

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

**Kursziel:** 115,00 CHF

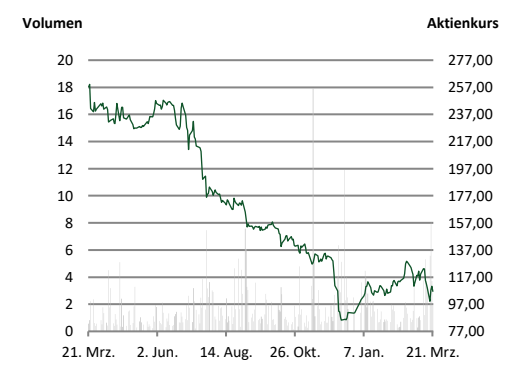
**Kurspotenzial:** -4 Prozent

**Aktien­daten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	120,00 CHF
Aktienanzahl (in Mio.)	1,43
Marktkap. (in Mio. CHF)	172,2
Enterprise Value (in Mio. CHF)	357,4
Ticker	HOCN
ISIN	CH0024666528

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in CHF)	306,50
52 Wochen-Tief (in CHF)	94,10
3 M relativ zum SPI	+3,6%
6 M relativ zum SPI	-33,3%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	65,0%
ZMP Invest	14,5%
Gebrüder Maurer	11,1%
Fam. Weiss / Innovent	5,4%
Stichting General Holdings	4,1%

**Termine**

Generalversammlung 12. April 2019

**Prognoseanpassung**

	2019e	2020e	2021e
Umsatz (alt)	640,7	707,8	722,7
Δ in %	-11,0%	-15,2%	-13,5%
EBIT (alt)	45,6	58,7	61,4
Δ in %	-42,1%	-43,9%	-30,0%
EPS (alt)	18,96	23,37	25,36
Δ in %	-48,0%	-56,8%	-49,4%

**Analyst**

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

**Publikation**

Comment 22. März 2019

**Gründe für enttäuschendes 2018 werden sich auch auf das aktuelle Geschäftsjahr auswirken**

Hochdorf hat am Dienstag seinen Geschäftsbericht 2018 veröffentlicht und seine im Dezember reduzierten Gesamtjahresziele erreicht. Aufgrund diverser negativer Einflussfaktoren lagen jedoch Umsatz und Ergebnis deutlich unter den Vorjahreswerten. Zudem verzichtete das Unternehmen vor dem Hintergrund einer anhaltend sehr geringen Visibilität auf eine Umsatz- und Ergebnisprognose für 2019.

**Umsatz erreicht reduzierten Zielkorridor:** Mit 561,0 Mio. CHF erreichte Hochdorf die avisierte Umsatz-Bandbreite von 540 bis 570 Mio. CHF. Trotz leicht gestiegener verarbeiteter Flüssigmengen (+1,7%) musste jedoch aufgrund einer deutlichen Abnahme der produzierten Menge (141.380 Tonnen, -24,2%) ein nennenswerter Rückgang (-6,6%) gegenüber dem Vorjahreswert hingenommen werden. Ursächlich war das anhaltend schwierige Milchgeschäft, das zu einem um 12,5% gesunkenen Umsatz im Bereich Dairy Ingredients führte. Getrieben von höher als erwarteten Erlösen bei Bimbosan und trotz deutlicher Einbußen in China sowie einer enttäuschenden Entwicklung bei Pharmalys stiegen die Umsätze im Bereich Baby Care um 4,3% auf 176,0 Mio. CHF. Das Segment Cereals & Ingredients lag mit 30,7 Mio. CHF 15,0% über dem Vorjahreswert.

**EBIT lediglich am unteren Ende der reduzierten Bandbreite:** Ein niedrigeres Ergebnis bei Pharmalys, fehlende Umsatzbeiträge des attraktiven China-Geschäftes sowie Verspätungen bei der neuen Sprühturmlinie T9 führten zusammen mit der deutlich höheren Wettbewerbsintensität im Bereich Dairy Ingredients zu signifikanten Ergebniseinbußen. Zusätzlich wurde das EBIT durch den Einmaleffekt des Verkaufs der Hochdorf Baltic Milk mit 2,9 Mio. CHF negativ belastet. In Summe fiel das operative Ergebnis um 56,2% auf 18,6 Mio. CHF.

