

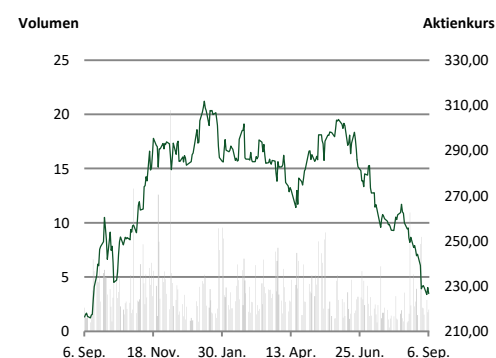
**Empfehlung:** **Kaufen** (zuvor: Halten)

**Kursziel:** **310,00 CHF**
**Kurspotenzial:** **+20 Prozent**
**Aktiendaten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	258,25 CHF
Aktienanzahl (in Mio.)	1,43
Marktkap. (in Mio. CHF)	370,5
Enterprise Value (in Mio. CHF)	771,8
Ticker	HOCN
ISIN	CH0024666528

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in CHF)	340,00
52 Wochen-Tief (in CHF)	233,50
3 M relativ zum SPI	-14,4%
6 M relativ zum SPI	-15,0%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	78,2%
ZMP Invest	12,4%
Fam. Weiss / Innovent	5,4%
Stichting General Holdings	4,1%

**Termine**
**Eigenkapitalforum** 28. November 2017

**Prognoseanpassung**

	2017e	2018e	2019e
Umsatz (alt)	644,1	712,9	781,6
Δ in %	-1,7%	-1,5%	-1,4%
EBIT (alt)	43,6	56,4	71,3
Δ in %	-8,4%	-8,8%	-8,7%
EPS (alt)	15,70	22,01	29,58
Δ in %	-13,9%	-13,5%	-12,6%

**Analysten**

Frank Laser  
+49 40 41111 37 68  
f.laser@montega.de

**Publikation**
**Comment** 7. September 2017

**Pharmalys-Konsolidierung sorgt für deutlichen Umsatz- und Ergebnisschub in H1**

Hochdorf hat Mitte August die Zahlen für das 1. Halbjahr 2017 veröffentlicht, die etwas unter unseren Erwartungen lagen. Zudem hat das Unternehmen aufgrund der anhaltend schwierigen Marktbedingungen seine Gesamtjahresziele nach unten revidiert.

Hochdorf Holding AG Kennzahlen	H1/17	H1/17e	H1/16	yoy
Umsatz	302,6	310,0	272,8	10,9%
EBIT	15,8	17,5	13,1	20,4%
EBIT-Marge	5,2%	5,6%	4,8%	
Periodenüberschuss	6,8	7,5	10,8	-36,9%

Quelle: Unternehmen, Montega Angaben in Mio. CHF

**Umsatz konsolidierungsbedingt deutlich über Vorjahr:** Mit 377,6 Mio. kg verarbeitete Hochdorf insbesondere durch den Rückgang in den ausländischen Milchwerken 9,2% weniger Milch, Molke, Rahm und Flüssigmengen als im Vorjahr. Das verkaufte Produktvolumen reduzierte sich auf 111.948 Tonnen (-10,9%). Dennoch lag der Brutto-Umsatz aufgrund der Konsolidierung von Pharmalys mit 312,1 Mio. CHF rund 12% über dem Vorjahresniveau, der Netto-Verkaufserlös stieg um 10,9% auf 302,6 Mio. CHF. Höhere Preise führten im Bereich **Dairy Ingredients** zu einem um 5,8% höheren Brutto-Umsatz (216,1 Mio. CHF). Der Bereich **Baby Care** wuchs durch den erstmals konsolidierten Umsatzbeitrag der Pharmalys-Gruppe und trotz geringerer Volumina im Schweizer Baby Care Geschäft deutlich um fast 37% auf 82,2 Mio. CHF. Der Bereich **Cereals & Ingredients** verzeichnete mit 13,6 Mio. CHF einen Brutto-Umsatz auf dem Niveau des Vorjahres.

**Überproportionale EBIT-Steigerung:** Getrieben von der Konsolidierung der hochprofitablen Pharmalys-Gruppe stieg das EBIT überproportional um 20,4% auf 15,8 Mio. CHF, lag damit aber aufgrund der schlechter als erwarteten Performance von Hochdorfs Stammgeschäft unter unseren Erwartungen (MONE: 17,5 Mio. CHF). Folglich lag der Periodenüberschuss nach Anteilen Dritter mit 6,8 Mio. CHF deutlich unter Vorjahr.

