wichtigstes Milchexportprodukt:** Mehr als die Hälfte des globalen Handelsvolumens mit Milchprodukten macht Milchpulver aus, da dieses im Vergleich zu Frischmilchprodukten klare Vorteile in Bezug auf Handhabung und Haltbarkeit aufweist. Beide sind aufgrund der oftmals schwierigeren klimatischen und logistischen Rahmenbedingungen in den Wachstumsmärkten wichtige Voraussetzungen für den Export.
- **Schweizer Milchmarkt durch Regulierung verzerrt:** Mit einem Umsatzanteil von knapp 60% ist der Schweizer Milchmarkt für Hochdorf noch von hoher Bedeutung. Der Schweizer Milchmarkt ist durch staatliche Eingriffe in die Preisgestaltung zum Schutze der nationalen Milchbauern verzerrt. Durch staatliche und privatwirtschaftliche Ausgleichsmechanismen hat sich die Schweizer Lebensmittelindustrie mit dieser Situation arrangiert. Für Investoren dürfte von entscheidender Bedeutung sein, dass Hochdorf ein Befürworter der vollständigen Öffnung des Schweizer Milchmarktes ist und entsprechend mehr Chancen als Risiken in einer Liberalisierung sieht.

Gute Wettbewerbsposition durch Nischenstrategie und Markteintrittsbarrieren

Die positive Umsatz- und Ergebnisentwicklung der vergangenen zwei Jahre zeigt, dass sich Hochdorf insbesondere im Bereich Baby Care eine gute Wettbewerbsposition erarbeitet hat. Wir sehen die Wettbewerbsqualität des Unternehmens vor allem in den folgenden Punkten begründet:

- **„Swissnes“ als Alleinstellungsmerkmal bei Babynahrung:** Nach eigenen Angaben ist Hochdorf der einzige Private-Label-Hersteller, der Babynahrung aus Schweizer Milch exportiert. Dies versetzt die Kunden von Hochdorf – meist spezialisierte lokale Händler – in die Lage, Preisprämien von ca. 10-15% gegenüber den etablierten internationalen Herstellern wie Mead Johnson oder Nestlé zu erzielen. Dies erklärt auch, warum Hochdorf insbesondere in Asien und im Mittleren Osten so erfolgreich ist, da die Schweizer Herkunft hier einen besonderen Stellenwert einnimmt.
- **Wichtiger Lieferant:** Da Hochdorf der einzige Private-Label-Hersteller ist, von dem Babynahrung aus Schweizer Milch bezogen werden kann, genießt das Unternehmen eine exklusive Stellung bei seinen Kunden. Diese haben sich i.d.R. auf das Hochpreissegment spezialisiert und die eigene Markenkommunikation auf diesen USP zugeschnitten. Somit besteht eine vergleichsweise große Abhängigkeit von Hochdorf. Dies macht sich nicht zuletzt darin bemerkbar, dass Hochdorf als

Reaktion auf die plötzliche Aufwertung des CHF im Januar in der Lage war, in kürzester Zeit Preiserhöhungen von bis zu 10% bei der Babynahrung durchzusetzen.

- **Marktführer bei Walzenmilchpulver:** Auch im angestammten Segment Dairy Ingredients verfolgt Hochdorf eine Nischenstrategie. In diesem kompetitiven Markt hat sich Hochdorf auf die Herstellung von Walzenmilchpulver fokussiert, das sich großer Beliebtheit bei der Schweizer Schokoladenindustrie erfreut. Aufgrund der ausgezeichneten Qualität und der hohen Liefertreue ist Hochdorf hier mit einem Marktanteil von ca. 70-80% klarer Marktführer, wenngleich die Preissetzungsmacht gering sein dürfte.
- **Hohe Investitionen und Qualitätsanforderung als Markteintrittsbarrieren:** Mit rund 150 Mio. CHF stellen die Sachanlagen den weitaus größten Posten in der Bilanz von Hochdorf dar. Die Sprühturmlinie 8 in Sulgen, die vornehmlich für die Herstellung der Babynahrung genutzt wird, hatte beispielsweise ein Investitionsvolumen von ca. 60 Mio. CHF. Entsprechend sehen wir die hohe Anlagenintensität als eine bedeutende Markteintrittsbarriere. Speziell im Bereich Babynahrung herrschen zudem äußerst strenge Qualitätsanforderungen, die durch anspruchsvolle Zertifizierungsverfahren sichergestellt werden müssen.

Umsatzwachstum durch Kapazitätsausweitung bei Babynahrung

Aufgrund der guten Wettbewerbsposition im Bereich Babynahrung und der weiterhin wachsenden Endmärkte gehen wir davon aus, dass Hochdorf den Umsatz in den folgenden Jahren weiter ausbauen wird.

Das **Segment Baby Care** wird dabei die Entwicklung der Topline bestimmen. Wie die folgende Tabelle zeigt, gehen wir für diesen Bereich von einem deutlichen Umsatzanstieg auf knapp 200 Mio. CHF bis Ende 2017 aus.

Segment Baby Care	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	94,5	109,8	119,3	154,2	199,8
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>33,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>8,7%</i>	<i>29,3%</i>	<i>29,5%</i>

Quelle: Unternehmen, Montega

Angaben in Mio. CHF

Diese Annahme stützt sich auf der Erwartung, dass die zusätzlichen Produktionskapazitäten von rund 14.000 Tonnen in Prenzlau (derzeit rund 16.000 Tonnen in Sulgen und Hochdorf) zügig ausgelastet werden. Hierbei dürften die folgenden Faktoren von Bedeutung sein:

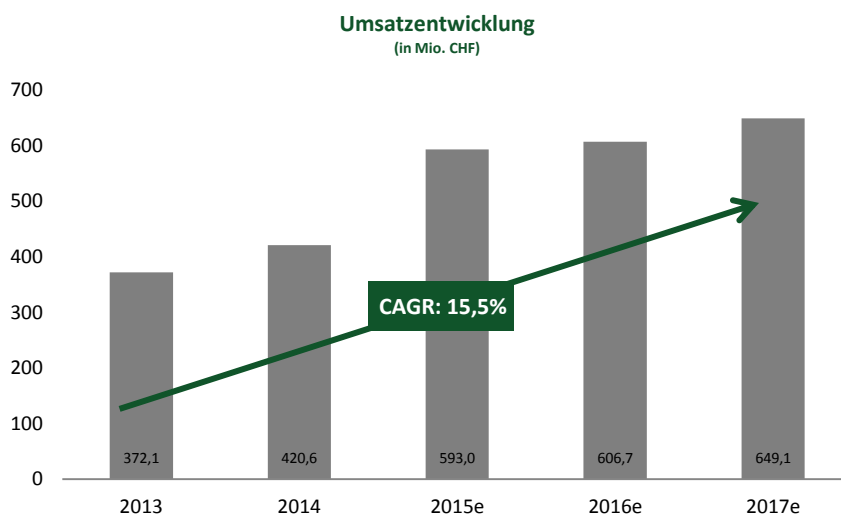
- **Umsatzausweitung in bestehenden Märkten:** Hochdorf ist mit seinen Produkten in bereits mehr als 40 Märkten vertreten. Das Wachstumspotenzial in diesen Märkten ist jedoch keineswegs ausgeschöpft. Zum einen verzeichnet die Nachfrage in vielen Regionen weiterhin zweistellige Wachstumsraten, zum anderen baut Hochdorf die Geschäftsbeziehungen mit bestehenden Kunden aus. Dadurch befindet sich das Unternehmen derzeit in der vorteilhaften bzw. misslichen Lage, dass die Nachfrage die aktuelle Produktionskapazität deutlich übersteigt.
- **Erschließung neuer Märkte:** Die Übernahme der Uckermärker Milch GmbH ermöglicht es Hochdorf, die Kapazitäten im Bereich Baby Care deutlich auszuweiten. Zudem kann aus Deutschland heraus der südamerikanische Markt erschlossen werden, der aufgrund von Handelsbeschränkungen bislang nur eingeschränkt beliefert wurde. Durch eine Kooperation in Kolumbien und das Joint Venture Hochdorf Americas S.A. dürften Hochdorf bis 2017 etwa 10-15 Mio. CHF aus dieser Region zufließen. Hinzu kommen neue vielversprechende Märkte wie Südafrika, Kenia und Nigeria oder Indien und Indonesien.
- **Verbesserung im Produktionsmix:** Hochdorf hat in den vergangenen Jahren im Bereich Babynahrung vor allem eine Volumenstrategie verfolgt, um die Anlagen möglichst schnell voll auszulasten. Durch den neuen Standort in Prenzlau wird

Hochdorf ab 2016 in der Lage sein, den Produktionsmix zu optimieren. So wird beispielsweise das Tender-Geschäft mit Staatskunden, das derzeit noch rund 15% des Segmentumsatzes ausmacht, nach Deutschland verlagert. Dadurch werden in der Schweiz Kapazitäten für das hochpreisige Private-Label-Geschäft frei.

Im **Segment Dairy Ingredients** wird die Konsolidierung der Uckermärker Milch GmbH zu einem Umsatzanstieg von knapp 160 Mio. CHF in 2015 führen. Für 2016 und 2017 gehen wir durch die Verschiebung von Produktionskapazitäten hin zur Babynahrung allerdings von einem Umsatzrückgang in diesem Segment aus.

Das **Segment Cereals & Ingredients** wurde im November 2014 durch den Erwerb der Marbacher Ölmühle GmbH gestärkt, die auf die Verarbeitung von Weizenkeimen spezialisiert ist und das bestehende Geschäft mit Cerealienspezialitäten ergänzt. Durch die Konsolidierung erwarten wir einen positiven Umsatzeffekt von rund 10 Mio. CHF in 2015 und gehen ab 2016 auch wieder von einer positiven organischen Umsatzentwicklung aus.

In Summe ergibt sich so die folgende erwartete Umsatzentwicklung für die Hochdorf Gruppe.



Quelle: Unternehmen, Montega

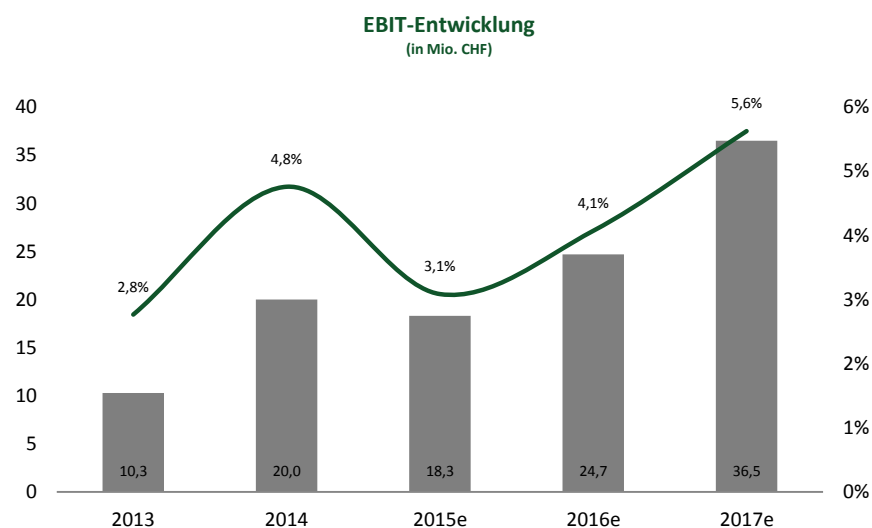
Ergebnissprung bis 2017 durch Babynahrung und Effizienzprogramme

Unter der Führung des neuen CEOs Dr. Thomas Eisenring hat das Unternehmen in den letzten zwei Jahren bereits eine signifikante Ergebnisverbesserung gezeigt und das EBIT von 2,8 Mio. CHF in 2012 auf 20 Mio. CHF in 2014 gesteigert. Obwohl im laufenden Jahr durch die starke Aufwertung des CHF und die begrenzten Kapazitäten im Bereich Babynahrung von einem leichten Ergebnissrückgang auszugehen ist, erwarten wir für die Jahre 2016 und 2017 wieder deutliche Ertragssteigerungen. Diese Annahme beruht auf den folgenden Faktoren:

- **Umsatzausweitung im Bereich Baby Care:** Die EBIT-Marge im Bereich Babynahrung von ca. 10-15% (MONE) übersteigt die Ertragskraft des angestammten Geschäfts mit Milchpulver und Frischmilchprodukten um ein Vielfaches. Die Umsatzausweitung von rund 90 Mio. CHF bis 2017 sollte entsprechend zu einer Steigerung des EBIT in zweistelliger Millionenhöhe führen.
- **Effizienzprogramme:** Im vergangenen Jahr wurde eine Reihe von Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz ins Leben gerufen, die in Summe zu einer Ersparnis von 8-9 Mio. CHF in den nächsten Jahren führen sollten. Ein besonderes Augenmerk gilt hier dem Bereich Lagerlogistik. Durch den Wechsel von einem externen Dienstleister auf eine Lösung vor Ort dürften bei den Kommissionier- und Logistikkosten rund 4-4,5 Mio. CHF p.a. eingespart werden.

- **Optimierung des Produktions- und Produktmixes:** Durch die bereits angesprochene Verlagerung des Tender-Geschäfts nach Deutschland dürfte die Profitabilität weiter verbessert werden. Neben der Ausweitung des Private-Label-Geschäfts mit der margenstarken Schweizer Babynahrung hat die Verlagerung den Vorteil, die bestehenden Tender-Verträge auf einer rund 15-20% geringeren Kostenbasis bedienen zu können. Darüber hinaus wird auch im Segment Cereals & Ingredients die Produktoptimierung mit der Maßgabe der Profitabilitätssteigerung fortgeführt.

Als Folge der beschriebenen Einflüsse erwarten wir einen Ergebnisanstieg von gut 80% bis 2017 und eine Steigerung der EBIT-Marge. Die genaue Ergebnisentwicklung ist der folgenden Tabelle zu entnehmen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Newsflow

Das Jahr 2015 sollte aufgrund der negativen Auswirkungen durch die Aufwertung des CHF sowie die begrenzten Kapazitäten im Bereich Baby Care als Übergangsjahr gewertet werden. Gleichwohl sehen wir im laufenden Jahr und in 2016 einige Trigger, die der leicht rückläufigen Ergebnisentwicklung in 2015 entgegenwirken sollten. Diese sind:

- **Konsolidierungseffekte:** Durch die Übernahme der Uckermärker Milch und der Marbacher Ölmühle dürfte in 2015 ein positiver Umsatzeffekt von ca. 170 Mio. CHF verbucht werden.
- **Joint Ventures und Kooperationen in Südamerika:** Hochdorf steht kurz vor der Gründung des Joint Ventures Hochdorf Americas S.A. sowie der ersten Belieferung der neuen Kooperation mit Alpina in Kolumbien.
- **Anorganisches Wachstum:** Akquisitionen im Bereich Baby Care könnten Hochdorf näher an den Endkonsumenten rücken und die Umsatz- und Ergebnisentwicklung weiter vorantreiben.
- **Kapazitätserweiterungen:** Der Start der Babynahrungsproduktion in Prenzlau Mitte 2016 ist der wohl bedeutendste Meilenstein in den nächsten 12-18 Monaten. Bei der geplanten Auslastung könnte bald darauf die Entscheidung zum Bau einer weiteren Anlage in Prenzlau fallen.