**Dividende unverändert:** Trotz des enttäuschenden Geschäftsjahres plant das Unternehmen, der Generalversammlung eine unveränderte Dividende i.H.v. 4,00 CHF pro Aktie vorzuschlagen, womit das Vertrauen in die festgelegte Strategie und deren erfolgreiche Umsetzung zum Ausdruck gebracht werden soll.

**Keine Ziele für 2019 kommuniziert:** Aufgrund der anhaltend geringen Visibilität z.B. durch die Auswirkungen der Nachfolgeregelung des „Schoggigesetzes“, die Entwicklung des Markenregistrierungsprozesses in China oder die Zukunft der Uckermärker Milch GmbH, verzichtete Hochdorf zum jetzigen Zeitpunkt auf die Kommunikation von Zielen für 2019. Wir haben vor diesem Hintergrund unsere Annahmen für das laufende und die folgenden Jahre gesenkt, um den diversen Herausforderungen in den verschiedenen Bereichen Rechnung zu tragen.

**Fazit:** Nach einem enttäuschenden Geschäftsjahr 2018 wird auch 2019 operativ mit vielen Problemen behaftet sein, die das Unternehmen in den nächsten Monaten lösen muss und die den Newsflow bestimmen sollten. Da wir hieraus kurzfristig keine positiven Katalysatoren für den Aktienkurs erwarten, stufen wir die Aktie mit einem neuen Kursziel von 115,00 CHF (zuvor: 150,00 CHF) von Kaufen auf Halten herab.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	600,5	561,0	570,0	600,0	625,0
Veränderung yoy	10,9%	-6,6%	1,6%	5,3%	4,2%
EBITDA	55,7	35,9	44,5	51,2	62,0
EBIT	42,6	18,6	26,4	32,9	43,0
Jahresüberschuss	25,9	2,8	13,8	14,2	18,0
Rohertagsmarge	28,6%	30,1%	30,2%	30,7%	31,8%
EBITDA-Marge	9,3%	6,4%	7,8%	8,5%	9,9%
EBIT-Marge	7,1%	3,3%	4,6%	5,5%	6,9%
Net Debt	101,8	176,3	184,8	184,7	176,6
Net Debt/EBITDA	1,8	4,9	4,2	3,6	2,8
ROCE	12,3%	4,3%	5,7%	7,1%	9,3%
EPS	18,43	2,02	9,85	10,10	12,84
FCF je Aktie	-59,00	-83,13	-0,01	6,78	13,33
Dividende	4,00	4,00	4,50	5,00	5,50
Dividendenrendite	3,3%	3,3%	3,8%	4,2%	4,6%
EV/Umsatz	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	6,4	10,0	8,0	7,0	5,8
EV/EBIT	8,4	19,2	13,5	10,8	8,3
KGV	6,5	59,4	12,2	11,9	9,3
P/B	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. CHF, EPS in CHF Kurs: 120,00

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Hochdorf Gruppe ist eines der führenden Schweizer Unternehmen der Nahrungsmittelindustrie. Kernkompetenz ist die Herstellung von hochwertigen Lebensmitteln und Inhaltsstoffen aus Milch und Weizenkeimen mittels Trocknung, Veredelung und Mischung. In der Produktion von Milchpulver liegen dabei die Wurzeln des Unternehmens. Bereits seit über hundert Jahren wird darüber hinaus Babynahrung auf Milchbasis gefertigt. Die Hauptproduktionsstätten sind am Heimatstandort Hochdorf sowie in Sulgen (Schweiz) angesiedelt. Des Weiteren verfügt das Unternehmen mit einem Milchwerk 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. 35% Schweiz / ca. 37% Europa / ca. 27% Afrika und Naher Osten / ca. 1% Asien</li> </ul>
<b>Key Facts</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Verarbeitete Menge (Milch, Molke, Permeat): ca. 660.000 t</li> <li>▪ Produzierte Menge: ca. 140.000 t</li> <li>▪ Umsatzsplit nach Produktgruppen: ca. 64% Milchderivate / ca. 32% Babynahrung / ca. 5% Weizenkeime und Spezialitäten</li> </ul>

