

HOCHDORF Holding AG

Kein Rating

Akquisition für Babynahrung – 1:7 Kapitalerhöhung

20. Oktober 2014

Preis CHF 137.8

Key Figures HOCHDORF (CHF m)

CHF Mio.	2013	2014E	2015E	2016E
Sales	375.9	411.2	602.4	623.4
yoy-change	8.6%	9.4%	46.5%	3.5%
EBITDA	18.1	22.7	28.7	33.3
EBITDA-margin	4.8%	5.5%	4.8%	5.3%
EBIT	10.3	15.0	18.5	21.3
EBIT-margin	2.7%	3.7%	3.1%	3.4%

Equity Valuation at CHF 137.8

CHF Mio.	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	15.3x	17.2x	12.1x	10.0x
EV/Sales	0.4x	0.5x	0.3x	0.2x
EV/EBITDA	7.4x	8.5x	6.5x	3.9x
EV/EBIT	13.0x	12.9x	10.1x	6.0x
Price / Book	0.9x	1.0x	1.0x	0.7x

Net Debt & Equity

CHF Mio.	2013	2014E	2015E	2016E
Net Debt	40	42	37	-22
Equity	104	129	139	199
Equity ratio	43%	46%	44%	60%
Cash Flow	18	15	23	28
CF-Margin	4.8%	2.8%	3.9%	4.6%

Debt figures

CHF Mio.	2013	2014E	2015E	2016E
Net debt / EBITDA	2.2x	1.9x	1.3x	-0.7x
Gearing	39%	33%	27%	-11%
Interest cover	4.7x	6.9x	9.0x	15.2x

Return	2013	2014E	2015E	2016E
ROCE (NOPAT)	7.3%	8.9%	9.1%	10.0%

HOCHDORF (HOCN SW): Chart 2007 - 2014



Research

Remo Rosenau

Research, Tel: +41 44 204 57 30

remo.rosenau@neuehelvetischebank.ch

Im Gegensatz zum traditionellen Milchderivategeschäft in der Schweiz (Umsatzanteil 70%) weist das Babynahrungsgeschäft (25%) der HOCHDORF – v.a. dank den Emerging Markets – eine hohe Wachstumsdynamik im zweistelligen Prozentbereich auf. Hier liegt das Zukunftspotential der Gruppe. Um dieses auszuschöpfen erwirbt HOCHDORF nun 60% der Uckermärker Milch GmbH (u.a.), was mit einer 1:7 Kapitalerhöhung finanziert wird.

Babynahrung wächst rasant: Infolge einiger Skandale mit kontaminierter Babymilch ist in vielen Emerging Markets die Nachfrage nach qualitativ hochwertiger Babynahrung markant gestiegen (China!). Zudem ist die Preissensitivität in diesem Bereich wenig ausgeprägt. Seit 2009 konnte HOCHDORF den Umsatz in diesem Segment von CHF 36.7 Mio. auf CHF 93.3 Mio. steigern. Wir glauben, dass dieser Bereich bis 2016 das Potential hat den Umsatz sogar bis auf CHF 160 Mio. zu steigern. Dies bedingt aber die Verfügbarkeit von zusätzlichen Produktionskapazitäten.

Vollauslastung in der Schweiz per 2015 erreicht: Im Jahre 2011 wurde der neue Turm 8 in Sulgen in Betrieb genommen (Investition CHF 60 Mio.). Dieser war primär für die Produktion von Babynahrung für den Export nach China konzipiert. Wir rechnen aber damit, dass dessen Kapazität von 20'000 Jahrestonnen bis 2015 voll ausgelastet sein wird.

Kauf der Uckermärker Milch GmbH: Aufgrund der bis 2015 erwarteten Vollauslastung bei der Babynahrung übernimmt HOCHDORF 60% der Uckermärker Milch GmbH (Ostdeutschland). Damit gewinnt man 20'000 Tonnen an neuer Kapazität, wovon – nach einer Umrüstung – rund 70% (~14'000 Tonnen) für Babynahrungs-Produktion in preissensitivere Märkte verwendet werden sollen. Zudem werden qualifizierte Minderheiten (je 26%) an der Ostmilch Handels GmbH, sowie an zwei assoziierten Gesellschaften erworben, die bisher Milchlieferanten und Hauptabnehmer der Uckermärker waren. Die Akquisitionen werden unserer Schätzung nach CHF 10-12 Mio. kosten. Zudem wird HOCHDORF bis 2016 noch CHF 10-13 Mio. für Umrüstungen der Produktion auf Babynahrung investieren müssen (mit Beteiligung der Minderheitsgesellschafter).