**Gesamtjahresziele gesenkt:** Als Folge des anhaltend herausfordernden Marktumfeldes und trotz antizipierter höherer Milchpreise in H2 erwartet Hochdorf für 2017 nun einen Umsatz zwischen 610,0 und 650,0 Mio. CHF (zuvor: 635,0 bis 670,0 Mio. CHF) bei unverändertem EBIT-Margenziel (6,1 bis 6,6%). Dies impliziert eine EBIT-Zielspanne von 37,2 bis 42,9 Mio. CHF. Wir haben unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr nach unten angepasst und sind wegen der vorherrschenden Rahmenbedingungen auch für die folgenden Jahre etwas pessimistischer geworden.

**Fazit:** H1 verlief uneinheitlich für Hochdorf und entwickelte sich schlechter als von uns erwartet. Für H2 antizipieren wir jedoch eine Verbesserung des Newsflows (höhere Milchpreise, hoher Auftragsbestand, implizierte deutliche EBIT-Margensteigerung). Aus diesem Grund und nach der deutlichen Kurskorrektur stufen wir die Aktie trotz des reduzierten Kursziels von 310,00 CHF (zuvor: 340,00 CHF) von Halten auf Kaufen herauf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	544,2	542,2	633,4	702,0	770,4
Veränderung yoy	29,4%	-0,4%	16,8%	10,8%	9,8%
EBITDA	30,5	33,4	52,5	65,7	79,8
EBIT	20,1	22,5	39,9	51,4	65,1
Jahresüberschuss	13,5	19,9	19,1	26,9	36,5
Rohrertragsmarge	23,9%	25,2%	28,2%	28,3%	28,8%
EBITDA-Marge	5,6%	6,2%	8,3%	9,4%	10,4%
EBIT-Marge	3,7%	4,1%	6,3%	7,3%	8,5%
Net Debt	32,5	236,0	70,6	58,1	33,0
Net Debt/EBITDA	1,1	7,1	1,3	0,9	0,4
ROCE	9,5%	8,9%	12,5%	14,1%	17,2%
EPS	11,73	14,12	13,51	19,03	25,86
FCF je Aktie	-3,00	-13,42	-17,94	13,87	25,74
Dividende	3,70	3,80	5,00	8,00	10,00
Dividendenrendite	1,4%	1,5%	1,9%	3,1%	3,9%
EV/Umsatz	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	25,3	23,1	14,7	11,7	9,7
EV/EBIT	38,3	34,4	19,3	15,0	11,9
KGV	22,0	18,3	19,1	13,6	10,0
P/B	2,0	11,5	1,4	1,3	1,2

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. CHF, EPS in CHF Kurs: 258,25

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

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

### Hochdorf im Überblick

<b>Geschäftsmodell</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Absatzweg: B2B</li> <li>▪ Produkte: Milchderivate, Babynahrung, Weizenkeimspezialitäten, Öle, Schokolade</li> </ul>
<b>Geografischer Fokus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Regionale Diversifikation: &gt;90 Länder</li> <li>▪ Umsatzsplit nach Regionen: ca. 36% Schweiz / ca. 43% Europa / ca. 15% Afrika und Naher Osten / ca. 5% Asien</li> </ul>
<b>Key Facts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Verarbeitete Menge (Milch, Molke, Permeat): ca. 750.000 t</li> <li>▪ Produzierte Menge: ca. 250.000 t</li> <li>▪ Umsatzsplit nach Produktgruppen: ca. 73% Milchderivate / ca. 22% Babynahrung / ca. 5% Weizenkeime und Spezialitäten</li> </ul>