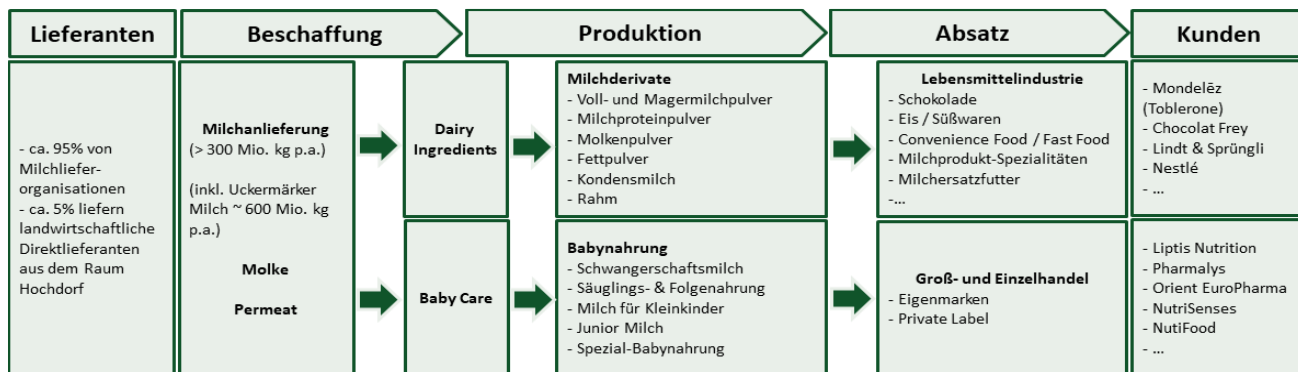
Quelle: Unternehmen

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
- 2018** 100%ige Übernahme des Schweizer Familienunternehmens Bimbosan
- 2018** Verkauf des Milchpulverwerks in Litauen

**Food Chain**

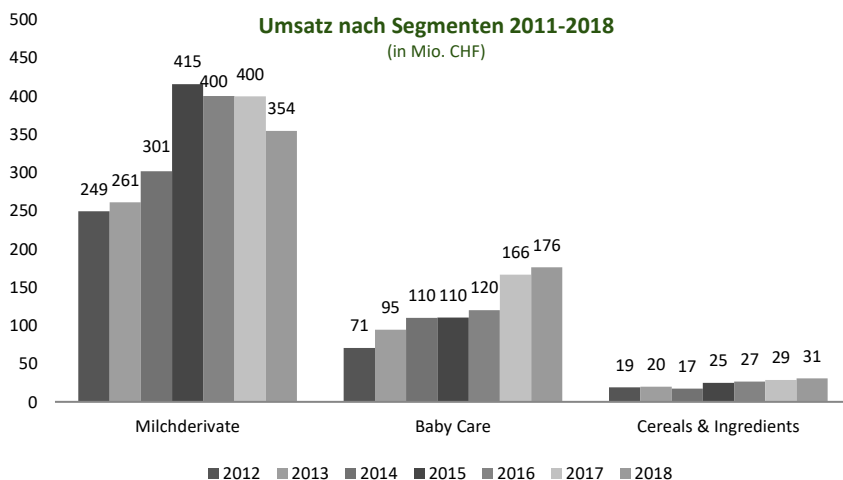
Die nachfolgende Grafik fasst die wesentlichen Punkte der Wertschöpfungskette des Unternehmens sowie die wichtigsten Beschaffungs- und Absatzmärkte zusammen.



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 64% 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. 32% 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.

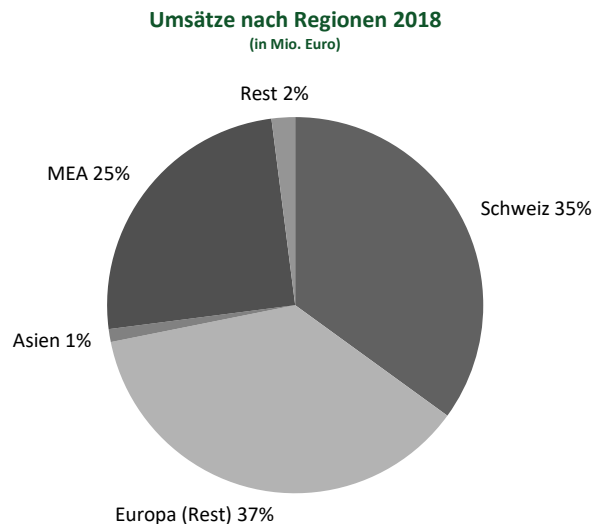
Der Bereich **Baby Care** befasst sich mit der Herstellung von Premium-Babynahrung aus Milch. Das Sortiment deckt alle Altersstufen ab und umfasst neben Nahrung für

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 Phormalys 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 (37%). 25% entfallen auf Afrika, den Nahen Osten sowie Asien. Nord- und Südamerika und übrige Regionen machen nur einen geringen Teil aus (3%).