Bewertung

Wir haben die Hochdorf Holding AG auf Grundlage einer DCF-Modellierung bewertet. Die daraus gewonnenen Resultate haben wir durch eine Peergroup-Analyse plausibilisiert. Beide Bewertungsverfahren deuten auf eine signifikante Unterbewertung des Unternehmens hin:

- Unter Annahme einer vollständigen Wandlung der in 2013 begebenen Wandelanleihe sowie unter Zugrundelegung eines WACC von 7,8% ergibt das DCF-Modell einen fairen Wert von 221,03 CHF pro Aktie.
- Der Peergroup-Vergleich – unter Gewichtung der milchverarbeitenden Unternehmen und Hersteller von Babynahrung gemäß dem Umsatzmix von Hochdorf – ergibt ein vergleichbares Bild. Auf Basis der Forward-Ergebnis-Multiples für 2015e/16e impliziert die Peergroup einen fairen Wert der Aktie in der Bandbreite von 183,80 bis 287,30 CHF (Mittelwert: 237,23 CHF).

Fazit

Unter der Führung des neuen CEOs hat Hochdorf in den vergangenen zwei Jahren eine noch konsequentere Ausrichtung auf den Bereich Baby Care vollzogen und die internen Abläufe und Strukturen gestrafft. Die Erfolge dieser Strategie lassen sich an der deutlichen Ergebnissteigerung und dem erfreulichen Aktienkurs ablesen. Damit steht das Unternehmen u.E. aber erst am Anfang einer weiterhin positiven Entwicklung. Durch die Kapazitätsausweitung im Bereich Baby Care wird Hochdorf ab 2016 einen weiteren Umsatz- und Ergebnissprung vollziehen und die exzellente Wettbewerbsposition in diesem Geschäftsbereich durch eine fortschreitende Internationalisierung ausbauen.

Wir halten das laufende Jahr, das durch die starke Aufwertung des CHF sowie die an der Kapazitätsgrenze laufende Babymilchproduktion eher als Übergangsjahr zu sehen ist, für einen idealen Zeitpunkt, um ein Investment einzugehen. Entsprechend nehmen wir die Coverage der Hochdorf mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 220,00 CHF pro Aktie auf.

TIMING UND SENTIMENT

Getragen von der Restrukturierung und Fokussierung der Geschäftsaktivitäten in 2013 und der darauf folgenden Verbesserung bei Umsatz- und Ergebnis hat die Aktie in den vergangenen 18 Monaten eine beeindruckende Performance hingelegt und gut 50% an Wert gewonnen.

Wir sehen mittelfristig mehrere Trigger, die für eine weiterhin positive Aktienkursentwicklung des Unternehmens sorgen sollten und im Folgenden erläutert werden. Im laufenden Geschäftsjahr dürfte allerdings die starke Aufwertung des CHF Einbußen bei der Umsatz- und Ertragsentwicklung verursachen, sodass wir zuerst auf diesen Punkt eingehen.

- **Aufwertung des CHF:** Die Hochdorf Gruppe weist einen Euroüberhang von ca. 60 Mio. Euro auf. Entsprechend wird die starke Aufwertung des CHF vor allem in der ersten Jahreshälfte einen negativen Umsatz- und Ergebniseffekt haben. Das Unternehmen hat allerdings sofort auf diese veränderten Rahmenbedingungen reagiert und bereits erfolgreich Preissenkungen bei Schweizer Milchlieferanten durchgesetzt. Gleichzeitig konnten im Bereich Baby Care Preiserhöhungen von 5-10% vorgenommen werden. Darüber hinaus werden die Effizienzsteigerungsprogramme noch stärker forciert. Gleichwohl erwarten wir beim EBIT einen Rückgang von rund 10% gegenüber dem starken Vorjahreswert.
- **Konsolidierungseffekte:** Beim Umsatz dürfte die Belastung aus der Aufwertung des CHF nicht weiter auffallen. Hier wird das Unternehmen durch die Konsolidierung der Uckermärker Milch GmbH aus Prenzlau sowie der Marbacher Ölmühle einen positiven Umsatzeffekt von rund 170 Mio. CHF in 2015 verbuchen können.
- **Joint Ventures und Kooperationen in Südamerika:** In Südamerika steht Hochdorf kurz vor Abschluss des Joint Ventures Hochdorf Americas S.A. Zudem soll im Sommer die erste Belieferung der jüngst geschlossenen Kooperation mit Alpina in Kolumbien erfolgen. Wenngleich hieraus im laufenden Jahr noch keine spürbaren Umsatzauswirkungen zu erwarten sind, dürfte dadurch die rasche Erschließung des südamerikanischen Marktes ab 2016 ff. visibler werden.
- **Akquisitionen im Bereich Baby Care:** Das Unternehmen hat bereits mehrfach auf die Bereitschaft hingewiesen, durch gezielte Akquisitionen im Bereich Baby Care in einigen ausgewählten Märkten näher an den Endkonsumenten zu rücken. Aufgrund der exzellenten Verhandlungsposition als oft bedeutendster Zulieferer im Bereich der Babynahrung sehen wir Hochdorf in einer guten Ausgangsposition, um hier in naher Zukunft Erfolge zu vermelden.
- **Start der Babynahrungsproduktion in Prenzlau:** Wichtigster Meilenstein für die weitere Umsatz- und Ergebnisentwicklung wird der Start der Produktion von Babynahrung in den umgerüsteten Anlagen in Deutschland sein, der für die Jahresmitte 2016 vorgesehen ist. Sollte die Auslastung der Anlage so schnell von statten gehen wie bislang erwartet wird, könnte bereits in 2016 die Entscheidung für die Errichtung einer weiteren Sprühturmlinie in Prenzlau fallen. Wenngleich wir diese ergänzende Kapazität noch nicht in unseren bisherigen Prognosen berücksichtigt haben, halten wir diese Entwicklung für ein wahrscheinliches Szenario.

SWOT

In Summe überwiegen die Stärken und Chancen von Hochdorf, die wir insbesondere im Geschäftsbereich Baby Care sehen. Dennoch gibt es einige Schwächen und Risiken, die vor allem mit der Volatilität der Weltmarktpreise für Milchprodukte und der Regulierung des Schweizer Milchmarktes zusammenhängen. Im Einzelnen stellt sich die SWOT-Analyse wie folgt dar.

Stärken

- Erfolgreiche Premium-Strategie im Bereich Babynahrung
- Weltweit einziger Private-Label-Hersteller von Babynahrung aus Schweizer Milch
- Systemrelevanz als drittgrößter Verarbeiter von Milch in der Schweiz
- Marktführer im Bereich Walzenmilchpulver in der Schweiz
- Hohe Qualitätsstandards und makelloser Track-Record
- Etablierte Kundenbeziehungen im In- und Ausland

Schwächen

- Hohe Investitions- und Anlagenintensität
- Geringer Umsatzanteil mit eigenen Marken
- Abhängigkeit von Weltmarktpreisen für Milchprodukte
- Höhere Beschaffungspreise und begrenzte Milchmengen durch Regulierung des Schweizer Milchmarktes

Chancen

- Exzellente Wachstumsperspektiven im Bereich Babynahrung
- Zusätzliches Umsatz- und Ertragspotenzial durch Übernahme von oder JV mit Handelspartnern im Bereich Babynahrung
- Kostensenkungspotenziale durch Effizienzsteigerungsprogramme (insb. Lagerlogistik und Supply-Chain)
- Erweiterung der Wertschöpfungskette durch Weiterverarbeitung von Milchbestandteilen (Molke)
- Erschließung neuer Märkte durch Übernahme der Uckermärker Milch GmbH

Risiken

- Schwankende Milchmengenproduktion in der Schweiz
- Volatile Weltmarktpreise für Milchpulver
- Veränderungen der Rahmenbedingungen für die Schweizer Milchindustrie
- Zunahme des Wettbewerbs durch Öffnung des Schweizer Milchmarktes
- Qualitätsmängel bei Babynahrung

MARKT UND WETTBEWERB

Die Hochdorf Gruppe ist mit ihren drei Geschäftsbereichen Dairy Ingredients, Baby Care und Cereals & Ingredients auf unterschiedlichen Märkten aktiv. Der mit Abstand wichtigste Rohstoff und damit der bestimmende Kostenfaktor der Gruppe ist Milch, die zu diversen Produkten weiterverarbeitet und im In- und Ausland vermarktet wird. Entsprechend sind die regionalen und globalen Märkte für Milchprodukte von Bedeutung für die Beurteilung des Unternehmens.

Steigende weltweite Nachfrage nach Milchprodukten durch Emerging Markets

Die weltweit produzierte Milchmenge steigt seit Jahren kontinuierlich an (CAGR seit 2000 ca. 2,2%) und wird nach Schätzungen der OECD im laufenden Jahr erstmals die Grenze von 800 Mio. Tonnen überschreiten. Mehr als 80% der weltweit produzierten Milch wird entweder direkt als Milch verzehrt oder zu Frischmilchprodukten verarbeitet. Entsprechend dient der überwiegende Teil der Milch zur Versorgung der lokalen Nachfrage.

Regional sind große Unterschiede zwischen Angebot und Nachfrage von Milch und Milchprodukten zu beobachten. Während in den etablierten (Export-)Märkten in Europa, den USA und Neuseeland ein Überangebot an Milch besteht, herrscht in den wachstumsstarken Regionen Asiens und Nordafrikas sowie in einigen Teilen Süd- und Mittelamerikas schon heute Milchmangel. Die wesentlichen Gründe für die steigende Nachfrage in diesen Regionen sind in den folgenden Faktoren zu suchen:

- **Bevölkerungswachstum:** Die Zunahme der Weltbevölkerung führt naturgemäß zu einer wachsenden Nachfrage nach Lebensmitteln.
- **Steigender Wohlstand:** Das zunehmende Wohlstandsniveau lässt auch in den Emerging Markets zahlungskräftige Mittelschichten entstehen. Durch die hohe Einkommenselastizität der Nachfrage im Bezug auf Milchprodukte in diesen Regionen (siehe Grafik) steigt der Konsum dieser Produkte entsprechend an.

Einkommenselastizität bei Lebensmitteln in Ländern mit...

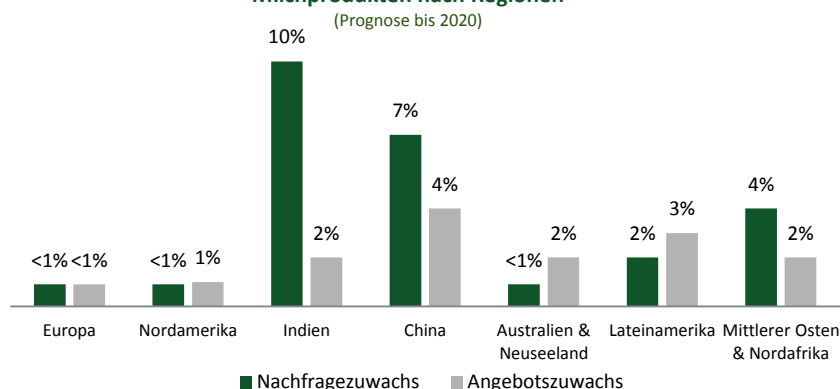
	niedrigem Einkommen	mittlerem Einkommen	hohem Einkommen
Getränke und Tabak	1,73	0,92	0,67
Getreide	0,59	0,34	0,08
Fleisch	0,80	0,69	0,53
Milchprodukte	0,83	0,72	0,55
Fisch	0,69	0,56	0,42
Fette, Öle	0,60	0,37	0,15
Früchte	0,66	0,51	0,36
Andere Lebensmittel	1,82	0,98	0,70

Quelle: FAO

- **Wachsendes Gesundheitsbewusstsein und Globalisierung von Essgewohnheiten:** Ein wachsendes Gesundheitsbewusstsein und die Globalisierung von Ernährungsgewohnheiten erhöhen die Nachfrage nach milchbasierten Produkten. Zudem nähern sich die Essgewohnheiten in den Wachstums- und Schwellenländern zunehmend denen der entwickelten Länder an. Aktuell liegt beispielsweise der Pro-Kopf-Verbrauch von Molkereierzeugnissen in China etwa bei einem Fünftel des Niveaus in Deutschland.

Als Folge dieser Entwicklung wird sich das Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage in den bevölkerungsreichsten Regionen der Erde in den kommenden Jahren weiter ausweiten. Die folgende Darstellung zeigt den bis 2020 prognostizierten Angebots- und Nachfragezuwachs in verschiedenen Regionen der Welt.

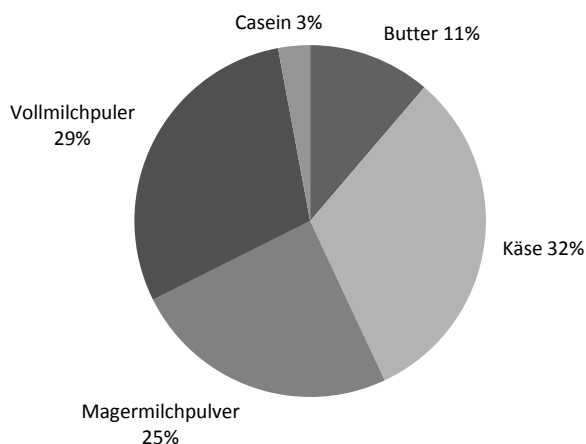
Entwicklung von Angebot und Nachfrage nach Milchprodukten nach Regionen



Quelle: Fonterra

Aufgrund der ungleichen globalen Aufteilung zwischen Milchproduktion und -nachfrage hat auch der Export von Milchprodukten in den vergangenen Jahrzehnten deutlich zugenommen und dürfte weiter an Bedeutung gewinnen. Der Anteil der wichtigsten Produkte im weltweiten Milchhandel ist der folgenden Grafik zu entnehmen. Für Hochdorf sind hier insbesondere die Märkte für Magermilch- und Vollmilchpulver von Bedeutung, die mehr als die Hälfte der weltweiten Exporte bei Milchprodukten ausmachen (siehe Grafik).