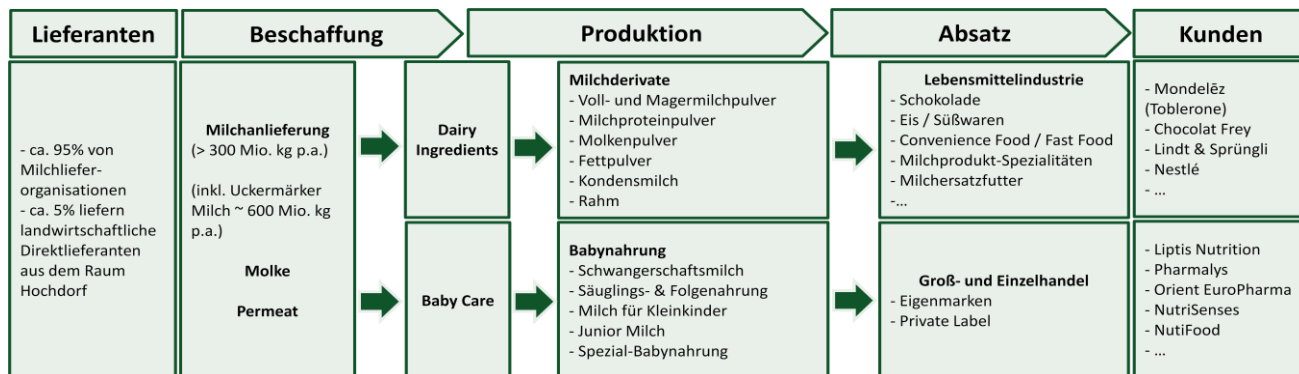
Quelle: Unternehmen

Wichtige Meilensteine der Firmenhistorie sind im Folgenden kurz dargestellt:

- 1895** Gründung der 1. Centralschweizerischen Natur-Milch-Exportgesellschaft
- 1906** Beginn der Produktion von Walzenvollmilchpulver für die Schokoladenindustrie
- 1908** Beginn der Herstellung von Babynahrung
- 1954** Markteinführung adaptierter Säuglingsmilch
- 2003** Akquisition des Milchpulverwerks in Sulgen (Schweiz)
- 2006** Start der Internationalisierung im Bereich Babynahrung
- 2010** Errichtung der Sprühturmlinie 8 in Sulgen zur Produktion von Babynahrung
- 2011** Erstnotierung an der SIX Swiss Exchange
- 2013** Vollständige Übernahme des Milchpulverwerks in Litauen
- 2014** Übernahme der Marbacher Ölmühle GmbH (Deutschland)
- 2014** Mehrheitliche Übernahme der Uckermärker Milch GmbH (Deutschland)
- 2015** Beginn der Testphase eigener Schokoladenproduktion in Südafrika
- 2016** Mehrheitsbeteiligung (51%) an der Pharmalys Laboratories SA

### Food Chain

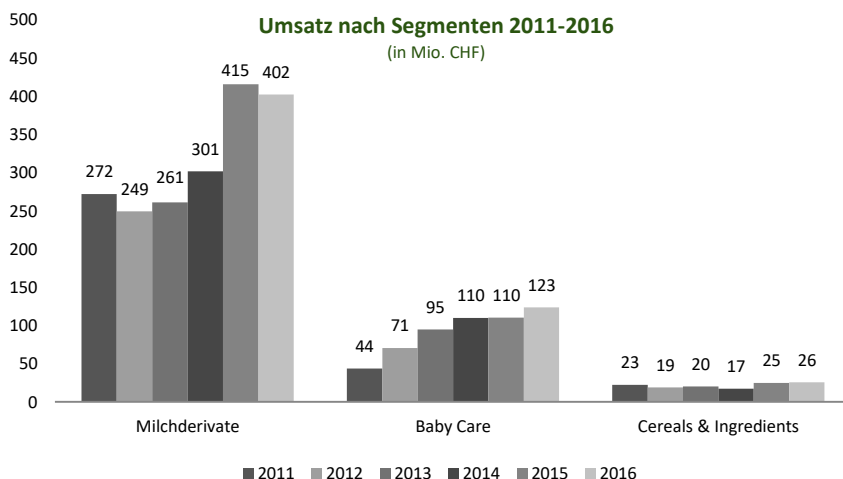
Die nachfolgende Grafik fasst die wesentlichen Punkte der Wertschöpfungskette des Unternehmens sowie die wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte zusammen.



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 73% des Konzernumsatzes verantwortlich. Die wesentlichen Produkte dieses Segmentes sind Butter, Quark, Rahm, (Walzen-)Vollmilchpulver und Magermilchpulver. Der Bereich Babynahrung ist in den vergangenen Jahren jedoch stark gewachsen und macht bereits rd. 22% der Umsätze aus. Mit etwa 5% ist der Beitrag des Segments Cereals & Ingredients dagegen noch vergleichsweise gering.



Quelle: Unternehmen

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

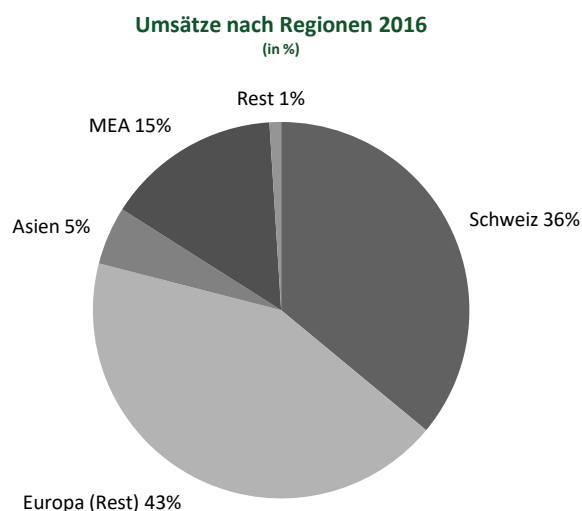
Der Bereich **Baby Care** befasst sich mit der Herstellung von Premium-Babynahrung aus Milch. Das Sortiment deckt alle Altersstufen ab und umfasst neben Nahrung für