Quelle: Unternehmen

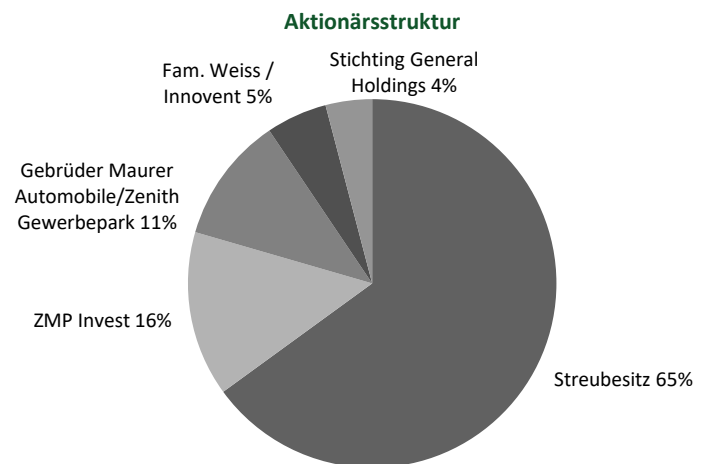
**Management**

**Dr. Peter Pfeilschifter** ist Managing Director des Bereichs Dairy Ingredients und übernahm am 12. März 2019 nach dem Ausscheiden von Thomas Eisenring, der seit April 2013 CEO der Hochdorf Gruppe war, interimsmäßig die Aufgaben des Vorstandsvorsitzenden.

**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	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>570,0</b>	<b>600,0</b>	<b>625,0</b>	<b>640,6</b>	<b>659,8</b>	<b>686,2</b>	<b>706,8</b>	<b>724,5</b>
Veränderung	1,6%	5,3%	4,2%	2,5%	3,0%	4,0%	3,0%	2,5%
<b>EBIT</b>	<b>26,4</b>	<b>32,9</b>	<b>43,0</b>	<b>49,1</b>	<b>52,8</b>	<b>51,5</b>	<b>51,6</b>	<b>47,1</b>
EBIT-Marge	4,6%	5,5%	6,9%	7,7%	8,0%	7,5%	7,3%	6,5%
<b>NOPAT</b>	<b>21,9</b>	<b>27,3</b>	<b>35,7</b>	<b>41,3</b>	<b>44,3</b>	<b>43,2</b>	<b>43,3</b>	<b>39,6</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>18,1</b>	<b>18,3</b>	<b>19,0</b>	<b>19,0</b>	<b>19,6</b>	<b>20,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,2</b>
in % vom Umsatz	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,8%	2,1%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	-5,3	2,2	1,8	-2,0	0,3	-1,8	-0,5	0,3
- Investitionen	-18,4	-20,4	-20,4	-20,4	-14,5	-15,1	-15,6	-15,2
Investitionsquote	3,2%	3,4%	3,3%	3,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%
<b>Übriges</b>	<b>-6,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-20,0</b>	<b>-22,0</b>	<b>-24,0</b>	<b>-26,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>10,1</b>	<b>17,7</b>	<b>21,4</b>	<b>23,2</b>	<b>29,3</b>	<b>25,4</b>	<b>16,6</b>	<b>14,3</b>
<b>WACC</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>
Present Value	9,4	15,2	17,1	17,1	20,0	16,1	9,7	128,6
<b>Kumuliert</b>	<b>9,4</b>	<b>24,6</b>	<b>41,7</b>	<b>58,8</b>	<b>78,8</b>	<b>94,9</b>	<b>104,6</b>	<b>233,3</b>

## Wertermittlung (Mio. CHF)

Total present value (Tpv)	233,3
Terminal Value	128,6
Anteil vom Tpv-Wert	55%
Verbindlichkeiten	16,1
Liquide Mittel	30,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>248,0</b>

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2019-2022	4,0%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2019-2024	3,8%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2026	2,5%
EBIT-Marge	2019-2022	6,2%
EBIT-Marge	2019-2024	6,7%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2026	6,5%