Exportanteil nach Produkten

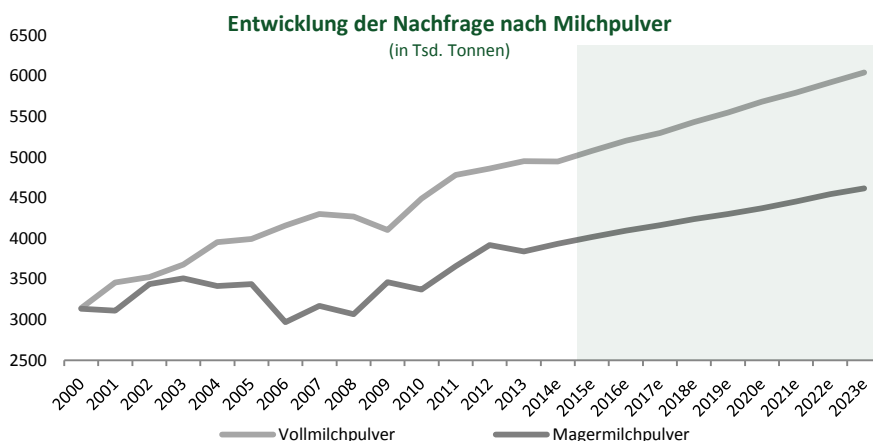


Quelle: OECD

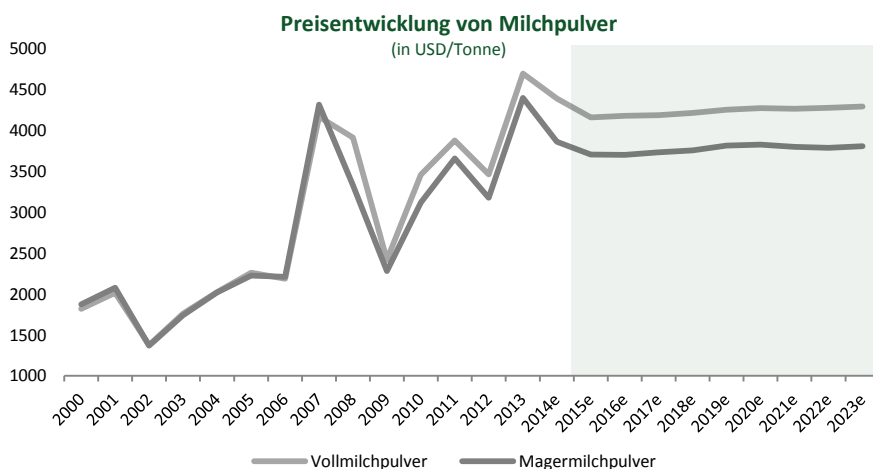
Dieser überlagerte Nachfragetrend dürfte die allgemeinen Rahmenbedingungen von Hochdorf tendenziell begünstigen. Für die mittelfristige Umsatz- und Ergebnisentwicklung des Unternehmens ist die Entwicklung des Marktes für Milchpulver entscheidend und hier insbesondere des Subsegmentes Babynahrung. Daher werden sich die folgenden Ausführungen auf diesen Bereich konzentrieren. Darüber hinaus wird noch kurz auf den Schweizer Milchmarkt eingegangen, der aufgrund der Abschottung gegenüber dem Weltmarkt Eigenheiten aufweist und für das angestammte Geschäft von Hochdorf bestimmend ist.

Steigende Nachfrage und leicht positive Preisentwicklung bei Milchpulver

Der Grund für die größere Bedeutung von Milchpulvern ist in der im Vergleich zu Frischmilchprodukten einfacheren Handhabung und längeren Haltbarkeit zu sehen. Da in den wachstumsstärksten Regionen die klimatischen und logistischen Rahmenbedingungen eine besondere Herausforderung darstellen, hat die Nachfrage nach Milchpulver in den vergangenen Jahren kontinuierlich zugenommen. Nach Einschätzung der OECD/FAO dürfte dieser Trend auch in den kommenden Jahren anhalten. So wird für den Zeitraum bis 2023 ein jährliches Wachstum von 1,7 bis 2% für den Export von Milchpulver prognostiziert.



Im Vergleich zur Nachfrageentwicklung zeigt die Preisentwicklung einen weniger konsistenten Trend. Die zum Teil starken Preisschwankungen (siehe Grafik unten) sind im Wesentlichen durch Angebotsverknappungen zu begründen, die jedoch unterschiedliche Ursachen haben. So ist der starke Preisanstieg in den Jahren 2006 und 2007 beispielsweise mit der deutlichen Verteuerung von Futtermitteln im Rahmen des globalen Anstiegs der Rohstoffpreise zu begründen. Als Folge dessen sanken die Milchproduktivitäten weltweit. Der Preisanstieg seit dem Jahr 2009 ist vor allem durch die Marktentwicklung in China begründet.



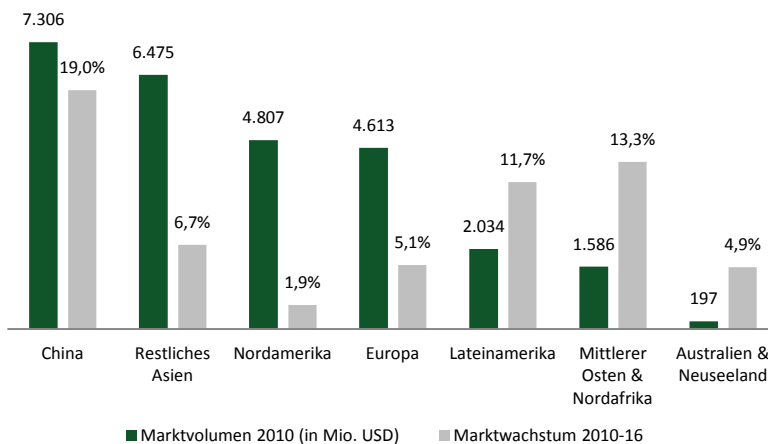
In China sind die Milchpreise seit 2008 um mehr als 50% gestiegen und lagen in 2013 rund 30% über dem Weltmarktpreis. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren die stark angestiegenen Kosten für Futtermittel, Land und Löhne. Als Konsequenz gingen die Produktionserträge deutlich zurück und führten dazu, dass ein Großteil der Milchbetriebe defizitär operiert und die Milchproduktion einstellte. Daraufhin sank die Milchproduktion in China um 6% – der stärkste Rückgang seit 1949 – was zu einem erneuten Preisanstieg führte. In Summe hatte diese Angebotsverknappung eine stärkere Auswirkung auf die weltweiten Milchpreise als der Melamin-Skandal in 2008. Hier wurden stickstoffhaltige Kunstharzgrundstoffe (Melamin) in Milchprodukte eingemischt, um so trotz verdünnter Milch einen hohen Proteinanteil vorzutäuschen. Als Folge erkrankten knapp 300.000 Babys und sechs Säuglinge starben.

Nach Auffassung der OECD wird China auch künftig einen spürbaren Einfluss auf die Weltmarktpreise von Milchpulver haben. Derzeit wird von einem kontinuierlichen Anstieg der chinesischen Milchproduktion ausgegangen, sodass sich die Weltmarktpreise nach dem deutlichen Rückgang in 2014 stabilisieren und in den kommenden Jahren leicht ansteigen sollten.

Babynahrung - Wachstumsstärkste Produktgruppe bei Lebensmitteln

Nach Angaben der Branchenexperten von Zenith International beläuft sich das globale Marktvolumen für Babynahrung gegenwärtig auf rund 50 Mrd. US-Dollar und wächst mit 8-10% pro Jahr. Demnach dürfte Babynahrung die am stärksten wachsende Produktkategorie im Bereich abgepackter Lebensmittel in den kommenden fünf Jahren sein. Euromonitor geht von vergleichbar hohen Wachstumsraten für diesen Bereich aus, wobei regional starke Unterschiede zu erkennen sind (siehe Grafik).

Wachstumsmarkt Babynahrung

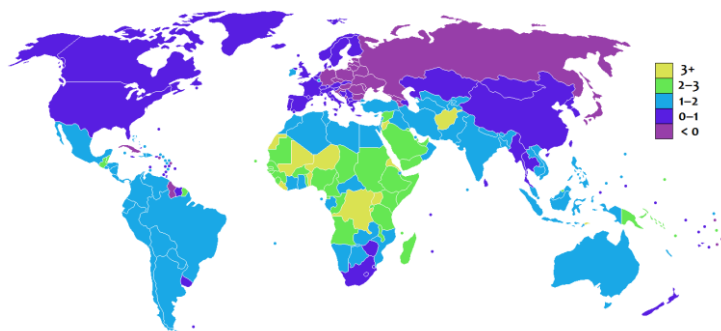


Quelle: Euromonitor

Die größten Wachstumsmärkte für Babynahrung stellen die Emerging Markets in Asien, Nordafrika und dem Nahen Osten dar. In **China**, wo die Wachstumsrate im Bereich Babynahrung zuletzt bei über 20% lag, gilt die stark wachsende Mittelschicht als wesentlicher Treiber der Nachfragezuwächse. Die Ernährung des Sprösslings mit speziell hergestellter Nahrung wird in China als besonders förderlich für das Wachstum angesehen. So ist der Anteil der Mütter, die in den ersten sechs Monaten ausschließlich Stillen, mit unter 30% vergleichsweise gering. Folglich steigt die Nachfrage nach diesen Produkten mit der steigenden Kaufkraft und Urbanisierung der Bevölkerung. Da diverse Milchskandale in jüngerer Vergangenheit das Vertrauen in die Produkte chinesischer Hersteller untergraben haben, ist insbesondere die Nachfrage nach importierter Babynahrung deutlich angestiegen.

Afrika sowie der Nahe und Mittlere Osten verzeichnen hohe Zuwächse in der Frauenerwerbsquote. Zudem ist das Bevölkerungswachstum in diesen Regionen am stärksten (siehe Grafik). Die sozio-demografischen Faktoren werden entsprechend dazu führen, dass die Nachfrage nach Babynahrung in diesen Regionen weiter steigen wird. Hier profitiert Hochdorf zudem am stärksten von der Positionierung im Premium-Segment, da das Geltungsbedürfnis durch Statussymbole hier besonders ausgeprägt ist.

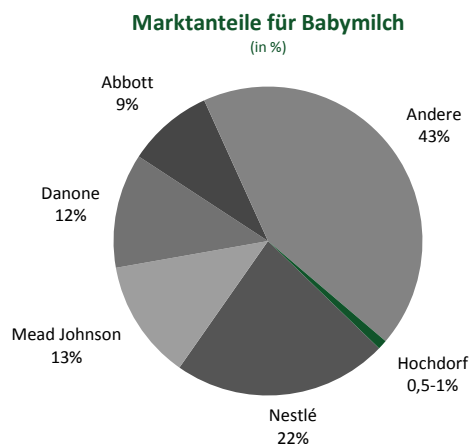
Bevölkerungswachstum nach Regionen (in %)



Quelle: Wikipedia, UN

Wettbewerbsstruktur im Bereich Babynahrung

Aufgrund der exzellenten Wachstumsperspektiven wird der Markt für Babynahrung von multinationalen Konzernen dominiert. So nehmen die vier größten Produzenten von Babymilchpulver laut Euromonitor einen Weltmarktanteil von rund 56% ein (siehe Grafik).



Quelle: Euromonitor, Montega

Hersteller wie Nestlé oder Mead Johnson sind weltweit mit Produktionsstandorten vertreten und decken oft die gesamte Wertschöpfungskette ab (vom Futtermittel bis zum Endprodukt). Neben diesen multinationalen Konzernen gibt es zudem eine Vielzahl von Private-Label-Herstellern. Hier zählt Hochdorf mit einer Produktionskapazität von zukünftig 30.000 bis 35.000 Tonnen zu den führenden Herstellern von Babynahrung weltweit (siehe Grafik).

Private-Label-Hersteller von Babynahrung

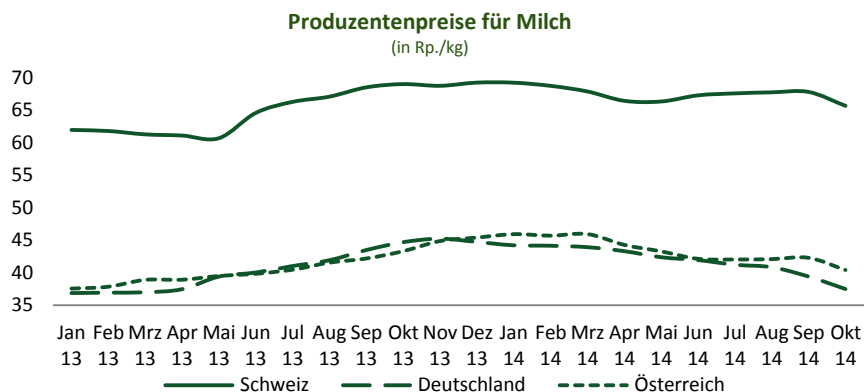
Wettbewerber	Land	Kapazität (in Tsd. Tonnen)
FrieslandCampina Domo	NL	100
Synlait	NZ	40-50
PBM	USA	40
Lactalis (Captive)	FR	40
Nutribio (Sodiaal-Gruppe)	FR	40
ARLA	DK	30-40
Hochdorf	CH	30-35
Isigny	FR	30
DMK Deutsches Milchkontor / Humana	DE	30
Murray Goulburn	AUS	30
Ausnutria / Lypack	NL	20
Laiterie de Montaigu	FR	20

Quelle: Unternehmen, Montega

Trotz der wachsenden Bedeutung der Babynahrung für Hochdorf ist die Herstellung von Voll- und Magermilchpulver für die weiterverarbeitende Lebensmittelindustrie (insb. die Schokoladenindustrie) in der Schweiz weiterhin das Stammgeschäft der Gruppe. Entsprechend ist der Schweizer Milchmarkt für Hochdorf von entscheidender Bedeutung und wird aufgrund der regulatorischen Besonderheiten im Folgenden genauer betrachtet.

Schweizer Milchmarkt durch Regulierung verzerrt

Der Schweizer Milchmarkt präsentiert sich trotz einiger Liberalisierungstendenzen im Handel mit der EU (Liberalisierung des Teilmarktes Käse) nach wie vor als ein weitgehend abgeschotteter Markt. Ziel der Regulierung des Milchmarktes ist ein Schutz der Schweizer Milchbauern gegen die in Europa strukturell sinkenden Milchpreise. Dies wird über eine Segmentierung der Milch nach Verwendungszweck (Verkauf im Inland, im EU-Raum oder auf dem Weltmarkt) und eine Preisregulierung gesteuert. Das Ergebnis dieser Regulierung ist ein Milchpreis, der deutlich über dem in Deutschland und Österreich liegt (siehe Grafik).



Um die Hersteller zur Verwendung der teureren Schweizer Milch zu bewegen, können Hersteller wie Hochdorf auf Basis des sogenannten „Schoggigesetzes“ Ausgleichszahlungen für ihre Exportprodukte beziehen und damit den Preisunterschied der Schweizer Milch gegenüber dem Ausland kompensieren. Die bereitgestellten Mittel reichen derzeit jedoch nicht aus, um die ansteigende Preisdifferenz zu kompensieren. Diese Lage hat sich in 2015 durch die Aufwertung des CHF und die Aufhebung der Milchquotenregelung in der EU noch verschärft. Durch einen branchenweit geschaffenen Ausgleichsfonds sowie die Neuverhandlung von Direktliefervereinbarungen hat Hochdorf ein Großteil des Risikos und auch der Chancen der volatilen Milchpreise an die Milchproduzenten weitergereicht.

Sollte es perspektivisch zu einer Liberalisierung des Schweizer Milchmarktes kommen, ist mit einem deutlichen Einbruch des Milchpreises zu rechnen. Für die verarbeitende Industrie hätte dies den Vorteil tieferer Preise und die Eröffnung eines größeren Absatzmarktes. Gleichzeitig würde jedoch auch die Zulage im Rahmen des Schoggigesetzes wegfallen und der Markt sich für Wettbewerber aus der EU öffnen. Nach Einschätzung des Schweizerischen Bauernverbandes werden nach einer sektoriellen Marktöffnung vor allem Produkte mit einem geringen Differenzierungspotenzial unter Druck geraten, während gut positionierte Produkte des Premiumsegments bessere Chancen haben, am Markt zu bestehen.

Grundsätzlich müssen Lebensmittel klar festgelegte Kriterien erfüllen, um mit einer schweizerischen Herkunft werben zu können. So können diese nur dann als schweizerisch gelten, wenn mindestens 80% der Rohstoffe (Gewicht) aus der Schweiz stammen. Milchprodukte genießen innerhalb der Lebensmittel einen Sonderstatus und müssen sogar zu 100% aus Schweizer Milch bestehen.