Kapitalerhöhung: Zur Finanzierung der Akquisition wird eine Kapitalerhöhung im Verhältnis 1:7 durchgeführt (Kapitalzufluss von CHF 16-17 Mio.). Damit kann der Übernahmepreis von CHF 10 Mio. vollumfänglich bezahlt werden, wie auch ein Teil der späteren Umrüstungskosten.

Hohes Wachstum möglich → Attraktive Bewertung 2015e: Das erwartete starke Wachstum in der Babynahrung sollte die Auslastung und den Produktemix der vorhandenen Produktionsanlagen verbessern (mehr Babynahrung, weniger margenschwache Produkte wie Magermilchpulver). In Kombination mit weiteren Effizienzsteigerungen erwarten wir daher steigende Margen, was den Reingewinn von 2013 bis 2015e verdoppeln könnte (von CHF 6 Mio. auf CHF 12 Mio.). Bei Realisierung solcher Zahlen ergibt sich für 2015E (inkl. der 1:7 Kapitalerhöhung) eine attraktive Bewertung (P/E 2015E 12x, EV/EBITDA 6.5x, EV/EBIT 10.1x).



**Neue Strategie mit Fokus auf
Kosten und Wertschöpfung →
Verbesserte Margen**

Hohe Kapitalbindung

**Neue Kapazitäten von 2011
konnten nun ausgelastet werden →
Hoher operativer Hebel**

**Der richtige Produktmix ist
ebenfalls wichtig**

Investment Case

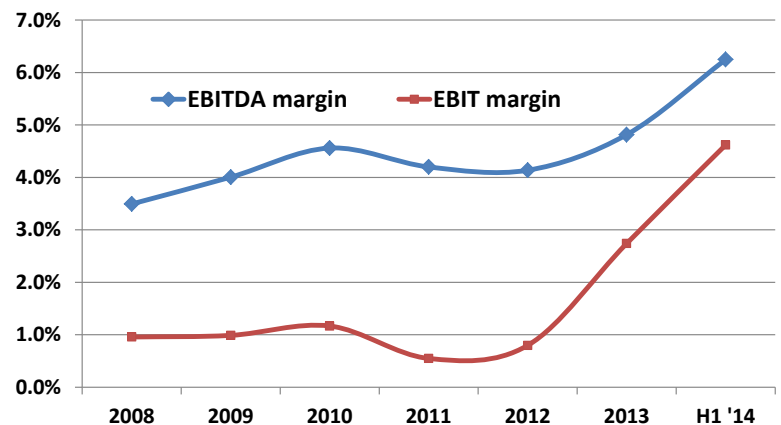
Neuer CEO – Neuer Schwung

Seit Dr. Thomas Eisenring im Juni 2013 als neuer CEO übernommen hat, hat sich die Rentabilität von HOCHDORF schon deutlich verbessert (EBITDA-Marge 2012; 4.1% / 2013; 4.8% / H1 2014; 6.2%). Nach vielen Jahren, in denen man die Kapitalkosten bei Weitem nicht schlagen konnte, werden nun die Prioritäten klar auf eine Verbesserung der Gewinndynamik gelegt. Dies mittels einer rigorosen Durchleuchtung und Reduktion der Betriebskosten sowie einer dedizierten Wertschöpfungsstrategie, die eine Optimierung des Produktmix und eine Straffung des Produkt-Portfolios bewirkt. Damit kann HOCHDORF mit ähnlichen Kapazitätsauslastungen wie früher bessere Margen erzielen. Ein Beispiel für die Förderung von Produkten mit hoher Wertschöpfung ist die Entwicklung von höherwertigen Molkeprodukten (für Details siehe Seite 9). In der Summe sollten sich dadurch die unterliegenden operativen Margen von 2013 bis 2016 um rund 100-150 Basispunkte verbessern lassen (ohne Akquisitionseffekte). Zudem soll das weitere profitable Wachstum im Bereich der Babynahrung gefördert werden, wozu die Akquisition der Uckermärker dienen soll.