Neugeborene, Babys und Kinder im Vorschulalter auch Milchprodukte für werdende Mütter in der Schwangerschaft und Stillzeit. Neben den beiden Eigenmarken „alpen“ und „babina“ besitzt Hochdorf durch die Mehrheitsbeteiligung (51%) an Pharmalys ebenfalls die Premium-Marken Primalac und Swisslac im Portfolio (geographischer Schwerpunkt: Mittlerer Osten). Ferner werden zahlreiche Drittmarken für den (Einzel-)Handel produziert. Hochdorf ist im Segment Baby Care bereits heute sehr international aufgestellt (Exportanteil >90%) und verkauft die Produkte in eine Vielzahl von Ländern weltweit. Für den lukrativen chinesischen Markt wurden mit „Alpreen“, „babina gold“ und „natrapure“ sogar eigene Marken kreiert.

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

### Märkte und Umsatz

Hochdorf beliefert Kunden in mehr als 90 Ländern, wobei mehr als ein Drittel des Umsatzes im Heimatmarkt Schweiz erzielt wird. Den wichtigsten Absatzmarkt stellt das übrige Europa dar (43%). 20% entfallen auf Afrika, den Nahen Osten sowie Asien. Nord- und Südamerika und übrige Regionen machen nur einen geringen Teil aus (1%).



Quelle: Unternehmen

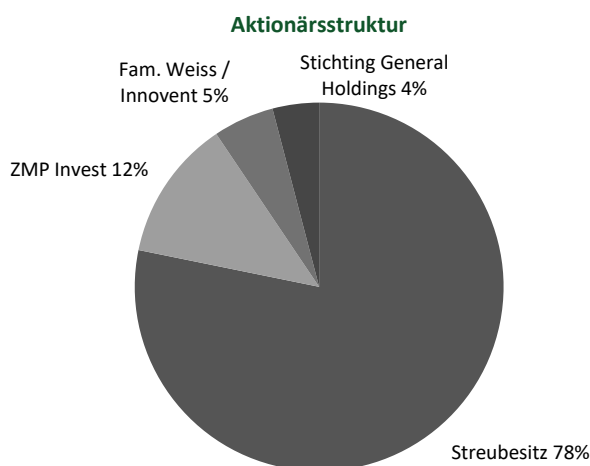
### Management

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

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

### Aktionärsstruktur

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



Quelle: Unternehmen

## ANHANG

## DCF Modell

Angaben in Mio. CHF	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>633,4</b>	<b>702,0</b>	<b>770,4</b>	<b>833,6</b>	<b>896,1</b>	<b>954,4</b>	<b>1.002,1</b>	<b>1.022,1</b>
<i>Veränderung</i>	<i>16,8%</i>	<i>10,8%</i>	<i>9,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,0%</i>
<b>EBIT</b>	<b>39,9</b>	<b>51,4</b>	<b>65,1</b>	<b>79,1</b>	<b>85,1</b>	<b>88,8</b>	<b>92,2</b>	<b>93,0</b>
<i>EBIT-Marge</i>	<i>6,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,1%</i>
<b>NOPAT</b>	<b>33,9</b>	<b>43,7</b>	<b>55,3</b>	<b>67,3</b>	<b>72,4</b>	<b>75,4</b>	<b>78,4</b>	<b>79,1</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>12,6</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>	<b>15,3</b>	<b>16,4</b>	<b>17,5</b>	<b>18,0</b>	<b>21,5</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,1%</i>
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-5,0	-4,8	-8,0	-7,9	-6,1	-5,6	-4,4	-2,1
- Investitionen	-52,4	-24,0	-18,4	-20,4	-19,7	-21,0	-22,0	-21,5
<i>Investitionsquote</i>	<i>8,3%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,1%</i>
<b>Übriges</b>	<b>-8,9</b>	<b>-12,2</b>	<b>-14,5</b>	<b>-16,8</b>	<b>-17,2</b>	<b>-19,2</b>	<b>-21,2</b>	<b>-23,2</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>-19,8</b>	<b>17,0</b>	<b>29,1</b>	<b>37,4</b>	<b>46,0</b>	<b>48,1</b>	<b>49,5</b>	<b>54,1</b>
<b>WACC</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>
Present Value	-18,9	15,1	24,0	28,6	32,7	31,8	30,4	554,3
<b>Kumuliert</b>	<b>-18,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>20,2</b>	<b>48,8</b>	<b>81,5</b>	<b>113,3</b>	<b>143,7</b>	<b>698,0</b>