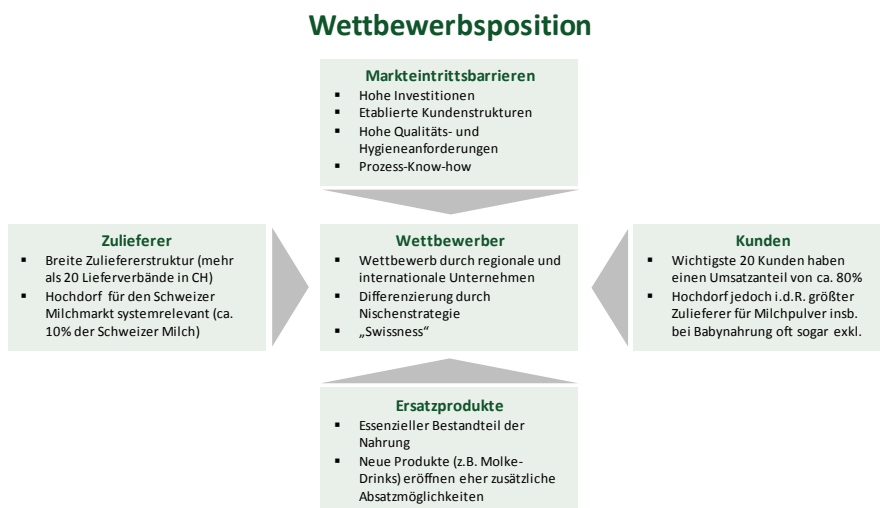
Hochdorf ist generell ein Befürworter einer Liberalisierung des Schweizer Milchmarktes. Zwar hätte die Öffnung des Milchmarktes einen Kostendruck durch die strukturell höheren Standortkosten im Vergleich mit der EU zur Folge. Gleichzeitig würden sich die Bezugskosten für Milch aber deutlich reduzieren. Zudem wären die Milchmengen nicht mehr reglementiert und Hochdorf könnte durch den Bezug von Milch außerhalb der Schweiz die saisonalen Auslastungsschwankungen glätten. Auch wenn bei einer Liberalisierung des Milchmarktes von starken kurzfristigen Turbulenzen im Geschäftsbetrieb der Schweizer Standorte auszugehen ist, wären die mittel- und langfristigen Folgen u.E. positiv für das Unternehmen.

Markt für Cereals & Ingredients von untergeordneter Bedeutung

Der auf die Verarbeitung und Veredelung von Weizenkeimen sowie die Herstellung von Pulvermischungen spezialisierte Geschäftsbereich Cereals & Ingredients ist als einziger Arm der Hochdorf Gruppe auch außerhalb des Milchmarktes aktiv. Angesichts der hochgradigen Spezialisierung und der großen Zahl an Marktnischen, die hier bedient werden, sind zahlreiche Teilmärkte auszumachen. Deren Entwicklung hat aufgrund der geringen Bedeutung des Geschäftsfelds bislang aber keinen wesentlichen Einfluss auf die Markt- und Wettbewerbssituation der Hochdorf Gruppe.

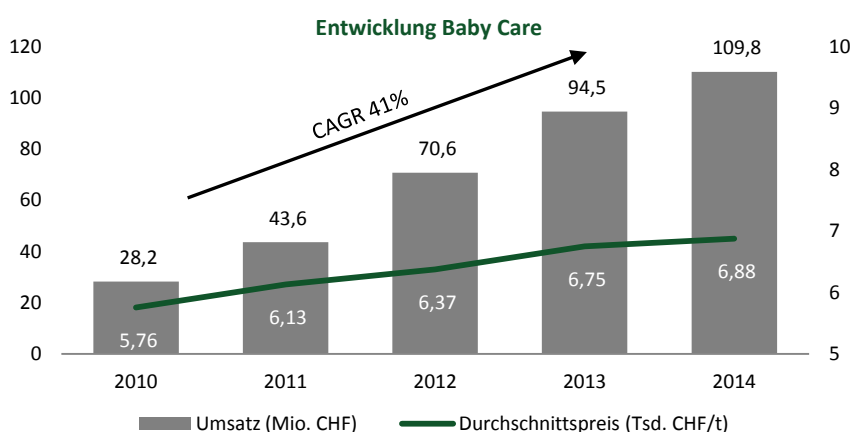
WETTBEWERBSQUALITÄT

Hochdorf bewegt sich in einem kompetitiven Marktumfeld auf nationalen und internationalen Märkten. Dank einer klaren Nischenstrategie, hoher Investitionen und einer etablierten Marktstellung ist die Wettbewerbsposition als solide zu erachten und in der folgenden Grafik nach Porter dargestellt.



„Swissness“ – klares Differenzierungsmerkmal im Bereich Babynahrung

Im Geschäftsbereich Baby Care liegt der Exportanteil von Hochdorf bei über 95%. Das Unternehmen steht in diesem Geschäftsbereich im Wettbewerb mit großen multinationalen Konzernen wie Nestlé oder Mead Johnson (siehe Abschnitt Markt und Wettbewerb). Trotz des kompetitiven Marktumfeldes ist es Hochdorf in den letzten vier Jahren gelungen, den Umsatz in diesem Bereich fast zu vervierfachen und damit das Marktwachstum von rund 8-10% p.a. deutlich zu übertreffen (siehe Grafik). Insbesondere im Nahen Osten, Nordafrika und China hat Hochdorf Marktanteile gewonnen.



Dieser Erfolg beruht auf einer klaren Differenzierungsstrategie. Hochdorf ist neben Nestlé der weltweit einzige Hersteller von Babynahrung, der aus der Schweiz heraus mit Schweizer Milch produziert. Nestlé produziert allerdings ausschließlich für die eigenen Marken, sodass Hochdorf der einzige Lieferant für Babynahrung mit Schweizer Milch ist. Damit verfügen die Kunden von Hochdorf, meist lokale Partner, über ein klares Alleinstellungsmerkmal und können so eine Preisprämie von rund 10-15% gegenüber

anderen Herstellern erzielen. Entsprechend wird ein kaufkräftiger Endverbraucher adressiert, der bereit ist, für die Schweizer Herkunft eine Preisprämie zu zahlen. Dies erklärt, warum Hochdorf insbesondere in Ländern wie China und im Nahen Osten so stark wächst. In China haben der steigende Wohlstand und die Ein-Kind-Politik dazu geführt, dass insbesondere für Kinder eine hohe Kaufkraft vorhanden ist und in beiden Märkten „Swissness“ einen entsprechenden Prestigewert hat. Zudem gelten die Produkte aus Europa und insbesondere der Schweiz als besonders sicher und erfreuen sich aufgrund diverser Skandale bei chinesischer Babynahrung zunehmender Beliebtheit.

Durch diese Nischenstrategie differenziert sich Hochdorf zum einen gegenüber den deutlich größeren Herstellern wie Mead Johnson oder Nestlé, die aufgrund der signifikant größeren Absatzmengen auf eine regionale Produktion bzw. den Bezug deutlich größerer Milchmengen angewiesen sind. Zum anderen schafft die Schweizer Herkunft ein Differenzierungsmerkmal gegenüber anderen Private-Label-Herstellern (siehe Markt und Wettbewerb).

Hochdorf meist größter oder sogar exklusiver Zulieferer

Als weltweit einziger Private-Label-Hersteller von Babynahrung mit Schweizer Milch verfügt Hochdorf über ein klares Alleinstellungsmerkmal. Hochdorfs Kunden, die i.d.R. auf das Hochpreissegment im Bereich der Babynahrung spezialisiert sind, nutzen dieses Alleinstellungsmerkmal und haben ihre Markenkommunikation auf diesen USP zugeschnitten. So wird explizit mit der hohen Qualität der Schweizer Milch geworben und in vielen Fällen sogar direkt auf Hochdorf als Lieferant verwiesen. Aufgrund dieser Tatsache sehen wir Hochdorf im Bereich Baby Care in einer exzellenten Marktposition. Daher halten wir es auch für sehr plausibel, dass Hochdorf diese Position sowie die guten Perspektiven in einigen Märkten dazu nutzen wird, die Wertschöpfungskette im Bereich Baby Care zu erweitern. Dies kann sowohl durch weitere Joint Ventures, wie beispielsweise mit Liptis oder die in Gründung befindliche Americas S.A., als auch durch die Akquisition von Handelspartnern geschehen.

Ein Auszug des aktuellen Kundenportfolios im Bereich Babynahrung ist der folgenden Tabelle zu entnehmen.

Kunde / Händler	Produkt	Land / Region
Orient EuroPharma	Babecare / Karihome	Taiwan
BCP	Bebelan Lacta	Bulgarien, Kroatien, Rumänien
Biokid	Biolac	Griechenland
NutiFood	Dr. Luxia / Nuti IQ	Vietnam
Baby Nutrition	Eldobaby / Eldomilk	Bangladesch
NutriSenses	ISenses	China
Liptis Nutrition	Liptomil Plus / Liptomilk	Mittlerer Osten & Nordafrika
Steril Farma	N5+	Italien
Searle Nutrition	Nurture Intelligence	Pakistan
Albis	NutriGrow	Peru
Inspire Baby Products	Sanolac	Asien
Synthasia	Suprememil	Asien
Pharmalys	Primalac / Swisslac	Schweiz, Frankreich, China / Mittlerer Osten, Nord- & Westafrika

Quelle: Unternehmen

Markteintrittsbarrieren durch hohe Investitions- und Qualitätsanforderungen

Die Verarbeitung von Milch zu Milchpulver und Milchderivaten ist ein Trocknungsprozess, der über ein Walzen- oder Sprühverfahren erfolgt. Beide Herstellungsarten sind äußerst energieintensiv und setzen hohe Investitionen in die entsprechenden Anlagen voraus. Der Bau der Sprühturmlinie 8 in Sulgen mit einer Produktionskapazität von 20.000 Tonnen pro Jahr erforderte eine Investition von 60 Mio. CHF. Die Anlage umfasst eine Länge von 68

Metern bei einer Höhe von 29 Metern und einer Breite von 27 Metern (siehe Foto). Hinzu kommt, dass diese Anlagen nur bei hoher Auslastung rentabel betrieben werden können, was Markteintritte von Wettbewerbern ohne eine etablierte Abnehmerstruktur nahezu unmöglich macht.

Produktionsstandort Sulgen

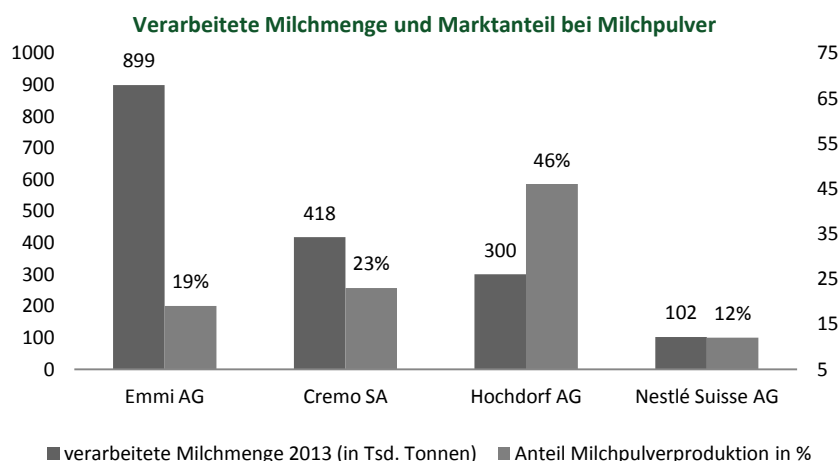


Foto: Unternehmen

Neben den Investitions- und Kapazitätsbarrieren sind insbesondere im Bereich der Babynahrung hohe **Qualitätsanforderungen** und langwierige Zulassungsverfahren von Nöten. Die Dauer und Intensität unterscheidet sich von Land zu Land, ist jedoch in Extremfällen fast so restriktiv wie die Zulassung von Medizinprodukten. Hochdorf hat sich hier als zuverlässiger Anbieter etabliert und beliefert im Tender-Geschäft einige Staaten wie beispielsweise Ägypten direkt.

Walzenmilchpulver als Nischenstrategie im Bereich Milchderivate

Im Bereich Milchderivate liegt der Exportanteil von Hochdorf bei 15%. Entsprechend steht das Unternehmen in diesem Segment fast ausschließlich mit nationalen Milchverarbeitern wie Cremo oder Emmi im Wettbewerb. Obwohl beide Unternehmen gemessen an der verarbeiteten Milchmenge und den Umsätzen größer sind, differenziert sich Hochdorf durch die Spezialisierung auf Milchpulver. Mit einem Marktanteil von knapp 50% ist Hochdorf der mit Abstand größte Hersteller von Milchpulver in der Schweiz (siehe Grafik).



Quelle: Schweizer Milchproduzenten (SMP), Unternehmen

Hier hat sich Hochdorf insbesondere auf die Herstellung von Walzenmilchpulver spezialisiert, das sich aufgrund des leichten Karamellaromas bei der Schweizer Schokoladenindustrie hoher Beliebtheit erfreut und der Schweizer Milchsokolade ihren feinen Geschmack verleiht. Hochdorf produziert Walzenmilch von bester Qualität und verfügt auch aufgrund der beispielhaften Liefertreue über belastbare Kundenbeziehungen zur Schokoladenindustrie. Der Marktanteil beläuft sich nach eigenen Angaben auf ca. 70-

80%. Die Preissetzungsmacht dürfte dennoch gering sein, da überhöhte Preise dazu führen würden, dass Wettbewerber wie Cremo oder Emmi die Produktionskapazitäten in diesem Bereich ausweiten und/oder die Schokoladenhersteller auf Substitute umsteigen.

Systemrelevant für den Schweizer Milchmarkt

Mit einer verarbeiteten Milchmenge von mehr als 300 Tsd. Tonnen im Jahr ist die Hochdorf Gruppe der drittgrößte Milchverarbeiter in der Schweiz. Mit einem Verarbeitungsanteil von rund 10% ist das Unternehmen für die Schweizer Milchproduzenten systemrelevant. Dies betrifft insbesondere die Region um Hochdorf und Sulgen. Hier ist Hochdorf der bedeutendste Abnehmer für die regionalen Milchverbände und hat entsprechend eine noch höhere Relevanz für die lokalen Milchmärkte. Die systemrelevante Position verleiht dem Unternehmen jedoch in erster Linie eine politische Bedeutung, da durch die Regulierung der Milchpreise Preisuntergrenzen gesetzt werden. Dies wird anhand des vergleichsweise homogenen Milchpreises für die Schweizer Milchproduzenten deutlich.

Unternehmen	Milchpreis 2013 (in Rp. / kg)	Veränderung 2012/2013 (in Rp. / kg)
Emmi AG	62,37	5,58
Cremo SA	60,13	3,93
Hochdorf Holding AG	62,04	3,37
Elsa SA	60,46	3,10

Quelle: SMP

Übernahme der Uckermärker ermöglicht strategische Optionen

Aufgrund des starken Wachstums im Bereich Babynahrung hat Hochdorf bereits vor einigen Jahren begonnen, Möglichkeiten für eine Erweiterung der Produktionskapazitäten zu eruieren. Im September 2014 wurde entschieden, zu diesem Zweck die Mehrheit (60%) der Uckermärker Milch GmbH in Prenzlau zu übernehmen. Zudem wurden 26% der Ostmilch Handels Gruppe erworben, die Minderheitsgesellschafter der Uckermärker bleibt und bislang der größte Zulieferer und Hauptabnehmer des Werks in Prenzlau ist.