Aktienzahl (Mio.) 2,15

**Wert je Aktie (CHF) 115,22****+Upside / -Downside -4%**

Aktienkurs (CHF) 120,00

## Modellparameter

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

Beta 1,25

WACC 8,0%

ewiges Wachstum 2,0%

Quelle: Montega

## Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,75%
8,54%	102,32	105,83	107,79	109,90	114,68
8,29%	105,36	109,21	111,36	113,69	118,99
<b>8,04%</b>	108,62	112,85	<b>115,22</b>	117,80	123,69
7,79%	112,12	116,78	119,40	122,27	128,85
7,54%	115,90	121,04	123,96	127,15	134,53

## Sensitivität Wert je Aktie (CHF)

EBIT-Marge ab 2026e

WACC	6,00%	6,25%	<b>6,50%</b>	6,75%	7,00%
8,54%	96,50	102,14	107,79	113,44	119,08
8,29%	99,40	105,38	111,36	117,34	123,32
<b>8,04%</b>	102,54	108,88	<b>115,22</b>	121,56	127,90
7,79%	105,93	112,67	119,40	126,14	132,88
7,54%	109,61	116,78	123,96	131,13	138,30

G&V (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>541,6</b>	<b>600,5</b>	<b>561,0</b>	<b>570,0</b>	<b>600,0</b>	<b>625,0</b>
Bestandsveränderungen	0,5	2,8	9,1	5,0	6,0	7,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>542,1</b>	<b>603,3</b>	<b>570,1</b>	<b>575,0</b>	<b>606,0</b>	<b>632,0</b>
Materialaufwand	405,8	431,6	401,0	403,0	422,0	433,0
<b>Rohrertrag</b>	<b>136,2</b>	<b>171,7</b>	<b>169,1</b>	<b>172,0</b>	<b>184,0</b>	<b>199,0</b>
Personalaufwendungen	47,8	51,0	53,0	53,5	57,0	59,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	55,6	65,4	83,0	75,0	77,0	80,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,6	0,4	2,7	1,0	1,2	2,0
<b>EBITDA</b>	<b>33,4</b>	<b>55,7</b>	<b>35,9</b>	<b>44,5</b>	<b>51,2</b>	<b>62,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	10,4	12,3	13,0	16,9	17,3	18,0
<b>EBITA</b>	<b>23,0</b>	<b>43,4</b>	<b>22,9</b>	<b>27,6</b>	<b>33,9</b>	<b>44,0</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,8	1,4	1,2	1,0	1,0
<b>EBIT</b>	<b>22,5</b>	<b>42,6</b>	<b>18,6</b>	<b>26,4</b>	<b>32,9</b>	<b>43,0</b>
Finanzergebnis	0,0	3,3	-8,1	-1,9	-3,8	-3,2
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>22,4</b>	<b>45,9</b>	<b>10,5</b>	<b>24,5</b>	<b>29,1</b>	<b>39,8</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>22,4</b>	<b>45,9</b>	<b>10,4</b>	<b>24,5</b>	<b>29,1</b>	<b>39,8</b>
EE-Steuern	3,0	5,0	1,7	4,2	5,0	6,8
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	19,4	40,8	8,7	20,3	24,2	33,0
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>19,4</b>	<b>40,8</b>	<b>8,7</b>	<b>20,3</b>	<b>24,2</b>	<b>33,0</b>
Anteile Dritter	-0,5	15,0	5,8	6,5	10,0	15,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>19,9</b>	<b>25,9</b>	<b>2,8</b>	<b>13,8</b>	<b>14,2</b>	<b>18,0</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Hochdorf Holding AG	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,1%	0,5%	1,6%	0,9%	1,0%	1,1%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,5%</b>	<b>101,6%</b>	<b>100,9%</b>	<b>101,0%</b>	<b>101,1%</b>
Materialaufwand	74,9%	71,9%	71,5%	70,7%	70,3%	69,3%
<b>Rohrertrag</b>	<b>25,2%</b>	<b>28,6%</b>	<b>30,1%</b>	<b>30,2%</b>	<b>30,7%</b>	<b>31,8%</b>
Personalaufwendungen	8,8%	8,5%	9,4%	9,4%	9,5%	9,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	10,3%	10,9%	14,8%	13,2%	12,8%	12,8%
Sonstige betriebliche Erträge	0,1%	0,1%	0,5%	0,2%	0,2%	0,3%
<b>EBITDA</b>	<b>6,2%</b>	<b>9,3%</b>	<b>6,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,9%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9%	2,1%	2,3%	3,0%	2,9%	2,9%
<b>EBITA</b>	<b>4,2%</b>	<b>7,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,7%</b>	<b>7,0%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>4,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>5,5%</b>	<b>6,9%</b>
Finanzergebnis	0,0%	0,5%	-1,5%	-0,3%	-0,6%	-0,5%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,4%</b>
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>4,1%</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,4%</b>
EE-Steuern	0,5%	0,8%	0,3%	0,7%	0,8%	1,1%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,6%	6,8%	1,5%	3,6%	4,0%	5,3%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,6%</b>	<b>6,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,3%</b>
Anteile Dritter	-0,1%	2,5%	1,0%	1,1%	1,7%	2,4%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,3%</b>	<b>0,5%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,9%</b>