## Wertermittlung (Mio. CHF)

Total present value (Tpv)	698,0
Terminal Value	554,3
Anteil vom Tpv-Wert	79%
Verbindlichkeiten	98,8
Liquide Mittel	67,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>666,9</b>

Aktienzahl (Mio.) 2,15

**Wert je Aktie (CHF) 309,89****+Upside / -Downside 20%**

Aktienkurs (CHF) 258,25

## Modellparameter

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

Beta 1,00

WACC 7,6%

ewiges Wachstum 2,0%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2017-2020	9,6%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2017-2022	8,5%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2024	2,0%
EBIT-Marge	2017-2020	7,9%
EBIT-Marge	2017-2022	8,4%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2024	9,1%

## Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
8,08%	253,85	269,90	278,91	288,70	311,04
7,83%	266,10	283,76	293,72	304,58	329,51
<b>7,58%</b>	279,35	298,84	<b>309,89</b>	321,98	349,93
7,33%	293,73	315,31	327,62	341,14	372,62
7,08%	309,37	333,36	347,13	362,32	397,97

## Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

EBIT-Marge ab 2024e

WACC	8,60%	8,85%	<b>9,10%</b>	9,35%	9,60%
8,08%	260,59	269,75	278,91	288,07	297,23
7,83%	274,27	284,00	293,72	303,45	313,17
<b>7,58%</b>	289,21	299,55	<b>309,89</b>	320,24	330,58
7,33%	305,57	316,59	327,62	338,64	349,66
7,08%	323,58	335,35	347,13	358,90	370,68

G&V (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	<b>420,6</b>	<b>544,2</b>	<b>542,2</b>	<b>633,4</b>	<b>702,0</b>	<b>770,4</b>
Bestandsveränderungen	6,2	1,0	0,5	5,0	2,0	1,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>426,8</b>	<b>545,2</b>	<b>542,6</b>	<b>638,4</b>	<b>704,0</b>	<b>771,4</b>
Materialaufwand	321,6	415,1	405,8	460,0	505,7	549,9
<b>Rohertrag</b>	<b>105,2</b>	<b>130,1</b>	<b>136,8</b>	<b>178,4</b>	<b>198,3</b>	<b>221,5</b>
Personalaufwendungen	34,8	46,2	47,8	53,6	56,1	59,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	43,2	53,5	55,6	72,3	76,6	82,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>27,2</b>	<b>30,5</b>	<b>33,4</b>	<b>52,5</b>	<b>65,7</b>	<b>79,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	6,8	10,0	10,4	12,0	13,6	13,9
<b>EBITA</b>	<b>20,4</b>	<b>20,5</b>	<b>23,0</b>	<b>40,5</b>	<b>52,1</b>	<b>65,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
<b>EBIT</b>	<b>20,0</b>	<b>20,1</b>	<b>22,5</b>	<b>39,9</b>	<b>51,4</b>	<b>65,1</b>
Finanzergebnis	-0,3	-4,9	0,0	-7,0	-5,5	-5,1
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>19,8</b>	<b>15,2</b>	<b>22,4</b>	<b>32,9</b>	<b>46,0</b>	<b>60,0</b>
Außerordentliches Ergebnis	-1,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>17,8</b>	<b>15,1</b>	<b>22,4</b>	<b>32,9</b>	<b>46,0</b>	<b>60,0</b>
EE-Steuern	1,7	2,1	3,0	4,9	6,9	9,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	16,1	13,0	19,4	28,0	39,1	51,0
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>16,1</b>	<b>13,0</b>	<b>19,4</b>	<b>28,0</b>	<b>39,1</b>	<b>51,0</b>
Anteile Dritter	0,0	-0,5	-0,5	8,9	12,2	14,5
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>16,1</b>	<b>13,5</b>	<b>19,9</b>	<b>19,1</b>	<b>26,9</b>	<b>36,5</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Hochdorf Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	1,5%	0,2%	0,1%	0,8%	0,3%	0,1%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>101,5%</b>	<b>100,2%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,8%</b>	<b>100,3%</b>	<b>100,1%</b>
Materialaufwand	76,5%	76,3%	74,9%	72,6%	72,0%	71,4%
<b>Rohertrag</b>	<b>25,0%</b>	<b>23,9%</b>	<b>25,2%</b>	<b>28,2%</b>	<b>28,3%</b>	<b>28,8%</b>
Personalaufwendungen	8,3%	8,5%	8,8%	8,5%	8,0%	7,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,3%	9,8%	10,3%	11,4%	10,9%	10,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>6,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,4%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,6%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,8%
<b>EBITA</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>	<b>6,4%</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,6%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,5%</b>
Finanzergebnis	-0,1%	-0,9%	0,0%	-1,1%	-0,8%	-0,7%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,7%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,8%</b>
Außerordentliches Ergebnis	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,8%</b>
EE-Steuern	0,4%	0,4%	0,5%	0,8%	1,0%	1,2%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,8%	2,4%	3,6%	4,4%	5,6%	6,6%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,6%</b>
Anteile Dritter	0,0%	-0,1%	-0,1%	1,4%	1,7%	1,9%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,7%</b>