Das Uckermärker Milchwerk hat eine Kapazität von ca. 20.000 Tonnen für die Herstellung von Milchpulver. In einem ausfallzeitschonenden Umbau werden rund 14.000 Tonnen für die Produktion von Babynahrung umgerüstet und sollen ab Anfang 2017 vollumfänglich zur Verfügung stehen. Die Gesamtkosten aus den Akquisitionen und Investitionen für die Umstellung der Produktion belaufen sich auf schätzungsweise 20 bis 25 Mio. CHF (unter Beteiligung der Minderheitsgesellschafter). Ein Vergleich mit dem Bau der ebenfalls auf Babynahrung ausgelegten Sprühturmlinie 8 in Sulgen verdeutlicht den ökonomischen Sinn der Übernahme. Während in Sulgen für eine Jahreskapazität von 20.000 Tonnen Babynahrung etwa 60 Mio. CHF und damit 3.000 CHF pro Kapazitätstonne investiert wurden, ergeben sich aus dem Investitionsvolumen und dem Kaufpreis der Uckermärker indikative Kosten von rund 1.600 CHF pro Tonne.

Zugleich eröffnen sich für Hochdorf mit der Übernahme der Uckermärker auch neue strategische Möglichkeiten. Zum einen besitzt Hochdorf nun weitere Kapazitäten im EU-Raum, der aufgrund des niedrigeren Milchpreises eine kostengünstigere Produktion als in der Schweiz möglich macht. Zum anderen erhält Hochdorf Zugang zu Märkten, die aufgrund von Handelsbeschränkungen aus der Schweiz heraus bislang nur eingeschränkt bedient werden konnten. Einer dieser Märkte ist der Wachstumsmarkt Südamerika. Hier zeigen sich die Kunden preissensitiver in Bezug auf Babynahrung, wohingegen die „Swissness“ der Produkte nicht die gleiche Bedeutung hat wie beispielsweise in China oder dem Mittleren Osten. Dass die Babynahrung der Uckermärker nicht mit Schweizer Milch erzeugt wird, dürfte für den Absatz in Südamerika also keine Nachteile haben. Dies beweist nicht zuletzt die bereits geschlossene Liefervereinbarung mit Alpina in Kolumbien.

FINANZEN

Im Geschäftsjahr 2014 erzielte die Hochdorf Gruppe einen Umsatzerlös von 420,6 Mio. CHF (+13,0% ggb. VJ). Damit wurde beim Umsatzwachstum die Guidance von +10% klar übertroffen. Ausgangspunkt dieser positiven Entwicklung war zum einen ein gestiegener Milchpreis, der weitgehend in Form höherer Verkaufspreise an die Kunden weitergegeben werden konnte. Zum anderen gelang es Hochdorf aber auch, das Verkaufsvolumen auf erstmals knapp 100.000 Tonnen zu steigern (+8,1% ggb. VJ). Dazu wurden in den Hochdorf-Werken, begünstigt durch die höhere Milchmenge in der Schweiz, rund 507 Tsd. Tonnen Milch, Molke und Permeat verarbeitet (+11,5% ggb. VJ). Auch beim operativen Gewinn erzielte die Gruppe mit 20 Mio. CHF ein absolutes Rekordergebnis und erreichte eine EBIT-Marge von 4,8%.

Zum starken Wachstum im Gesamtjahr trug in erster Linie der Geschäftsbereich Baby Care bei, der mit einem Umsatz von 110 Mio. CHF erstmals die Umsatzschwelle von 100 Mio. übertreffen konnte. Dennoch lag die Wachstumsrate von 16,4% leicht unterhalb des anvisierten Zuwachses von 18-22%. Dies ist vor allem auf fehlende Abfüllkapazitäten zurückzuführen, die Einbußen von rund einem Monatsumsatz zur Folge hatten.

Babynahrung bleibt Wachstumsmotor des Unternehmens

Segment Baby Care: Der Absatz von Babynahrung wird auch in den kommenden Jahren die Topline von Hochdorf bestimmen. Wir erwarten, dass die Umsätze im Segment Baby Care bis Ende 2017 auf knapp 200 Mio. CHF ansteigen werden. Die Wachstumsdelle in 2015 wird ausschließlich durch die fehlende Produktions- und Abfüllkapazität an den Standorten Sulgen und Hochdorf bestimmt. Ab 2016 sollte das Wachstum durch die Inbetriebnahme der Produktion in Prenzlau wieder deutlich anziehen. Dieses dürfte sich dabei aus den folgenden Quellen speisen:

- **Zuwächse in etablierten Auslandsmärkten:** In den vergangenen Jahren konnte Hochdorf die größten Zuwächse durch neu erschlossene Märkte in Asien, Afrika sowie im Nahen Osten verzeichnen (siehe Tabelle). Wenngleich die Wachstumsraten hier zurückgehen sollten, ist das Potenzial für Hochdorf in diesen Märkten keineswegs ausgeschöpft. So verzeichnet die Nachfrage in vielen Regionen weiterhin hohe Zuwachsraten. Zudem gelingt es Hochdorf, in den Märkten weitere Partner zu gewinnen bzw. die Geschäftsbeziehungen mit den vorhandenen Kunden auszubauen. Folglich reichen die derzeitigen Kapazitäten von Hochdorf nicht aus, um die Nachfrage der bestehenden Kundenbeziehungen zu decken.

Umsatzentwicklung und ausgewählte neue Märkte im Bereich Baby Care

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz Baby Care	43,6	70,6	94,5	109,8	119,3	154,2	199,8
<i>Wachstum (yoy)</i>	<i>54,7%</i>	<i>62,0%</i>	<i>33,8%</i>	<i>16,2%</i>	<i>8,7%</i>	<i>29,3%</i>	<i>29,5%</i>
Neue Märkte	Pakistan	Peru	Marokko	Bulgarien	Kolumbien	Indonesien	Nigeria
	Iraq	Jemen	Senegal	Mazedonien	Kenia	Südafrika	Panama
	Jordanien	Kuwait	Syrien	Dominik. Rep.	Uganda	Brasilien	Costa Rica
	Vietnam	Mauretanien	Elfenbeink.	Lybien	Südkorea	Argentinien	Indien

Quelle: Unternehmen, Montega

Angaben in Mio. CHF

- **Weitere internationale Expansion:** Durch die Übernahme der Uckermärker ergibt sich neben der Kapazitätsausweitung auch die Möglichkeit, bislang nicht erschlossene Märkte anzugehen. Aufgrund der Handelsbeschränkungen zwischen der Schweiz und Südamerika konnte Hochdorf diese Region bislang nur eingeschränkt beliefern. Durch die Übernahme der Uckermärker und den Aufbau von Produktionskapazitäten in Deutschland wird das Unternehmen künftig in der Lage sein, diesen Markt zu adressieren. So gibt es bereits eine Liefervereinbarung für Babynahrung mit Alpina – der „Emmi“ Kolumbiens. Die Belieferung beginnt bereits Mitte 2015 in geringem Umfang aus der Schweiz und soll dann ab 2016

vollumfänglich aus Deutschland heraus erfolgen. Zudem steht Hochdorf kurz vor der Unterzeichnung eines Joint Ventures (Hochdorf Americas S.A.) mit einem lokalen Partner für die Belieferung der anderen südamerikanischen Märkte. Der Businessplan des Joint Ventures für die südamerikanischen Märkte (exkl. Kolumbien) ist der unten aufgeführten Tabelle zu entnehmen. Zusammen mit den Umsätzen in Kolumbien dürfte diese Region bis Ende 2017 rund 15 Mio. CHF der von uns prognostizierten Umsatzzuwächse ausmachen. Hinzu kommen andere vielversprechende Märkte wie Südafrika, Kenia und Nigeria oder Indien und Indonesien.

Business-Plan Hochdorf Americas S.A.			
	2015	2016	2017
Umsatzentwicklung (exkl. Brasilien)	1,5	4,3	7,2
Brasilien	15 Mio. bis 2020		
Quelle: Unternehmen		Angaben in Mio. CHF	

- **Verbesserung im Produktionsmix:** Die zusätzlichen Kapazitäten für Babynahrung in Prenzlau werden es Hochdorf nicht nur ermöglichen, neue Märkte zu erschließen, sondern auch die Kapazitäten vorteilhafter zu verteilen. So werden derzeit noch rund 15% der in Sulgen produzierten Mengen für das Tender-Geschäft mit Staatskunden wie beispielsweise Ägypten verwendet. Diese werden zu geringeren Durchschnittspreisen verkauft, hatten für die Auslastung der Anlagen jedoch bislang eine hohe Bedeutung. Künftig soll das Tender-Geschäft von Deutschland aus erfolgen. Dadurch werden Kapazitäten für das hochpreisige Private-Label-Geschäft mit Schweizer Babymilch frei.

Für das **Segment Dairy Ingredients** ergibt sich für die kommenden Jahre ein differenziertes Bild. Durch die Konsolidierung der Uckermärker wird der Umsatz in 2015 um rund 150 Mio. CHF ansteigen. Gleichzeitig sollten die Milchmengen und damit auch die Umsätze in der Schweiz aufgrund des aktuell relativ niedrigen Milchpreises und des zusätzlichen Preisdrucks durch die starke Aufwertung des CHF zurückgehen. Die Hochdorf Baltic Milk geht davon aus, auch in 2015 von der Importsperr für EU-Milchprodukte nach Russland profitieren zu können und rechnet aufgrund der Aufhebung der europäischen Milchquote mit steigenden Milchmengen. In 2016 und 2017 gehen wir dennoch von einem Umsatzrückgang im Segment Dairy Ingredients aus, der sich aus der Verschiebung von Produktionskapazitäten hin zur Babynahrung im Werk in Prenzlau ergibt.

Der **Bereich Cereals & Ingredients** wird im laufenden Jahr die in 2014 übernommene Marbacher Ölmühle integrieren und das neue Geschäft mit Kids Food weiter vorantreiben. Durch die Konsolidierung des Unternehmens wird das Segment einen positiven Umsatzeffekt von rund 10 Mio. CHF in 2015 erfahren. Nach einer weiteren Straffung des Produktsortimentes zugunsten der Effizienzsteigerung gehen wir ab 2016 wieder von einer leicht positiven Umsatzentwicklung aus.

Umsatz nach Segmenten	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz GESAMT	420,6	593,0	606,7	649,1
yoy	13,0%	41,0%	2,3%	7,0%
Dairy Ingredients	292,6	445,7	423,4	418,6
yoy	13,6%	52,3%	-5,0%	-1,1%
Baby Care	109,8	119,3	154,2	199,8
yoy	16,2%	8,7%	29,3%	29,5%
Cereals & Ingredients	18,2	28,0	29,1	30,7
yoy	-9,0%	54,0%	3,8%	5,5%
Quelle: Unternehmen, Montega		Angaben in Mio. CHF		

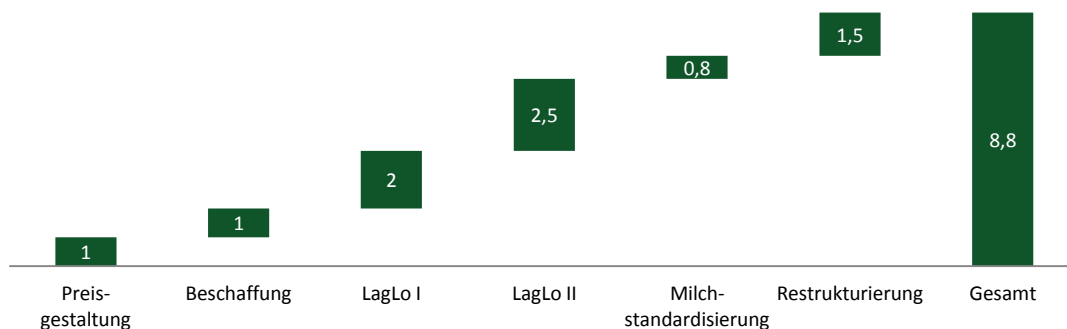
Deutlicher Ergebnisanstieg bis 2017 erwartet

Nach den in 2013 eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen konnte das Unternehmen die Profitabilität bereits signifikant verbessern und das EBIT gegenüber dem Jahr 2012 mehr als versiebenfachen. Auch wenn im laufenden Jahr durch die starke Aufwertung des CHF und die begrenzten Kapazitäten im Bereich Babynahrung von einem leichten Ergebnisrückgang auszugehen ist, erwarten wir für die Jahre 2016 und 2017 wieder deutliche Ertragssteigerungen, die in Summe bis 2017 zu einer weiteren Verdopplung des operativen Ergebnisses führen sollten. Der von uns prognostizierte Ergebnisanstieg beruht dabei auf drei wesentlichen Säulen, die im Folgenden dargestellt werden:

- **Umsatzausweitung im Bereich Baby Care:** Die deutlich höhere Profitabilität von Babynahrung im Vergleich zu den übrigen Milchprodukten wird der größte mittelfristige Ergebnistreiber für Hochdorf sein. Obwohl das Unternehmen die Profitabilität der einzelnen Segmente nicht veröffentlicht, gehen wir auf Basis der Ertragszahlen von Mitbewerbern von einer EBIT-Marge im Bereich Baby Care zwischen 10 und 15% aus. Die Umsatzausweitung von knapp 90 Mio. CHF bis Ende 2017 sollte entsprechend zu einer Steigerung des EBIT in zweistelliger Millionenhöhe führen.
- **Effizienzprogramme:** Das Management sieht noch diverse Potenziale, die Betriebskosten des Unternehmens zu reduzieren (siehe Grafik). Ein besonderes Augenmerk gilt in 2015 der weiteren Kostenreduktion im Bereich der Supply-Chain und Logistik. So war die Lagerlogistik am Standort Sulgen bislang ausgelagert. Die Volumenzunahme im Bereich Baby Care ermöglicht nun eine Lösung vor Ort, die zu deutlichen Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen führen sollte. Ein weiteres Beispiel ist die zum Jahresbeginn durchgeführte Vereinfachung der Unternehmensstruktur. Die bisherige Aufteilung in Produktions- und Vertriebsgesellschaften wurde in der Schweiz aufgelöst und eine Verschmelzung auf Hochdorf Swiss Nutrition vorgenommen. Die neue Geschäftsfeld-Struktur ermöglicht eine effizientere Führung und reduziert gleichzeitig den administrativen Aufwand.