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

Bilanz (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	5,8	5,0	4,2	3,6	3,0
Sachanlagen	203,0	285,0	301,8	302,9	305,7	307,7
Finanzanlagen	12,1	12,8	14,9	14,9	14,9	14,9
<b>Anlagevermögen</b>	<b>217,5</b>	<b>303,6</b>	<b>321,7</b>	<b>322,0</b>	<b>324,2</b>	<b>325,6</b>
Vorräte	49,8	55,4	67,4	76,0	75,0	78,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	58,9	81,5	70,5	75,0	75,6	71,9
Liquide Mittel	67,7	63,9	30,8	18,2	14,1	18,4
Sonstige Vermögensgegenstände	31,7	77,9	84,9	85,6	86,3	87,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>208,0</b>	<b>278,7</b>	<b>253,5</b>	<b>254,8</b>	<b>251,1</b>	<b>255,5</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>425,5</b>	<b>582,3</b>	<b>575,2</b>	<b>576,8</b>	<b>575,2</b>	<b>581,0</b>
<b>PASSIVA</b>						
<b>Eigenkapital</b>	<b>32,2</b>	<b>280,2</b>	<b>253,3</b>	<b>245,0</b>	<b>235,8</b>	<b>229,6</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>13,6</b>	<b>29,1</b>	<b>27,5</b>	<b>34,0</b>	<b>44,0</b>	<b>59,0</b>
Rückstellungen	14,0	17,4	18,6	18,8	19,1	19,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	289,7	148,2	188,5	184,1	179,8	175,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	58,6	74,8	59,3	67,2	69,0	70,2
Sonstige Verbindlichkeiten	17,4	32,5	28,0	27,7	27,5	27,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>379,7</b>	<b>273,0</b>	<b>294,4</b>	<b>297,8</b>	<b>295,4</b>	<b>292,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>425,5</b>	<b>582,3</b>	<b>575,2</b>	<b>576,8</b>	<b>575,2</b>	<b>581,0</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Hochdorf Holding AG	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>AKTIVA</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,6%	1,0%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%
Sachanlagen	47,7%	48,9%	52,5%	52,5%	53,1%	53,0%
Finanzanlagen	2,8%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>51,1%</b>	<b>52,1%</b>	<b>55,9%</b>	<b>55,8%</b>	<b>56,4%</b>	<b>56,0%</b>
Vorräte	11,7%	9,5%	11,7%	13,2%	13,0%	13,4%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,8%	14,0%	12,2%	13,0%	13,1%	12,4%
Liquide Mittel	15,9%	11,0%	5,4%	3,1%	2,5%	3,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	7,4%	13,4%	14,8%	14,8%	15,0%	15,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>48,9%</b>	<b>47,9%</b>	<b>44,1%</b>	<b>44,2%</b>	<b>43,6%</b>	<b>44,0%</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>7,6%</b>	<b>48,1%</b>	<b>44,0%</b>	<b>42,5%</b>	<b>41,0%</b>	<b>39,5%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>3,2%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,7%</b>	<b>10,2%</b>
Rückstellungen	3,3%	3,0%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
Zinstragende Verbindlichkeiten	68,1%	25,5%	32,8%	31,9%	31,3%	30,2%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	13,8%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
Sonstige Verbindlichkeiten	4,1%	5,6%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>89,2%</b>	<b>46,9%</b>	<b>51,2%</b>	<b>51,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>50,3%</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)