Anlageintensiv → hohe Eintrittsbarrieren

Die Produktionsprozesse von HOCHDORF sind energie- und anlageintensiv. Dies verursacht erhebliche Kapitalkosten und tendenziell tiefe Margen. Nach einem Investitionsschub zwischen 2008-2010 (Bau vom Turm 8 in Sulgen) wies man anschliessend grosse freie Kapazitäten für ein signifikantes Wachstum im rentablen Bereich der Babynahrung auf, die man seither auch realisieren konnte. Dank der stetig steigenden Auslastung in diesem Bereich – sowie weiteren Massnahmen – konnte man die Profitabilität nun bereits deutlich steigern (siehe Tabelle 1). Diese Anlageintensität – zusammen mit langjährigen Lieferanten- und Kundenbeziehungen sowie sehr hohen Qualitätsstandards – bilden auch hohe Markt-Eintrittsbarrieren, vor allem für ausländische Anbieter.

Chart 1: Bessere Margen mit höherer Auslastung (Babynahrung)



Quelle: Research Neue Helvetische Bank, HOCHDORF Geschäftsberichte

Hoher operativer Hebel bei steigender Auslastung

HOCHDORF hat von 2008-2011 erhebliche Mittel (CHF 60 Mio.) in den Ausbau der qualitativ höchsten Ansprüchen genügenden Sprühturmlinie 8 in Sulgen (TG) investiert (Produktionskapazität 20'000 Jahrestonnen). Dies namentlich um die erwartete hohe Nachfrage im Babynahrungsgeschäft



Bessere Preise bei Babynahrung

Höchste Qualitätsansprüche & hohe Preise in China → „Swissness“ wichtig

Umsatz seit 2007 → Verzehnfacht!

in China und anderen Emerging Markets befriedigen zu können. Die Linie wurde im Jahre 2010 hochgefahren, war 2011 zu ca. 60%, 2012 zu rund 80% und seit 2013 voll ausgelastet. Allerdings noch nicht mit dem idealen Produktemix, da man 2013 im Turm 8 erst zu rund 70% Babynahrung herstellte (~14'000 Tonnen). Der Rest wurde noch mit tieferwertigen Produkten wie Magermilchpulver „gefüllt“. Trotzdem hatte die erhöhte Kapazitätsauslastung seit 2012 bereits einen deutlich positiven Einfluss auf die Rentabilität der Anlage (operative Hebelwirkung), wie man an der sich verbessernden Rentabilität der Gruppe seit 2012 erkennen kann (siehe Chart 1 oben). Im Jahre 2014 – spätestens aber im Jahre 2015 – dürfte die Nachfrage für Babynahrung aber gross genug sein um die noch zur Verfügung stehenden Produktionskapazitäten von 7'000 Tonnen ebenfalls exklusiv für Babynahrung zu nutzen. Dies sollte einen weiteren positiven Effekt auf die Margen haben, da dieses Produkt deutlich bessere Preise erzielt als beispielsweise Magermilchpulver für den Schweizer Markt. Dies kann man auch in der Tabelle 1 unten erkennen. Während die Babynahrung (welche innerhalb der Nutricare vertrieben wird) einen Umsatz von 6.70 CHF/kg erzielt, liegt der Durchschnitt der Gruppe nur bei 4.20 CHF/kg.

Tabelle 1: Deutlich höhere Preise im Bereich der Babynahrung

Nutricare (Umsatz CHF/kg)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatz (CHF Mio.)	9.5	15.8	16.6	28.2	43.6	70.6	94.5
Vollzeitstellen	n.a.	5.7	9.6	11	14	16	16
Umsatz/Vollzeitst. (CHF Mio.)	n.a.	2.8	1.7	2.6	3.1	4.4	5.9
Durchschnitt der Gruppe		0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0
Nutricare (Umsatz CHF/kg)	4.1	6.5	6.8	5.8	6.1	6.4	6.7
Durchschn. Gruppe (CHF/kg)	5.3	5.0	4.5	3.9	3.7	4.0	4.2

Quelle: HOCHDORF Geschäftsberichte

Babynahrung → Hohes Wachstumspotential!