EBIT-Steigerung durch Effizienzprogramme

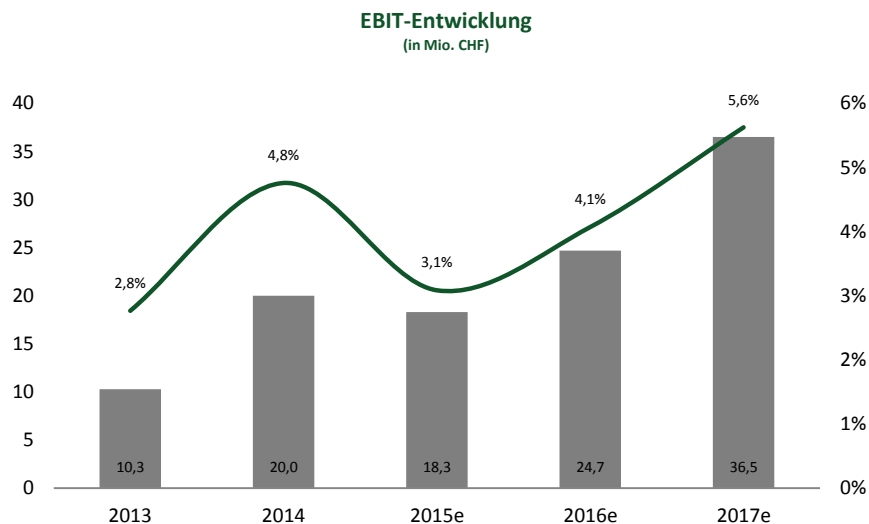
(in Mio. CHF)



Quelle: Unternehmen

- **Verbesserung im Produktions- und Produktmix:** Nach Fertigstellung des Turm 8 in Sulgen hat das Unternehmen in der Vergangenheit vor allem eine Volumenstrategie verfolgt. Ziel war es, möglichst schnell eine hohe Auslastung zu erreichen, um die Investitionen zu amortisieren. Nachdem Hochdorf in 2014 die Kapazitäten nahezu vollkommen ausgeschöpft hat, geht es nun darum, den Produktmix der Anlagen zu verbessern. Ein Teil der neuen Kapazitäten in Prenzlau wird beispielsweise für das Tender-Geschäft verwendet. Dieses Vorgehen hat den Vorteil, die Rahmenverträge mit Staaten wie Ägypten auf Basis einer deutlich geringeren Kostenstruktur bedienen zu können und schafft zusätzliche Kapazitäten für das lukrative Private-Label-Geschäft mit Schweizer Babynahrung. Darüber hinaus wird auch im Segment Cereals & Ingredients die Produktoptimierung mit der Maßgabe der Profitabilitätssteigerung fortgeführt.

Auf Basis dieser Annahmen gehen wir davon aus, dass sich das EBIT bis Ende 2017 um gut 80% auf 36,5 Mio. CHF verbessern sollte. Eine detaillierte Darstellung der antizipierten EBIT-Entwicklung ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: Unternehmen, Montega

Entwicklung der wesentliche Kostenpositionen

Die ergebnisbestimmenden Kostenpositionen in der Gewinn- und Verlustrechnung von Hochdorf sind der Materialaufwand und die Personal- und Energiekosten. Unsere Erwartung für die Entwicklung dieser Kostenpositionen sowie einige beachtenswerte Effekte auf die künftige G&V der Gruppe werden im Folgenden beschrieben.

Entwicklung der Kosten- und Ergebnispositionen (in % vom Umsatz)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Materialaufwand	77,1%	76,5%	80,2%	79,2%	77,8%
Rohertrag	23,2%	25,0%	19,8%	20,8%	22,2%
Personalaufwendungen	8,5%	8,3%	6,8%	6,7%	6,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	10,3%	8,5%	8,3%	8,2%
EBITDA	4,9%	6,5%	4,6%	5,8%	7,4%
Abschreibungen	2,1%	1,7%	1,4%	1,6%	1,7%
EBIT	2,8%	4,8%	3,1%	4,1%	5,6%
Finanzergebnis	-1,0%	-0,1%	-0,9%	-0,3%	-0,2%
EBT	1,7%	4,2%	2,2%	3,8%	5,4%
EE-Steuern	0,1%	0,4%	0,3%	0,7%	1,0%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,9%
Jahresüberschuss	1,6%	3,8%	1,6%	2,5%	3,6%

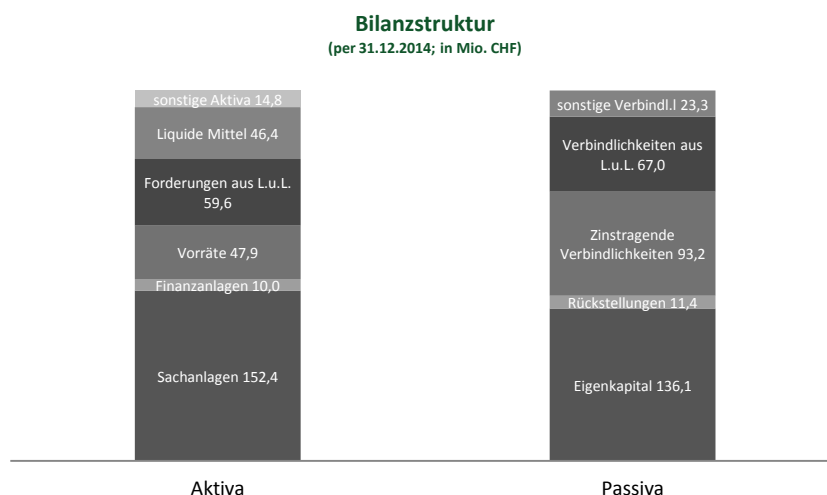
Quelle: Unternehmen, Montega

- Der **Materialaufwand** ergibt sich aus den Einstandskosten der für die Produktion notwendigen Rohstoffe – also im Wesentlichen für Milch, Molke und Permeat. Durch die Konsolidierung der Uckermärker wird die Materialaufwandsquote im laufenden Jahr deutlich ansteigen, da die von der Uckermärker zum überwiegenden Teil hergestellten Frischmilchprodukte eine geringere Rohertragsmarge haben. Zudem sollte in dieser Position auch ein Teil der negativen Währungseffekte zum Tragen kommen. Ab 2016 rechnen wir durch die Ausweitung der Umsätze im Bereich Baby Care mit einem Absinken der Materialkostenquote von rund 100 BP p.a.
- Die **Personalkosten** werden in 2015 durch die Konsolidierung der Uckermärker ansteigen (ca. 5 Mio. CHF). Im Verhältnis zum Umsatz werden die Personalkosten jedoch durch die strukturell niedrigeren Lohnkosten in Deutschland zurückgehen und sollten auch in den kommenden Jahren insbesondere durch die weiter steigende Auslastung und den verbesserten Produktmix sinken.

- Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den **sonstigen betrieblichen Aufwendungen**, die wiederum zu etwa einem Drittel durch die Energie- und Entsorgungsaufwendungen bestimmt sind. Diese Kostenquote wird ebenfalls durch die vorteilhafteren Rahmenbedingungen der Werke in Deutschland im laufenden Jahr zurückgehen und sollte sich ebenso wie die Personalkostenquote leicht unterproportional zum Umsatz entwickeln.
- Das **Finanzergebnis** wird im laufenden Jahr auch durch die starke Aufwertung des CHF und die daraus resultierenden Abschreibungen auf Aktiva negativ beeinflusst sein. Durch einen positiven Einmaleffekt in Höhe von ca. 2 Mio. CHF in 2014 wird sich die negative Differenz im Finanzergebnis in 2015 auf rund 5 Mio. CHF belaufen. Ab 2016 dürfte sich das Finanzergebnis aufgrund der Wandlung der Wandelanleihe sowie der verbesserten Konditionen des neu verhandelten Konsortialkredits verbessern.
- Die **Steuerquote** dürfte in den folgenden Jahren ansteigen. Dies ergibt sich zum einen aus der höheren Steuerbelastung in Deutschland (ca. 28% in Brandenburg versus ca. 12% in Luzern). Zum anderen hat Hochdorf durch das gute Gesamtergebnis die Verlustvorträge der Schweizer Firmen aus den Vorjahren vollumfänglich aufgebraucht.

Hohes Sachanlagevermögen verdeutlicht Markteintrittsbarrieren

Die Aktivseite der Bilanz spiegelt die Anlagenintensität des Geschäftsmodells wieder und ist entsprechend durch das Sachkapital von rund 150 Mio. CHF bestimmt. Der deutliche Anstieg des Anlagevermögens um knapp 50 Mio. CHF ist der bilanziellen Konsolidierung der Uckermärker zum 31.12.2014 geschuldet. Durch die Investitionen in die Lagerlogistik in Sulgen sowie die Umrüstung des Werkes in Prenzlau auf die Produktion von Babynahrung rechnen wir in 2015 mit einem Investitionsvolumen von rund 20 Mio. CHF, wodurch das Anlagevermögen im laufenden Jahr erneut ansteigen wird. Die hohe Anlagenintensität verbunden mit der Fähigkeit, die Anlagen möglichst voll auszulasten, ist eine der wesentlichen Markteintrittsbarrieren.



Quelle: Unternehmen

Beim Umlaufvermögen hat sich in 2014 ebenfalls durch die Konsolidierung der Uckermärker eine deutliche Erhöhung der Vorräte und Forderungen ergeben. Da dem erhöhten Umlaufvermögen im abgelaufenen Geschäftsjahr noch keine Umsätze gegenüberstanden, hat sich die Working-Capital-Quote um rund 100 BP auf 10,2% erhöht. Im laufenden Jahr sollte sich diese jedoch wieder normalisieren, sodass wir von einem mittelfristigen Niveau von ca. 8 bis 9% ausgehen.

Die Eigenkapitalquote ist mit 46% als äußerst solide zu bewerten. Wie in der Vergangenheit dürfte Hochdorf auch in Zukunft den Kapitalmarkt für die Finanzierung passender Wachstumsvorhaben nutzen.

Dementsprechend hat Hochdorf im laufenden Jahr einen neuen Konsortialkredit verhandelt, der ein Volumen von bis zu 100 Mio. CHF haben wird. Aufgrund der Ablösung der bisherigen Kreditlinie (40 Mio. CHF) sowie des veranschlagten Investitionsbudgets dürfte sich das Kreditvolumen im laufenden Jahr auf ca. 60 Mio. CHF belaufen.

In unserer Finanzplanung haben wir ebenfalls unterstellt, dass die zum 30.05.2016 fällig werdende Wandelanleihe mit einem noch nominell ausstehenden Betrag von 45 Mio. CHF zu einem Bezugspreis von 123,8 CHF komplett gewandelt wird. Entsprechend erhöhen sich in unserer Planung sowohl das Eigenkapital als auch die Aktienanzahl in 2016.

BEWERTUNG

Die Bewertung von Hochdorf stellen wir auf ein DCF-Modell sowie einen Peergroup-Vergleich ab. Beide Bewertungsmethoden indizieren ein klares Upside zum aktuellen Kursniveau.

Peergroup-Analyse

Beim Peergroup-Vergleich haben wir zum einen den Fokus auf Molkereien und milchverarbeitende Unternehmen gelegt – insb. aus Europa und der Schweiz. Zum anderen haben wir internationale Nahrungsmittelhersteller mit einem Angebot im Bereich Babynahrung für den Vergleich herangezogen.

Synlait

Unseres Erachtens ist das neuseeländische Unternehmen Synlait am besten mit Hochdorf vergleichbar. Wie Hochdorf stellt Synlait u.a. Voll- und Magermilchpulver als Inhaltsstoffe für die weiterverarbeitende Lebensmittelindustrie her. Darüber hinaus ist das Unternehmen auch als Private-Label-Hersteller von milchpulverbasierter Nahrung für Babys, Kleinkinder und Mütter tätig. Mit einem Umsatz von rund 440 Mio. CHF und einem EBIT von 24 Mio. CHF im Geschäftsjahr 2013/14 sind auch die Umsatz- und Ergebnisgrößen sehr gut mit denen von Hochdorf vergleichbar. Obwohl die Wachstumsraten des seit 2013 börsennotierten Unternehmens in den letzten Jahren über denen von Hochdorf lagen, ist der Bewertungsaufschlag von mehr als 100% zu Hochdorf bemerkenswert.

Glanbia

Glanbia ist mit 3,3 Mrd. Euro Umsatz einer der weltweit führenden Entwickler und Hersteller von Inhaltsstoffen und Fertigprodukten aus Milch und Getreide. Als B2B-Lieferant vermarktet das französische Unternehmen vor allem Milchproteine, Peptide, Laktose und Molkekonzentrate als Zutaten für Sportlernahrung, Käse und andere Milchprodukte für die Lebensmittelindustrie weltweit.

Emmi

Emmi ist der größte Milchabnehmer der Schweiz. Die Gruppe konzentriert sich auf die Entwicklung, Produktion und Vermarktung eines Vollsortiments an Molkerei- und Frischeprodukten sowie auf die Herstellung und Reifung von Schweizer Käse. Im Milchpulvergeschäft ist Emmi nach Hochdorf und Cremo mit einem Marktanteil von 19% die Nummer 3 in der Schweiz. Die Produktgruppe Pulver/Konzentrate machte in 2013 mit nur 2,9% jedoch den geringsten Anteil am Umsatz von 3,3 Mrd. CHF aus. Die Kunden von Emmi stammen hauptsächlich aus dem Einzelhandel, dem Bereich Food Service und der Lebensmittelindustrie.

Parmalat

Die in Italien beheimatete Parmalat S.p.A. ist ein global agierender Hersteller von Frischmilchprodukten, Fruchtsäften und Milchderivaten, darunter Joghurts, Desserts, Butter und Käse. Aber auch Milchpulver und andere Zusatzstoffe werden produziert. Die Gruppe ist in mehr als 30 Ländern aktiv und erwirtschaftet mit über 16.000 Mitarbeitern einen Umsatz von über 5 Mrd. Euro pro Jahr. Mit Milchderivaten wurden 2013 39% der Umsätze erzielt (2,1 Mrd. Euro). Seit Juli 2011 hält der französische Milchkonzern Lactalis mit 83,3% die Mehrheit an Parmalat. Lactalis selbst ist seit der Gründung in privater Hand.

Dairy Crest Group

Die Dairy Crest Group ist das führende britische Milchunternehmen. Produziert werden vor allem Butter und andere Aufstriche, Käse, Frischmilch und Milch-Mixgetränke. Außerdem stellt Dairy Crest Milchingredenzien wie Magermilchpulver und Molkepulver her und beliefert damit Lebensmittelhersteller in Großbritannien und Europa. Im

Geschäftsjahr 2014 konnte die Gruppe mit rund 5.000 Mitarbeitern einen Umsatz von 1,38 Mrd. GBP erzielen.

Bongrain

Die börsennotierte Bongrain SA ist nach Lactalis der zweitgrößte Milchindustriekonzern Frankreichs. Das Unternehmen ist spezialisiert auf die Herstellung von Käse und Käsespezialitäten und ist mit mehr als 100 Marken in über 120 Ländern weltweit vertreten. Daneben zielt Bongrain mit milchbasierten und funktionellen Inhaltsstoffen auch auf Industriekunden aus der Lebensmittel- und Gesundheitsindustrie ab. In 2013 belief sich der Gesamtumsatz des Konzerns auf 4,41 Mrd. Euro.

Mead Johnson

Mead Johnson ist einer der weltweit führenden Hersteller von Baby- und Kindernahrung in Pulverform. Das US-amerikanische Unternehmen fertigt mehr als 70 Produkte unter acht Eigenmarken und vertreibt diese in über 50 Ländern rund um den Globus. Diese reichen von herkömmlicher Säuglingsmilch bis hin zu speziellen Produkten für Kinder mit Allergien oder Stoffwechselerkrankungen. Auch in den Emerging Markets in Asien ist Mead Johnson bereits sehr stark vertreten und betreibt eigene Produktionsstätten in China, Thailand und auf den Philippinen. Auf dem chinesischen Babynahrungsmarkt ist das Unternehmen mit einem Anteil von etwa 14% Marktführer. In 2013 wurde mit rund 7.000 Mitarbeitern ein Umsatz von insgesamt 4,2 Mrd. USD erzielt.