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

Bilanz (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,5	2,0	2,4	2,2	1,9	1,5
Sachanlagen	152,4	169,7	203,0	265,5	275,5	279,6
Finanzanlagen	10,0	10,7	12,1	12,1	12,1	12,1
<b>Anlagevermögen</b>	<b>164,0</b>	<b>182,3</b>	<b>217,5</b>	<b>279,8</b>	<b>289,5</b>	<b>293,2</b>
Vorräte	47,9	49,0	49,8	60,3	63,8	70,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	59,6	49,0	58,9	60,7	67,3	73,9
Liquide Mittel	46,4	43,0	67,7	11,8	21,0	42,9
Sonstige Vermögensgegenstände	13,2	17,0	31,7	31,7	32,4	33,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>167,1</b>	<b>158,1</b>	<b>208,0</b>	<b>164,5</b>	<b>184,5</b>	<b>220,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>331,1</b>	<b>340,4</b>	<b>425,5</b>	<b>444,2</b>	<b>474,0</b>	<b>513,2</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>136,1</b>	<b>184,6</b>	<b>32,2</b>	<b>264,1</b>	<b>279,4</b>	<b>302,1</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>13,6</b>	<b>22,5</b>	<b>34,7</b>	<b>49,2</b>
Rückstellungen	11,4	11,2	14,0	14,0	14,0	14,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	93,2	64,4	289,7	68,4	65,1	61,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	67,0	52,9	58,6	65,9	71,2	76,0
Sonstige Verbindlichkeiten	16,3	19,2	17,4	9,3	9,5	9,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>187,9</b>	<b>147,6</b>	<b>379,7</b>	<b>157,6</b>	<b>159,8</b>	<b>161,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>331,1</b>	<b>340,4</b>	<b>425,5</b>	<b>444,2</b>	<b>474,0</b>	<b>513,2</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hochdorf Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,3%
Sachanlagen	46,0%	49,9%	47,7%	59,8%	58,1%	54,5%
Finanzanlagen	3,0%	3,1%	2,8%	2,7%	2,6%	2,4%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>49,5%</b>	<b>53,6%</b>	<b>51,1%</b>	<b>63,0%</b>	<b>61,1%</b>	<b>57,1%</b>
Vorräte	14,5%	14,4%	11,7%	13,6%	13,5%	13,6%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,0%	14,4%	13,8%	13,7%	14,2%	14,4%
Liquide Mittel	14,0%	12,6%	15,9%	2,7%	4,4%	8,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	4,0%	5,0%	7,4%	7,1%	6,8%	6,5%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>50,5%</b>	<b>46,4%</b>	<b>48,9%</b>	<b>37,0%</b>	<b>38,9%</b>	<b>42,9%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>41,1%</b>	<b>54,2%</b>	<b>7,6%</b>	<b>59,5%</b>	<b>58,9%</b>	<b>58,9%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,6%</b>
Rückstellungen	3,5%	3,3%	3,3%	3,2%	3,0%	2,7%
Zinstragende Verbindlichkeiten	28,2%	18,9%	68,1%	15,4%	13,7%	12,1%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,9%	5,6%	4,1%	2,1%	2,0%	1,9%
Sonstige Verbindlichkeiten	56,8%	43,4%	89,2%	35,5%	33,7%	31,5%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>56,8%</b>	<b>43,4%</b>	<b>89,2%</b>	<b>35,5%</b>	<b>33,7%</b>	<b>31,5%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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