Rund 58% des Umsatz der HOCHDORF stammt aus der Schweiz, wo aufgrund der hohen Marktanteile nur bescheidene Wachstumsraten möglich sind. Dafür weist das Babynahrungsgeschäft in den Emerging Markets eine sehr hohe Wachstumsdynamik auf. Hier liegt auch das Potential für die Zukunft, was aber weitere Investitionen bedingt.

Bei Babynahrung ist vor allem in China aufgrund unterschiedlicher Skandale im Zusammenhang mit Milchprodukten sowie einer aufstrebenden Mittelschicht ein Trend in Richtung weniger preissensitiver Premium-Produkte erkennbar. In anderen Schwellenländern wie beispielsweise Brasilien oder Mexiko, ist das Wachstum ebenfalls stark, aber der Markt ist preissensitiver als in China. Dafür ist man auch nicht so stark auf die „Swissness“ der Produkte fixiert. Nutricare hat bisher die Babynahrung von HOCHDORF in die Schwellenländer verkauft, insbesondere nach China. Die rasante Entwicklung des Geschäftes seit 2007 ist aus folgender Tabelle ersichtlich.

Tabelle 2: Entwicklung von Nutricare seit 2007

Nutricare	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Umsatz (CHF Mio.)	9.5	15.8	16.6	28.2	43.6	70.6	94.5
Wachstum p.a.	n.m.	67%	5%	70%	55%	62%	34%
Verarbeitete Tonnen	2'343	2'420	2'437	4'899	7'115	11'087	14'007
Wachstum p.a.	n.m.	3%	1%	101%	45%	56%	26%
Exportanteil in %				100%	95%	94%	95.9%

Quelle: HOCHDORF Geschäftsberichte



Kontaminierte Babymilch in China
→ Qualitativ hochstehende
Babynahrung sehr gefragt

Auch Sperrminorität an
Hauptabnehmern erworben

Neue Kapazitäten im EU-Raum für
Babynahrung ausserhalb Chinas

Sehr starkes Wachstum in China

In China wurden in den letzten Jahren einige Skandale mit kontaminierter Babymilch aufgedeckt, die auch tödliche Folgen für Kinder hatten. Hinzu kommt, dass die jahrzehntelange Ein-Kind-Politik in China die Sorgen der Eltern um Ihre Kinder zusätzlich gefördert hat. In diesem Umfeld ist die Qualität des verwendeten Milchpulvers zu einem zentralen Thema geworden, bei zugleich steigender Nachfrage nach Babynahrung, auch aufgrund des steigenden Wohlstands. Die teilweise Lockerung der Ein-Kind-Politik in den grossen Städten über die letzten Jahre (2-Kind-Politik) dürfte die Nachfrage dabei noch zusätzlich steigern.

Alleine in China schätzt man das Marktvolumen zurzeit auf rund 800'000 Tonnen pro Jahr. Das jährliche Wachstum wird dabei auf 60'000 Tonnen geschätzt. Dies sind riesige Ausmasse, wenn man bedenkt, dass HOCHDORF mit den Produktionskapazitäten in Sulgen einen maximalen Ausstoss von ca. 20'000 Tonnen produzieren kann (2013 ~14'000 Tonnen). Mit anderen Worten, konnte man bisher auch bei einer Vollausslastung nur rund 1/3 des jährlichen Wachstums in China abdecken, was einem Marktanteil von ca. 1-3% entsprechen würde (3-5% in ausgewählten lokalen Märkten). Diese Relationen zeigen den grossen operativen Hebel der sich für HOCHDORF bei steigenden Volumen ergibt. Sie machen auch deutlich, wie gross das Wachstumspotential für einen Schweizer Qualitätshersteller in China ist (sowie in anderen Schwellenländern), der für einwandfreie Produkte bürgen kann.

Übernahme der Uckermärker → Förderung Babynahrung

Der Hauptzweck dieser Übernahme ist die Behebung der zu erwartenden Kapazitätsengpässe im Bereich Babynahrung und damit die Sicherung des zukünftigen Wachstums in diesem Segment.