Abbott

Abbott ist ein global agierender Pharma- und Gesundheitskonzern aus den USA. Neben den Bereichen Pharmaka, Diagnostik und Medizintechnik ist Abbott auch in der Herstellung von besonders nährstoffreicher Nahrung für Kleinkinder und Erwachsene tätig. Mit Nahrungsmittelprodukten setzte Abbott im Jahr 2013 global mehr als 6,7 Mrd. USD um, was etwa 31% des Konzernumsatzes ausmacht. Der Umsatz verteilt sich nahezu hälftig auf Erwachsenen- und Kindernahrung. Mit einem neuen Forschungs- und Entwicklungszentrum, erweiterten Produktionskapazitäten und der Einführung einer Premium-Marke für Säuglingsnahrung hat Abbott 2013 das Engagement auf dem boomenden chinesischen Markt deutlich verstärkt.

Nestlé

Die Nestlé Gruppe ist der größte Nahrungsmittelkonzern der Welt. Das Produktspektrum reicht von Schokolade und anderen Milchprodukten über Süßwaren, Tiefkühlartikel, Kaffeespezialitäten bis hin zu Getränken. Nestlé ist nach Emmi, Cremo und Hochdorf der viertgrößte Milchpulverhersteller der Schweiz. Die Stoffe werden jedoch in erster Linie zur eigenen Weiterverarbeitung benötigt und nicht vermarktet. Mit dem Geschäftszweig Nestlé Nutrition ist Nestlé gleichzeitig ein globaler Spieler im Geschäft mit Babynahrung und Cerealien für Kleinkinder – insbesondere nach der Übernahme der Säuglingsnahrungssparte Wyeth Nutrition von Pfizer in 2012. Wyeth erwirtschaftet rund 85% des Umsatzes in den Emerging Markets und hatte 2011 mit Babymilchpulver in China einen Marktanteil von 8,3% inne. Nestlé Nutrition realisierte in 2013 einen Umsatz von 9,8 Mrd. CHF (11% vom Konzernumsatz) bei einem EBIT von 1,9 Mrd. CHF.

Danone

Die Danone Gruppe ist ein französischer Lebensmittelkonzern, der vor allem Milchprodukte und Mineralwasser herstellt. Die Division Danone Early Life Nutrition ist auf die Produktion von Nahrungsmitteln für Babys und Kleinkinder spezialisiert und erreichte 2013 Umsätze in Höhe von 4,3 Mrd. Euro (20,2% vom Konzernumsatz), wobei Säuglingsnahrung mit mehr als 80% den Großteil dazu beitrug. Zu den wichtigsten Marken des Konzerns zählen hier Milupa und Dumex. Dumex ist speziell auf den asiatischen Markt zugeschnitten und wurde dort bereits Ende der 1950er Jahre eingeführt. In 2011 lag der Marktanteil bei Babymilchpulver in China bei 13,7%.

Perrigo

Perrigo ist einer der weltweit größten Hersteller von OTC-Arzneimitteln. Daneben produziert Perrigo im Bereich Nutritionals auch Nahrungsergänzungsmittel sowie Baby- und Kleinkindernahrung. Diese werden als Drittmarken für führende Handelskonzerne in den USA und 20 weiteren Ländern hergestellt. Im Bereich Babynahrung ist das Unternehmen bereits der größte Private-Label-Hersteller in den USA. Zu den Fokusbörsen zählen darüber hinaus auch Kanada, Mexiko und China. Das Segment Nutritionals steuerte 2014 mit 551,7 Mio. USD etwa 14% zum Konzernumsatz bei.

Yili-Gruppe

Die Inner Mongolia Yili Industrial Group – kurz Yili Gruppe – ist nach Beingmate der zweitgrößte Hersteller von Säuglingsnahrung in China (Marktanteil laut Euromonitor International ca. 8%). Darüber hinaus wird eine Vielzahl weiterer Milchprodukte wie Joghurts, Eiscremes oder Käse hergestellt. Der Gruppenumsatz lag 2013 bei insgesamt 5,73 Mrd. Euro. Die Yili Gruppe war 2008 zusammen mit anderen chinesischen Herstellern in einen aufsehenerregenden Milchkandal verwickelt: Um trotz verdünnter Rohmilch einen höheren Proteingehalt vorzutäuschen, wurde die Milch mit Melamin gemischt und dadurch verunreinigt. Tausende Kinder erkrankten und sechs Säuglinge starben. Für die chinesische Milchwirtschaft hatte der Skandal erhebliche Umsatzeinbußen und einen gewaltigen Vertrauensverlust zur Folge.

Wie die Peergroup-Tabellen verdeutlichen, sind die auf Babynahrung bzw. Nahrungsmittel spezialisierten Unternehmen aufgrund der attraktiven Wachstumsperspektiven sowie der hohen Margen durchweg höher bewertet als die hauptsächlich auf Milchverarbeitung spezialisierten Unternehmen. Um dieser Tatsache gerecht zu werden, haben wir bei der Ermittlung des Potenzialwertes anhand der Peergroup die Mittelwerte der Umsatz- und Ertragsmultiples entsprechend der Segmentverteilung von Hochdorf gewichtet.

Peergroup Hochdorf Holding AG

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz			KGV		
		2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Milch							
Synlait Milk Limited	2,85	1,16	1,55	1,12	21,27	37,55	17,70
Glanbia plc	17,99	2,30	2,00	1,91	29,58	24,46	22,08
Emmi AG	324,75	0,65	0,68	0,66	22,02	17,81	16,43
Parmalat SpA	2,49	0,62	0,55	0,52	21,84	19,82	18,26
Dairy Crest Group plc	4,58	0,60	0,60	0,61	11,35	12,35	11,38
Bongrain SA	59,10	0,31	0,29	0,28	14,61	11,09	7,86
Mittelwert		0,94	0,95	0,85	20,11	20,51	15,62
Nahrungsmittel / Babynahrung							
Mead Johnson Nutrition Company	101,03	4,71	4,55	4,27	27,01	25,20	22,87
Abbott Laboratories	46,83	3,66	3,56	3,36	23,65	21,83	19,55
Nestlé S.A.	76,00	2,79	2,79	2,66	22,09	22,34	20,79
Danone	66,31	2,27	2,12	2,01	25,31	22,78	20,64
Perrigo Company Public Limited Company	203,21	7,65	6,81	5,51	31,80	27,81	23,99
Yili Industrial Group	35,04	1,74	1,53	1,36	24,47	20,05	16,84
Mittelwert		3,80	3,56	3,19	25,72	23,34	20,78
Hochdorf Holding AG	134,8	0,47	0,34	0,33	7,72	15,46	11,00
Potenzial		257%	339%	341%	179%	36%	54%
Fairer Wert je Aktie		609,10	760,70	764,80	376,50	183,80	207,40

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBITDA			EV / EBIT		
		2014	2015e	2016e	2014	2015e	2016e
Milch							
Synlait Milk Limited	695,1	15,87	17,23	10,17	21,45	26,85	14,24
Glanbia plc	5839,1	24,24	19,31	17,80	31,37	24,24	21,97
Emmi AG	2216,2	7,59	8,12	7,82	12,98	14,07	13,28
Parmalat SpA	3472,2	7,69	6,93	6,43	10,62	10,00	9,25
Dairy Crest Group plc	838,1	7,85	8,34	7,83	11,25	12,01	10,91
Bongrain SA	1407,9	5,21	4,94	4,20	14,50	9,37	7,18
Mittelwert		11,41	10,81	9,04	17,03	16,09	12,80
Nahrungsmittel / Babynahrung							
Mead Johnson Nutrition Company	20748,9	18,15	16,89	15,50	19,73	18,36	16,77
Abbott Laboratories	74163,4	13,97	14,71	13,43	19,73	18,17	16,36
Nestlé S.A.	255337,6	14,95	14,83	13,92	18,24	17,87	16,84
Danone	47904,2	13,24	12,76	11,96	18,00	16,38	15,14
Perrigo Company Public Limited Company	31063,3	22,38	22,38	18,48	30,18	23,90	19,49
Yili Industrial Group	94918,9	16,18	13,25	11,22	20,07	16,08	13,24
Mittelwert		16,48	15,80	14,09	20,99	18,46	16,31
Hochdorf Holding AG	199,1	7,32	7,30	5,66	9,95	10,88	8,06
Potenzial		74%	62%	82%	82%	52%	70%
Fairer Wert je Aktie		271,60	249,20	287,30	285,70	231,60	264,10

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Die Peergroup-Analyse impliziert auf Basis der Forward-Ergebnis-Multiples für 2015e/16e einen fairen Wert der Aktie in der Bandbreite von 183,80 bis 287,30 CHF (Mittelwert 237,23 CHF).

DCF-Modell

Die Umsatz- und Ergebnisplanung des DCF-Modells entspricht der im Bereich Finanzen aufgeführten Entwicklung. Wir haben bei der Modellierung zudem die vollständige Wandlung der in 2011 begebenen und am 30.05.2016 fällig werdenden Wandelanleihe unterstellt. Diese hat einen Bezugspreis von 123,80 CHF. Entsprechend ergibt sich bei Wandlung des noch ausstehenden Betrags von 45 Mio. CHF eine Erhöhung der Aktienanzahl um 364.459 Aktien – also knapp 35%.

Das verwendete Beta von 1,0 reflektiert die Stabilität des Geschäftsmodells aufgrund der Systemrelevanz für die Schweizer Milch- und Nahrungsmittelindustrie und des übergeordneten Nachfragetrends nach Milchprodukten.

Unter der Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 30% sowie unseren allgemeingültigen Prämissen bezüglich der risikolosen Verzinsung und der Markttrendite ergibt sich ein WACC von 7,8%.

Zur Ermittlung des Terminal-Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% und eine EBIT-Marge von 5,6% unterstellt.

Für die Aktie von Hochdorf ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von 221,03 CHF.

DCF Modell								
Angaben in Mio. CHF	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
Umsatz	593,0	606,7	649,1	664,4	677,7	691,2	705,0	719,1
Veränderung	41,0%	2,3%	7,0%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	18,3	24,7	36,5	41,3	42,1	41,5	40,9	40,3
EBIT-Marge	3,1%	4,1%	5,6%	6,2%	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%
NOPAT	15,6	20,4	29,9	33,4	34,1	33,6	33,1	32,6
Abschreibungen	9,0	10,5	11,5	12,5	12,8	13,0	12,0	12,2
in % vom Umsatz	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,7%	1,7%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-8,9	-1,2	2,2	-1,2	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
- Investitionen	-20,0	-20,0	-15,0	-15,0	-13,8	-12,6	-12,9	-13,2
Investitionsquote	3,4%	3,3%	2,3%	2,3%	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)	-5,9	6,3	23,1	23,8	25,7	27,1	25,8	25,8
WACC	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Present Value	-5,6	5,6	19,0	18,1	18,2	17,8	15,7	297,9
Kumuliert	-5,6	0,0	18,9	37,1	55,3	73,1	88,8	386,7

Wertermittlung (Mio. CHF)

Total present value (Tpv)	386,7
Terminal Value	297,9
Anteil vom Tpv-Wert	77%
Verbindlichkeiten	66,2
Liquide Mittel	46,4
Eigenkapitalwert	366,9

Aktienzahl (Mio.)	1,44
Wert je Aktie (CHF)	221,03
+Upside / -Downside	64%
Aktienkurs (CHF)	134,80

Modellparameter

Fremdkapitalquote	35,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,00
WACC	7,8%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2015-2018	3,9%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2015-2020	3,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	2,0%
EBIT-Marge	2015-2018	4,7%
EBIT-Marge	2015-2020	5,2%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2022	5,6%

Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

WACC	ewiges Wachstum				
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,33%	184,28	194,73	200,58	206,90	221,25
8,08%	192,47	203,94	210,38	217,37	233,31
7,83%	201,31	213,91	221,03	228,78	246,57
7,58%	210,85	224,76	232,65	241,27	261,21
7,33%	221,19	236,59	245,37	255,02	277,46

Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

WACC	EBIT-Marge ab 2022e				
	5,10%	5,35%	5,60%	5,85%	6,10%
8,33%	213,04	221,73	230,42	239,11	247,81
8,08%	223,58	232,79	242,00	251,20	260,41
7,83%	235,04	244,81	254,59	264,36	274,13
7,58%	247,55	257,94	268,33	278,72	289,12
7,33%	261,24	272,32	283,39	294,47	305,54

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 70 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
Geografischer Fokus	<ul style="list-style-type: none"> Regionale Diversifikation: >80 Länder Umsatzsplit nach Regionen: ca. 57% Schweiz / ca. 20% Europa / ca. 15% Afrika und Naher Osten / ca. 6% Asien
Key Facts	<ul style="list-style-type: none"> Verarbeitete Menge (Milch, Molke, Permeat): ca. 500.000 t Produzierte Menge: ca. 100.000 t Umsatzsplit nach Produktgruppen: ca. 70% Milchderivate / ca. 26% Babynahrung / ca. 4% Weizenkeimspezialitäten

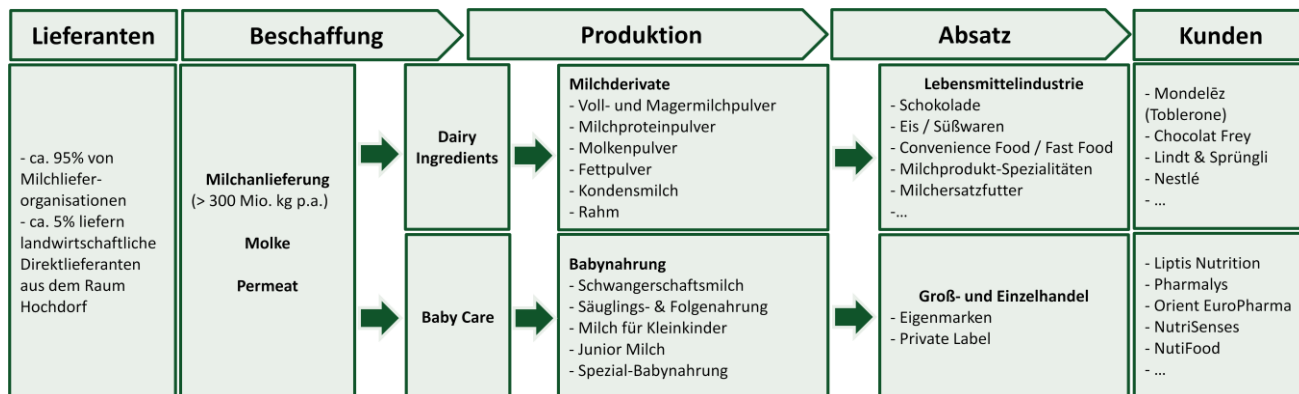
Quelle: Unternehmen

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

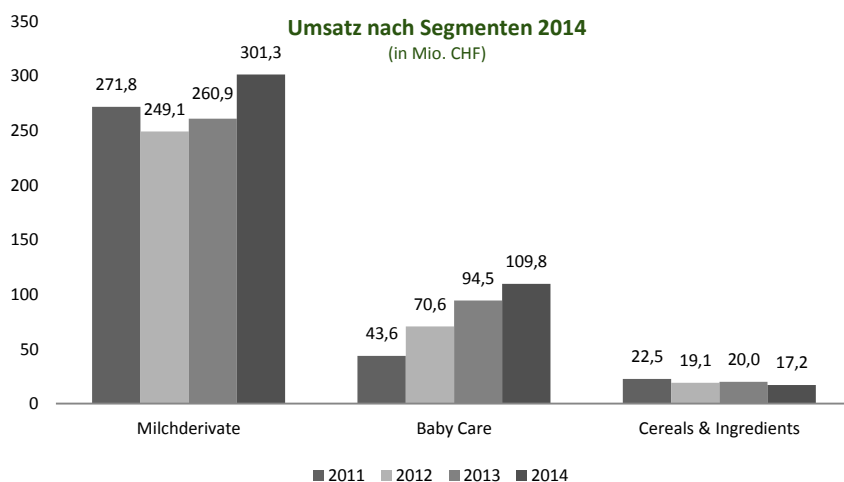
Die nachfolgende Grafik fasst die wesentlichen Punkte der Wertschöpfungskette des Unternehmens sowie die wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte zusammen.