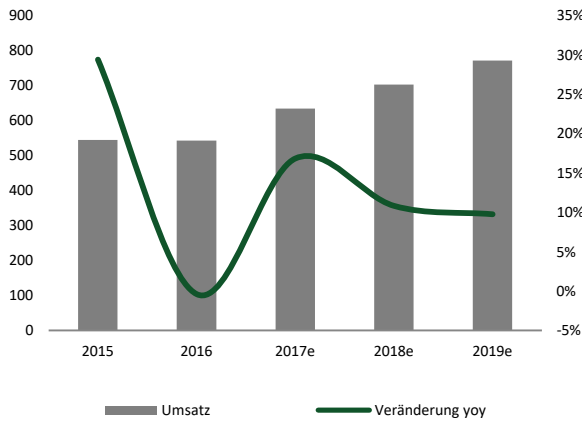
Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	16,1	13,0	19,4	28,0	39,1	51,0
Abschreibung Anlagevermögen	6,8	10,0	10,4	12,0	13,6	13,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	5,9	0,5	2,8	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,0	0,0	0,2	-8,5	-5,0	-3,0
<b>Cash Flow</b>	<b>32,2</b>	<b>23,8</b>	<b>33,4</b>	<b>32,1</b>	<b>48,3</b>	<b>62,7</b>
Veränderung Working Capital	-11,7	-4,8	-9,1	-5,0	-4,8	-8,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>20,5</b>	<b>19,0</b>	<b>24,2</b>	<b>27,1</b>	<b>43,5</b>	<b>54,7</b>
CAPEX	-18,4	-23,0	-43,2	-52,4	-24,0	-18,4
Sonstiges	-14,0	0,2	-14,6	-22,5	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-32,4</b>	<b>-22,7</b>	<b>-57,7</b>	<b>-74,9</b>	<b>-24,0</b>	<b>-18,4</b>
Dividendenzahlung	-2,8	-4,1	-5,2	-5,4	-7,1	-11,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,7	-36,7	65,2	-221,3	-3,3	-3,2
Sonstiges	8,2	41,8	-1,9	218,6	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0</b>	<b>58,1</b>	<b>-8,1</b>	<b>-10,4</b>	<b>-14,4</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,3	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>24,6</b>	<b>-55,9</b>	<b>9,2</b>	<b>21,9</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>46,4</b>	<b>43,0</b>	<b>67,7</b>	<b>11,8</b>	<b>21,0</b>	<b>42,9</b>

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

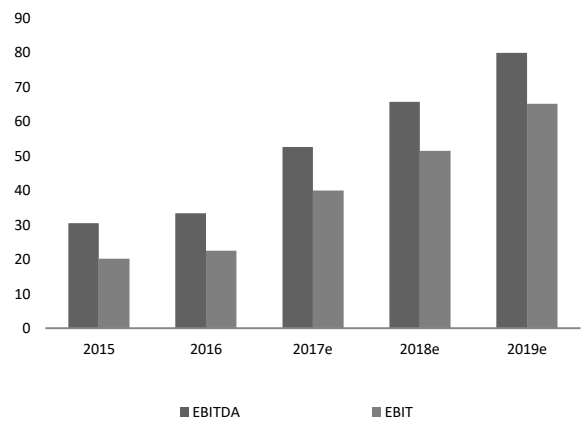
Kennzahlen Hochdorf Holding AG	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	25,0%	23,9%	25,2%	28,2%	28,3%	28,8%
EBITDA-Marge (%)	6,5%	5,6%	6,2%	8,3%	9,4%	10,4%
EBIT-Marge (%)	4,8%	3,7%	4,1%	6,3%	7,3%	8,5%
EBT-Marge (%)	4,2%	2,8%	4,1%	5,2%	6,5%	7,8%
Netto-Umsatzrendite (%)	3,8%	2,4%	3,6%	4,4%	5,6%	6,6%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	11,4%	9,5%	8,9%	12,5%	14,1%	17,2%
ROE (%)	15,6%	9,4%	10,3%	41,6%	9,4%	11,6%
ROA (%)	4,9%	4,0%	4,7%	4,3%	5,7%	7,1%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	57,7	32,5	236,0	70,6	58,1	33,0
Net Debt / EBITDA	2,1	1,1	7,1	1,3	0,9	0,4
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,4	0,2	5,2	0,2	0,2	0,1
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	2,1	-4,0	-18,9	-25,3	19,6	36,3
Capex / Umsatz (%)	4%	4%	8%	8%	3%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	9%	8%	10%	10%	10%	10%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	1,8	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	28,4	25,3	23,1	14,7	11,7	9,7
EV/EBIT	38,6	38,3	34,4	19,3	15,0	11,9
EV/FCF	361,9	-	-	-	39,4	21,2
KGV	14,8	22,0	18,3	19,1	13,6	10,0
P/B	2,7	2,0	11,5	1,4	1,3	1,2
Dividendenrendite	1,4%	1,4%	1,5%	1,9%	3,1%	3,9%