Am 19. September 2014 hat die HOCHDORF-Gruppe die Akquisition von 60% der Uckermärker Milch GmbH sowie je 26% der Ostmilch Handels GmbH, der Ostmilch Handels GmbH & Co. Frischdienst Oberlausitz KG und der Ostmilch Handels GmbH & Co. Frischdienst Magdeburg KG unterzeichnet. Die Ostmilch Handels GmbH war bisher der grösste Zulieferer wie auch Hauptabnehmer der Uckermärker. Mit einer Beteiligung von 26% hat man sich bei strategischen Entscheiden bei der Ostmilch eine Sperrminorität gesichert. Die Ostmilch Handels GmbH bleibt zudem mit einer 40%-Beteiligung an der Uckermärker Milch GmbH beteiligt. Damit wird die HOCHDORF nach der Transaktion de facto rund 70% der Uckermärker Milch GmbH kontrollieren.

Die Akquisition ermöglicht der HOCHDORF den Zugang zu zusätzlichen Produktionskapazitäten von rund 20'000 Jahrestonnen in der Eurozone. Davon sollen – nach einem Umrüstungsprozess – rund 14'000 Tonnen exklusiv für den Export von Babynahrung in preissensitivere Märkte verwendet werden, wo auch die „Swissness“ nicht so zentral ist wie in China. Damit sollte man in der Lage sein die ab 2015 durch das zukünftig zu erwartende Volumenwachstum entstehenden Kapazitätsengpässe im Bereich Babynahrung zu beheben, weil die Kapazitäten in Sulgen (Turm 8) ab dann ausgelastet sein dürften. Der Kaufpreis für die Akquisitionen wird von der NHB auf CHF 10-12 Mio geschätzt (inklusive allen assoziierten Gesellschaften). Zudem wird HOCHDORF dann bis 2016 noch ca. CHF 10-13 Mio für die Umrüstungen der Produktion auf Babynahrung investieren müssen, wobei sich die Minderheitsaktionäre der Uckermärker Milch GmbH an diesen Investitionen proportional beteiligen werden. Für mehr Details zu der Übernahme und den erhältlichen Umsatz- und Gewinnzahlen der Firma verweisen wir auf die Seite 10 („Übernahme der Uckermärker“).



**Wachsender Wohlstand →
Steigende Nachfrage nach
Milchprodukten**

Grundnahrungsmittel

Hoher Hebel auf Reingewinn

Weltweit steigende Nachfrage nach Milchprodukten

Schwellenländer wie China, Russland, Mexiko, Indonesien, Nordafrika, die Philippinen und Südamerika verzeichnen mit wachsendem Wohlstand eine steigende Nachfrage nach Milchprodukten. Gekoppelt mit limitierten Kapazitäten in den traditionellen Milchproduktionsländern wie Australien, Neuseeland oder Westeuropa können jederzeit Verknappungserscheinungen mit entsprechenden Preissteigerungen bei den verschiedenen Milchpulverprodukten auftreten.

Relativ stabile EBITDA-Entwicklung → Defensiv

HOCHDORF produziert Grundnahrungsmittel, die in der Schweiz zwar kein grosses Wachstumspotential aufweisen, dafür aber auch in Krisenzeiten weiterhin nachgefragt werden. Der EBITDA fiel im Krisenjahr 2008 zwar von CHF 16.2 Mio. (2007) auf CHF 13.7 Mio., verharrte 2009 aber auf diesem Niveau und steigerte sich 2010 wieder um 15.5% auf CHF 16.0 Mio. und im Jahre 2013 betrug der EBITDA schliesslich sogar CHF 18.1 Mio. Kurzfristige Veränderungen der Milchpreise haben dabei einen grösseren Einfluss als Veränderungen in der Nachfrage.