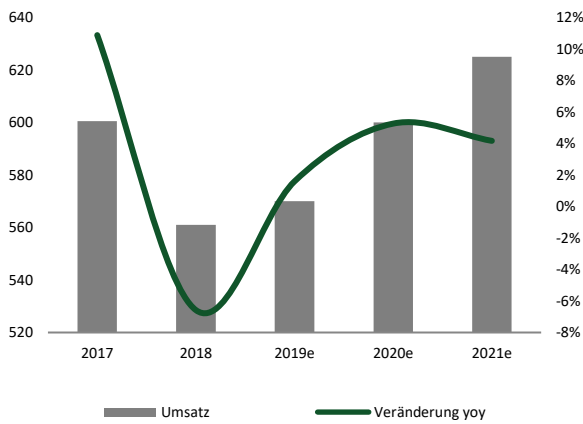
Kapitalflussrechnung (in Mio. CHF) Hochdorf Holding AG	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	19,4	40,8	8,7	20,3	24,2	33,0
Abschreibung Anlagevermögen	10,4	12,3	13,0	16,9	17,3	18,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,8	4,2	1,2	1,0	1,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	2,8	3,4	1,1	0,3	0,3	0,3
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	-3,7	-7,7	-3,0	-5,0	-7,0
<b>Cash Flow</b>	<b>33,4</b>	<b>53,7</b>	<b>19,4</b>	<b>35,7</b>	<b>37,7</b>	<b>45,3</b>
Veränderung Working Capital	-9,1	-47,7	-100,7	-17,3	-7,8	-6,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>24,2</b>	<b>6,0</b>	<b>-81,3</b>	<b>18,4</b>	<b>29,9</b>	<b>39,1</b>
CAPEX	-43,2	-89,0	-35,5	-18,4	-20,4	-20,4
Sonstiges	-14,6	-1,1	-31,7	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-57,7</b>	<b>-90,1</b>	<b>-67,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>-20,4</b>	<b>-20,4</b>
Dividendenzahlung	-5,2	-5,3	-5,6	-8,2	-9,2	-10,3
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	65,2	-116,8	128,6	-4,4	-4,3	-4,2
Sonstiges	-1,9	202,1	-7,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>58,1</b>	<b>79,9</b>	<b>115,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>-13,5</b>	<b>-14,5</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>24,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-32,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>-4,0</b>	<b>4,3</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>67,7</b>	<b>63,9</b>	<b>30,8</b>	<b>18,2</b>	<b>14,1</b>	<b>18,4</b>

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

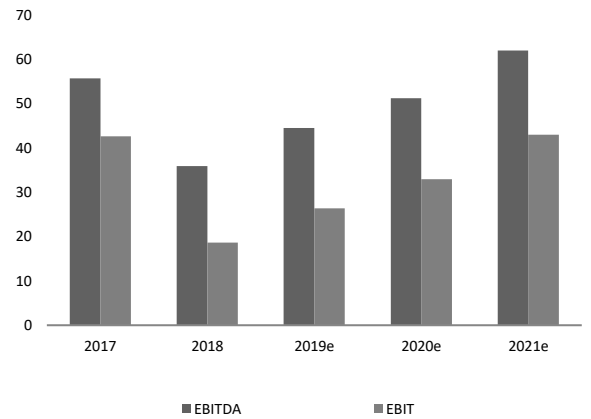
Kennzahlen Hochdorf Holding AG	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Ertragsmargen</b>						
Rohrertragsmarge (%)	25,2%	28,6%	30,1%	30,2%	30,7%	31,8%
EBITDA-Marge (%)	6,2%	9,3%	6,4%	7,8%	8,5%	9,9%
EBIT-Marge (%)	4,1%	7,1%	3,3%	4,6%	5,5%	6,9%
EBT-Marge (%)	4,1%	7,6%	1,9%	4,3%	4,9%	6,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	3,6%	6,8%	1,5%	3,6%	4,0%	5,3%
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	8,9%	12,3%	4,3%	5,7%	7,1%	9,3%
ROE (%)	10,3%	56,5%	0,9%	4,9%	5,1%	6,4%
ROA (%)	4,7%	4,4%	0,5%	2,4%	2,5%	3,1%
<b>Solvenz</b>						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	236,0	101,8	176,3	184,8	184,7	176,6
Net Debt / EBITDA	7,1	1,8	4,9	4,2	3,6	2,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	5,2	0,3	0,6	0,7	0,7	0,6
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-18,9	-83,0	-116,8	0,0	9,5	18,7
Capex / Umsatz (%)	8%	15%	6%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	10%	14%	21%	23%	22%	21%
<b>Bewertung</b>						
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	10,7	6,4	10,0	8,0	7,0	5,8
EV/EBIT	15,9	8,4	19,2	13,5	10,8	8,3
EV/FCF	-	-	-	-	37,5	19,1
KGV	8,5	6,5	59,4	12,2	11,9	9,3
P/B	5,3	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
Dividendenrendite	3,2%	3,3%	3,3%	3,8%	4,2%	4,6%