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

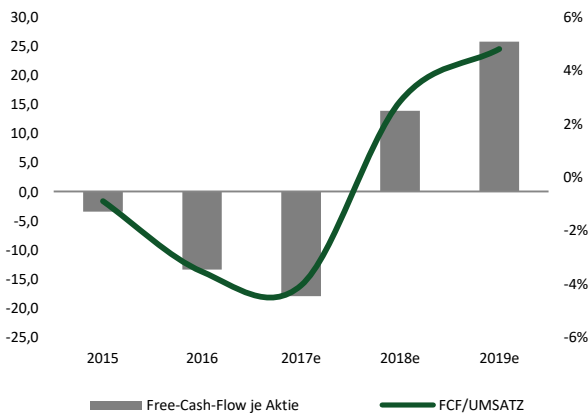
Umsatzentwicklung



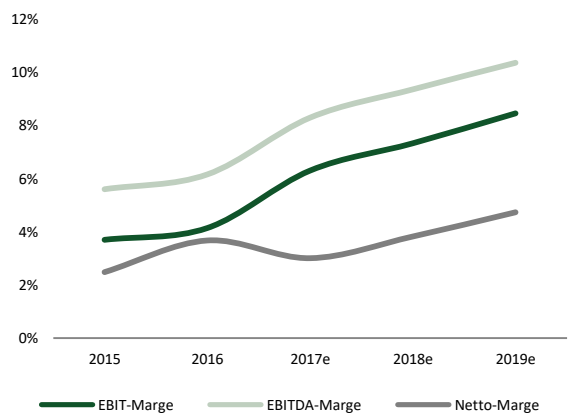
Ergebnisentwicklung



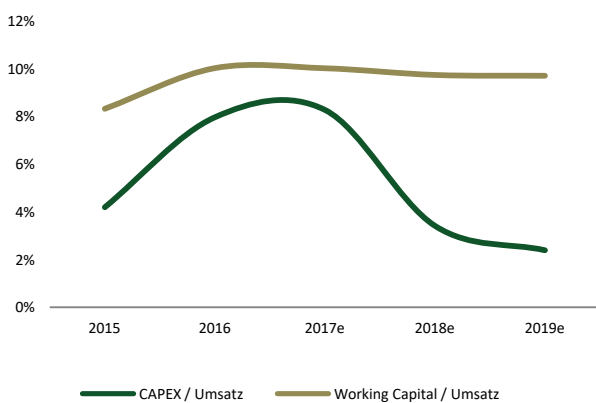
Free-Cash-Flow Entwicklung



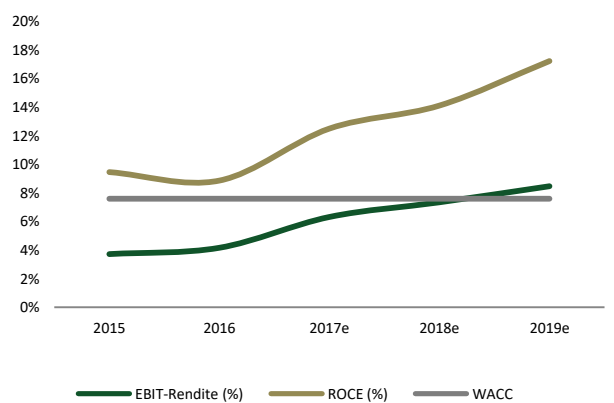
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

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

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

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

### Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 07.09.2017):

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

### Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 07.09.2017):

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

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

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

### Bedeutung des Anlageurteils:

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

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

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

### Zuständige Aufsichtsbehörde:

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

### Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10  
20095 Hamburg  
www.montega.de  
Tel: +49 40 4 1111 37 80

## Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	16.04.2015	134,80	220,00	+63%
Kaufen	20.05.2015	160,10	220,00	+37%
Kaufen	19.08.2015	155,90	220,00	+41%
Kaufen	01.10.2015	155,10	220,00	+42%
Kaufen	27.11.2015	175,00	230,00	+31%
Kaufen	28.01.2016	168,10	230,00	+37%
Halten	12.04.2016	198,00	215,00	+9%
Halten	11.08.2016	202,00	215,00	+6%
Halten	27.09.2016	272,00	260,00	-4%
Kaufen	07.11.2016	284,00	325,00	+14%
Halten	26.01.2017	323,25	335,00	+4%
Halten	15.03.2017	310,25	340,00	+10%
Kaufen	07.09.2017	258,25	310,00	+20%