Deutliche Gewinnsteigerungen sind möglich

- Das erwartete weitere starke Wachstum im Bereich Babynahrung sollte den Produktmix im Turm 8 in Sulgen hin zu mehr Babynahrung (von 14'000 auf 20'000 Tonnen) und weg von den margenschwächeren Produkten (wie Magermilchpulver) verschieben. Dies müsste zu verbesserten Margen führen.
- Gleichzeitig sollte man auch mit der „Molkestrategie“ und anderen Produkten mit höherer Wertschöpfung bessere Margen erzielen können (siehe Seite 9 für Details).
- In der Summe sollten sich dadurch die unterliegenden operativen Margen von 2013 bis 2016 um 100-150 Basispunkte verbessern lassen (ohne Akquisitionseffekte). Die Akquisition der Uckermärker dürfte zunächst einen negativen Einfluss auf die Margen haben, aber später deutlich mehr Volumen in Babynahrung ermöglichen.
- Aufgrund der tiefen Margen hat bereits eine geringe Verbesserung des EBITDA einen erheblichen Einfluss auf den Reingewinn! Damit sollte es möglich sein den Reingewinn von 2013 bis 2015e zu verdoppeln (von CHF 6 Mio. auf CHF 12 Mio.). Dies inklusive der Uckermärker.

Potential für eine attraktive Bewertung

Als Ausgangslage für die Berechnungen – vor Kapitalerhöhung – werden 920'708 ausstehende Aktien herangezogen. Darin sind die bis zum 17.10.2014 bereits aus der Wandelanleihe gewandelten Aktien ebenfalls enthalten. Es handelt sich dabei um 20'708 Aktien.

Demzufolge werden aus der 1:7 Kapitalerhöhung (maximal) 131'529 neue Aktien ausgegeben, was eine neue Gesamtzahl ausstehender Aktien (nach Kapitalerhöhung) von maximal 1'052'237 ergibt. Dies ist die Basis unserer Bewertungsberechnungen auf der nächsten Seite.



- Auf Basis der erwarteten Zahlen des Jahres 2014e scheint die Aktie fair bewertet zu sein (siehe Tabelle 3).
- Aufgrund unserer Schätzungen für das Jahr 2015E ergibt sich aber für dieses Jahr eine deutlich vorteilhaftere Bewertung (P/E 2015E von 12.1x, EV/EBITDA 6.5x, EV/EBIT 10.2x).

Tabelle 3: Bewertung mit 1'052'237 Aktien (inkl. 1:7 Kapitalerhöhung)

Valuation at CHF 137.8		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/E (incl. 1:7 Capital Increase)	x	16.3	39.3	11.8	60.8	-19.0	22.7	5.5	-2.2	15.3	17.2	12.1	10.0
Market cap/revenues	%	19.1	22.4	32.1	30.3	27.1	26.1	19.7	22.9	24.9	35.3	24.1	23.3
P/Cash flow	x	2.4	5.1	8.1	9.0	6.7	6.7	5.3	5.9	5.2	8.9	6.2	5.2
P/Op. cash flow	x	3.3	4.8	11.0	-4.4	1.7	6.5	-29.9	5.2	5.1	11.7	6.2	5.1
P/Book (reported)	x	0.4	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	0.7
Dividend yield	%	0.0	0.0	2.7	2.3	2.9	2.9	4.0	3.4	2.9	2.2	2.2	2.2
EV/Sales	x	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.2
EV/EBITDA	x	7.8	10.4	7.6	11.8	9.3	9.0	8.2	9.2	7.4	8.5	6.5	3.9
EV/EBIT	x	23.9	45.7	18.5	43.0	37.5	35.1	63.0	47.7	13.0	12.9	10.1	6.0

Quelle: Neue Helvetische Bank

Bewertung mit Einbezug der Aktien aus der Wandelanleihe

Auch wenn wir das gesamte (noch übrige) bedingte Kapital der Wandelanleihe ebenfalls noch in die Bewertung miteinbeziehen (zusätzliche 429'292 Aktien, was eine Gesamtzahl von 1'481'529 ausstehenden Aktien ergäbe – siehe Tabelle 4), würde sich das P/E 2016E mit 14.1x noch immer in einem akzeptablen Rahmen bewegen (die Anleihe läuft bis im Mai 2016). Gleichzeitig würde man bei einer vollen Wandlung auch rund CHF 50 Mio an Schulden in Eigenkapital umwandeln können, was die Bilanzkennzahlen erheblich verbessern würde. Die EV/EBIT und EV/EBITDA-Bewertungskennzahlen würden sich dadurch aber kaum ändern, da sich der gesamte Unternehmenswert (Enterprise Value) dadurch ja nicht verändert. Die geringeren Schulden würden durch die steigende Anzahl Aktien (=höhere Börsenkapitalisierung) ausgeglichen werden. Dies unter der Annahme eines unveränderten Börsenkurses pro Aktie.