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

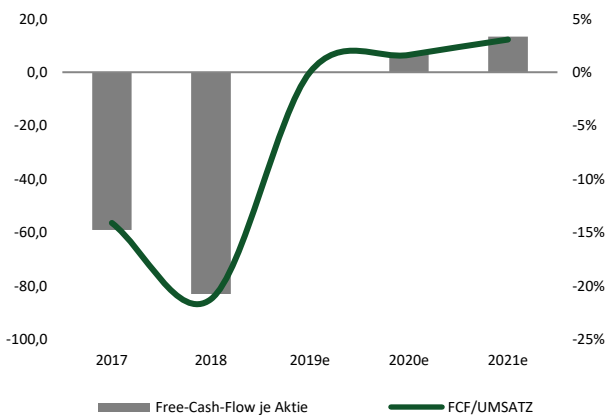
Umsatzentwicklung



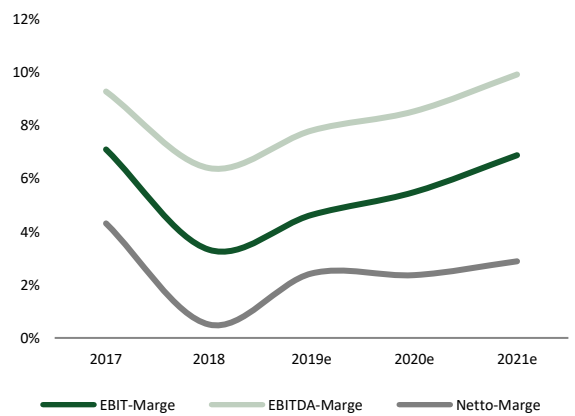
Ergebnisentwicklung



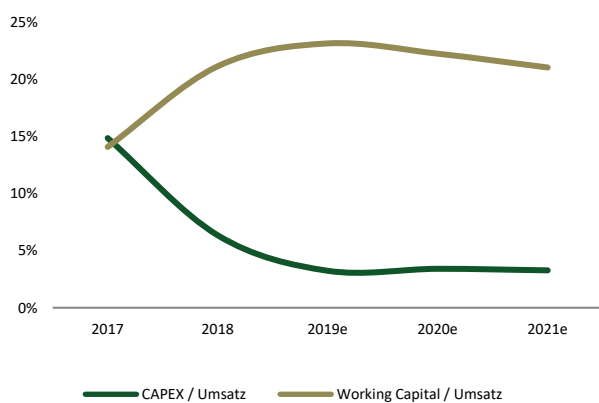
Free-Cash-Flow Entwicklung



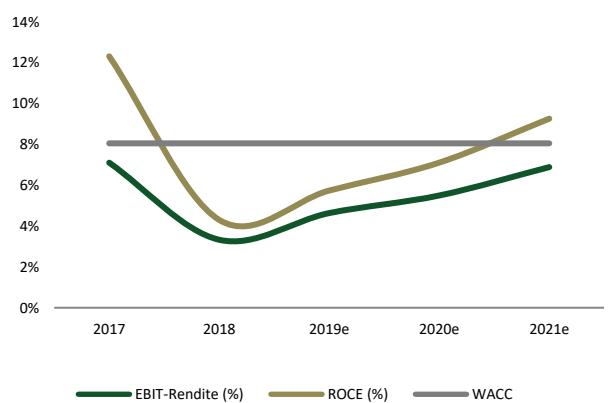
Margenentwicklung



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: 22.03.2019):**

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: 22.03.2019):**

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.

### **Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 22.03.2019):**

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

### **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%
Kaufen	21.09.2017	263,00	310,00	+18%
Kaufen	23.11.2017	260,00	310,00	+19%
Kaufen	09.04.2018	284,00	310,00	+9%
Kaufen	30.05.2018	273,00	325,00	+19%
Kaufen	21.06.2018	277,00	320,00	+16%
Kaufen	30.08.2018	195,00	250,00	+28%
Kaufen	11.12.2018	120,00	150,00	+25%
Halten	22.03.2019	120,00	115,00	-4%