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, Rahm, (Walzen-)Vollmilchpulver und Magermilchpulver. Der Bereich Babynahrung ist in den vergangenen Jahren jedoch stark gewachsen und macht bereits mehr als ein Viertel der Umsätze aus. Mit etwa 4% 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 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

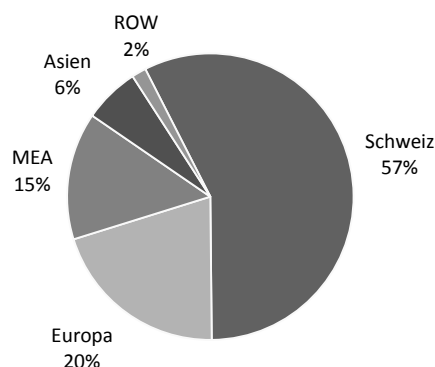
Neugeborene, Babys und Kinder im Vorschulalter auch Milchprodukte für werdende Mütter in der Schwangerschaft und Stillzeit. Neben den beiden Eigenmarken „alpen“ und „babina“ werden auch zahlreiche Drittmarken für den (Einzel-)Handel produziert. Hochdorf ist im Segment Baby Care bereits heute sehr international 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. 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 die Hälfte des Umsatzes im Heimatmarkt Schweiz erzielt wird. Weitere wichtige Absatzmärkte stellen das übrige Europa, Afrika und der Nahe Osten sowie Asien dar. Nord- und Südamerika und übrige Regionen machen nur einen geringen Teil aus.

Umsatzverteilung nach Regionen 2014



Quelle: Unternehmen

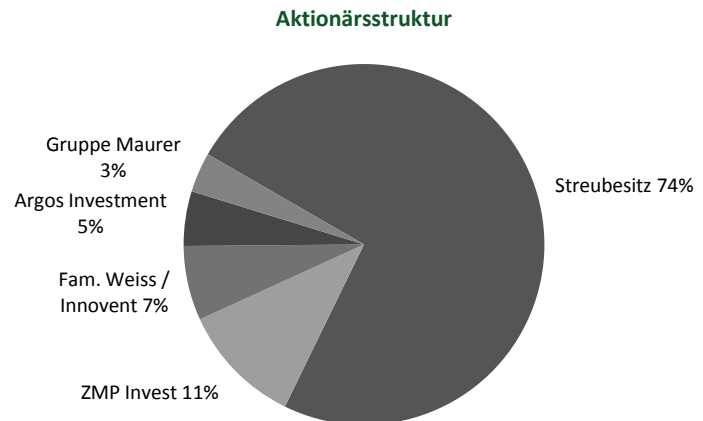
Management

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 1.070.922 Aktien mit einem Nennwert von je 10,00 CHF eingeteilt. Die Aktionärsstruktur ist der folgenden Grafik zu entnehmen.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	372,1	420,6	593,0	606,7	649,1
Bestandsveränderungen	1,0	6,2	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	373,1	426,8	593,0	606,7	649,1
Materialaufwand	287,0	321,6	475,6	480,5	505,0
Rohertrag	86,2	105,2	117,4	126,2	144,1
Personalaufwendungen	31,7	34,8	40,0	40,6	42,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	36,4	43,2	50,1	50,4	53,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	18,1	27,2	27,3	35,2	48,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	7,1	6,8	8,5	10,0	11,0
EBITA	11,0	20,4	18,8	25,2	37,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5
EBIT	10,3	20,0	18,3	24,7	36,5
Finanzergebnis	-3,8	-0,3	-5,5	-1,9	-1,4
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	6,5	19,8	12,8	22,8	35,1
Außerordentliches Ergebnis	-0,2	-1,9	0,0	0,0	0,0
EBT	6,3	17,8	12,8	22,8	35,1
EE-Steuern	0,3	1,7	1,9	4,0	6,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	6,1	16,1	10,9	18,8	28,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	6,1	16,1	10,9	18,8	28,8
Anteile Dritter	0,1	0,0	1,5	3,4	5,6
Jahresüberschuss	6,0	16,1	9,4	15,4	23,2

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

G&V (in % vom Umsatz) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,27%	1,46%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktivierete Eigenleistungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gesamtleistung	100,3%	101,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	77,1%	76,5%	80,2%	79,2%	77,8%
Rohertrag	23,2%	25,0%	19,8%	20,8%	22,2%
Personalaufwendungen	8,5%	8,3%	6,8%	6,7%	6,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,8%	10,3%	8,5%	8,3%	8,2%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	4,9%	6,5%	4,6%	5,8%	7,4%
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9%	1,6%	1,4%	1,6%	1,7%
EBITA	3,0%	4,9%	3,2%	4,2%	5,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	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%
EBIT	2,8%	4,8%	3,1%	4,1%	5,6%
Finanzergebnis	-1,0%	-0,1%	-0,9%	-0,3%	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,7%	4,7%	2,2%	3,8%	5,4%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	1,7%	4,2%	2,2%	3,8%	5,4%
EE-Steuern	0,1%	0,4%	0,3%	0,7%	1,0%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,6%	3,8%	1,8%	3,1%	4,4%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,6%	3,8%	1,8%	3,1%	4,4%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,9%
Jahresüberschuss	1,6%	3,8%	1,6%	2,5%	3,6%

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

Bilanz (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	1,5	1,1	0,6	0,1
Sachanlagen	107,0	152,4	163,9	173,9	177,9
Finanzanlagen	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0
Anlagevermögen	117,6	164,0	175,0	184,5	188,0
Vorräte	29,3	47,9	49,4	50,6	51,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,8	59,6	58,5	59,8	60,5
Liquide Mittel	53,9	46,4	45,1	47,9	60,0
Sonstige Vermögensgegenstände	5,8	13,2	13,2	13,2	13,2
Umlaufvermögen	125,9	167,1	166,3	171,5	185,6
Bilanzsumme	243,5	331,1	341,3	356,1	373,6
PASSIVA					
Eigenkapital	103,6	136,1	140,5	195,7	213,5
Anteile Dritter	0,2	7,1	8,6	12,0	17,6
Rückstellungen	5,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	93,9	93,2	106,0	60,8	50,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	35,2	67,0	58,5	59,8	64,0
Sonstige Verbindlichkeiten	5,7	16,3	16,3	16,3	16,3
Verbindlichkeiten	139,7	187,9	192,2	148,4	142,6
Bilanzsumme	243,5	331,1	341,3	356,1	373,6

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,3%	0,5%	0,3%	0,2%	0,0%
Sachanlagen	43,9%	46,0%	48,0%	48,8%	47,6%
Finanzanlagen	4,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,7%
Anlagevermögen	48,3%	49,5%	51,3%	51,8%	50,3%
Vorräte	12,0%	14,5%	14,5%	14,2%	13,9%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,1%	18,0%	17,1%	16,8%	16,2%
Liquide Mittel	22,2%	14,0%	13,2%	13,5%	16,0%
Sonstige Vermögensgegenstände	2,4%	4,0%	3,9%	3,7%	3,5%
Umlaufvermögen	51,7%	50,5%	48,7%	48,2%	49,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	42,5%	41,1%	41,2%	55,0%	57,1%
Anteile Dritter	0,1%	2,1%	2,5%	3,4%	4,7%
Rückstellungen	2,0%	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	38,6%	28,2%	31,0%	17,1%	13,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,3%	4,9%	4,8%	4,6%	4,4%
Sonstige Verbindlichkeiten	57,4%	56,8%	56,3%	41,7%	38,2%
Verbindlichkeiten	57,4%	56,8%	56,3%	41,7%	38,2%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

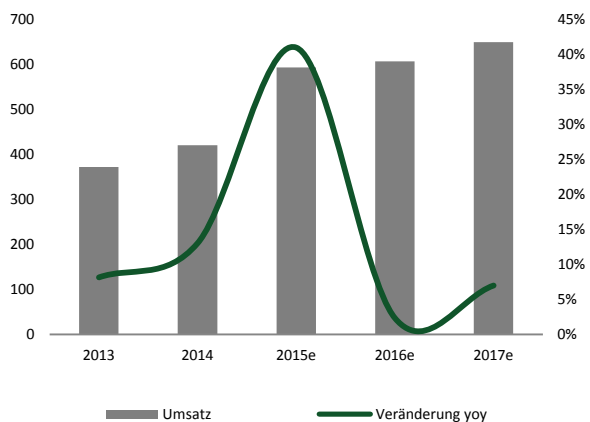
Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	6,1	16,1	10,9	18,8	28,8
Abschreibung Anlagevermögen	7,1	6,8	8,5	10,0	11,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,5	5,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,7	3,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	18,1	32,2	19,9	29,3	40,3
Veränderung Working Capital	0,1	-11,7	-8,9	-1,2	2,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	18,2	20,5	11,0	28,1	42,5
CAPEX	-4,1	-18,4	-20,0	-20,0	-15,0
Sonstiges	-0,2	-14,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,4	-32,4	-20,0	-20,0	-15,0
Dividendenzahlung	-2,6	-2,8	-5,0	-5,3	-5,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,8	-0,7	12,8	-45,1	-10,0
Sonstiges	-2,8	8,2	0,0	45,1	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-8,2	4,6	7,8	-5,3	-15,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	5,6	-7,2	-1,3	2,8	12,1
Endbestand liquide Mittel	53,9	46,4	45,1	47,9	60,0

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

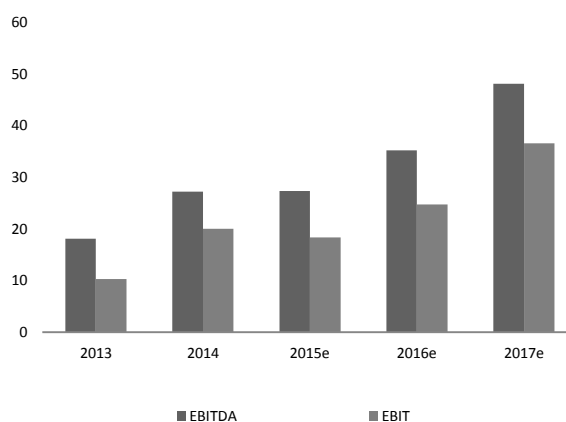
Kennzahlen Hochdorf Holding AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	23,2%	25,0%	19,8%	20,8%	22,2%
EBITDA-Marge (%)	4,9%	6,5%	4,6%	5,8%	7,4%
EBIT-Marge (%)	2,8%	4,8%	3,1%	4,1%	5,6%
EBT-Marge (%)	1,7%	4,2%	2,2%	3,8%	5,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,6%	3,8%	1,8%	3,1%	4,4%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	6,8%	11,4%	8,7%	10,9%	15,7%
ROE (%)	6,0%	15,6%	6,6%	10,3%	11,2%
ROA (%)	2,5%	4,9%	2,8%	4,3%	6,2%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. CHF)	44,9	57,7	71,8	23,9	1,8
Net Debt / EBITDA	2,5	2,1	2,6	0,7	0,0
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,4	0,4	0,5	0,1	0,0
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. CHF)	14,1	2,1	-9,0	8,1	27,5
Capex / Umsatz (%)	1%	4%	3%	3%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	9%	9%	8%	9%	8%
Bewertung					
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	11,0	7,3	7,3	5,7	4,1
EV/EBIT	19,3	9,9	10,9	8,1	5,5
EV/FCF	14,2	93,3	-	24,5	7,2
KGV	19,8	7,7	15,5	11,0	8,4
P/B	1,4	1,1	1,0	0,7	0,7
Dividendenrendite	2,4%	2,7%	2,7%	2,8%	3,0%

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

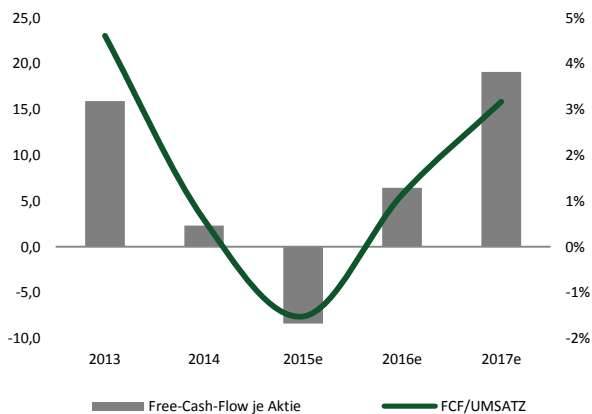
Umsatzentwicklung



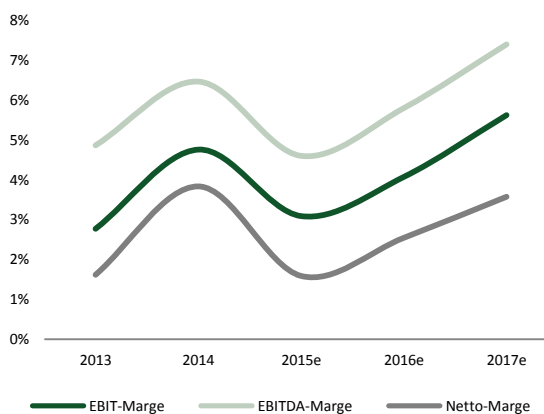
Ergebnisentwicklung



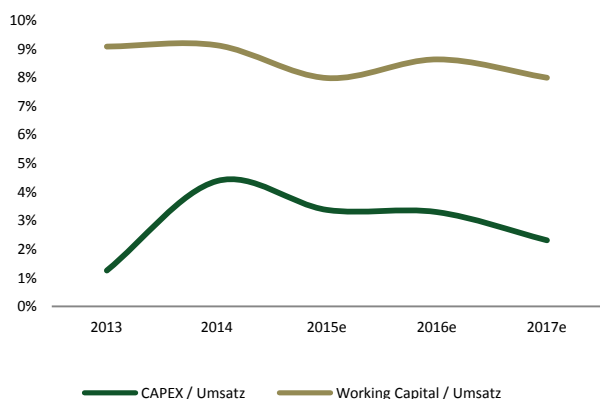
Free-Cash-Flow Entwicklung



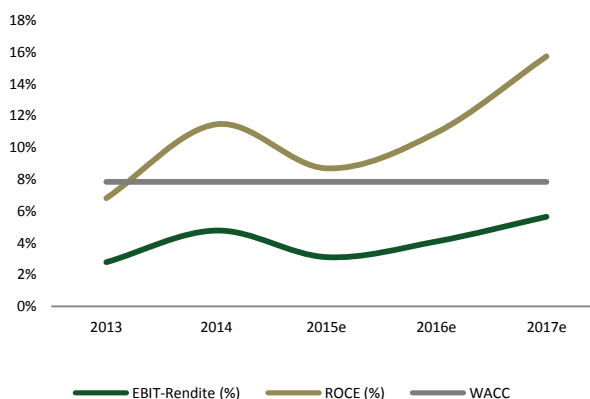
Margenentwicklung



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 weiter-geleitet 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: 16.04.2015):

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.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 16.04.2015):

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
Marie-Curie-Straße 24-28

60439 Frankfurt

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	16.04.2015	134,80	220,00	+63%