Ebenfalls zu beachten gilt es, dass auch bei einer vollen Wandlung der CHF 50 Mio. der Wandelanleihe nicht alle der 450'000 Aktien des autorisierten Kapitals gebraucht werden würden, sondern maximal gegen 404'000 Aktien. Die Anzahl der zu wandelnden Aktien hängt dabei von dem aktuellen Börsenkurs bei Wandlung und der bezahlten Dividende ab. Auf Basis des aktuellen Börsenkurses von CHF 138.- und der zuletzt bezahlten Dividende von CHF 3.20 pro Aktie, wären dies rund 403'877 Aktien, wovon 20'708 per 17.10.2014 aber bereits gewandelt worden sind (netto also noch 383'169 neue Aktien).

Tabelle 4: Bewertung mit 1'481'529 Aktien (inklusive dem gesamten bedingtem Kapital von 450'000 Aktien & der Kapitalerhöhung)

Valuation at CHF 137.8		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/E (adjusted - fully diluted)	x	34.8	61.2	10.2	90.9	31.5	26.1	-30.6	-229.1	20.0	18.6	17.0	14.1
EV/EBITDA	x	7.8	10.4	7.6	11.8	9.3	9.0	8.2	9.2	7.4	8.5	6.5	3.9
EV/EBIT	x	23.9	45.7	18.5	43.0	37.5	35.1	63.0	47.7	13.0	12.9	10.1	6.0

Quelle: Neue Helvetische Bank



Kapitalerhöhung 1:7 → Mit Backstop-Investoren

- Zur Finanzierung der Akquisition soll das Aktienkapital von 920'708 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10.00, durch Ausgabe von maximal 131'529 Namenaktien auf maximal CHF 10'522'370 erhöht werden. Dies entspricht einer Kapitalerhöhung im Rahmen von 1:7, das heisst es wird auf sieben alte Aktien jeweils eine neue Aktie ausgegeben. Das Bezugsrecht der Aktionäre wird gewahrt. Die Platzierung soll „at Market“ oder „close to market“ stattfinden, also ohne einen nennenswerten Abschlag zum aktuellen Börsenkurs vorgenommen werden.
- Verschiedene Investoren ("Commitment Investoren") haben sich gegenüber der Gesellschaft und der Neue Helvetische Bank AG einzeln verpflichtet, maximal 138'708 der neuen Aktien zu erwerben, wobei diese Commitments in einer Preisspanne von CHF 130 bis CHF 143 pro neue Aktie liegen.
- Nach Zuteilung von Neuen Aktien aufgrund der Ausübung von Bezugsrechten findet voraussichtlich am 3. November 2014 ein Bookbuilding im Zusammenhang mit den nicht bezogenen Aktien statt. Dabei werden die festen Zusagen der Commitment Investoren gegenüber Zeichnungen von Dritten mit denselben Preislimiten bei der Zuteilung der Neuen Aktien bevorzugt berücksichtigt. Interessierten Neuinvestoren bietet sich im Rahmen dieses Bookbuildings die Möglichkeit Zeichnungen für nicht bezogene neue Aktien einzulegen.
- Der Bezugs-/Platzierungspreis wird im Rahmen des Bookbuildings voraussichtlich am 3. November 2014 basierend auf der Anzahl neuer Aktien, für welche die Bezugsrechte ausgeübt wurden, der Nachfrage von Investoren im Rahmen der Platzierung, dem Börsenkurs der bisherigen Aktien und den allgemeinen Marktbedingungen vom Verwaltungsrat der Gesellschaft in Absprache mit dem Lead Manager festgelegt. Der Bezugs-/Platzierungspreis wird mindestens dem unteren Ende der Preisspanne der Commitments von CHF 130 und maximal CHF 143 entsprechen.
- Der Bezugs-/Platzierungspreis wird voraussichtlich am 3. November 2014 in einer Medienmitteilung publiziert.

Der Gesellschaft dürfte aus dieser Kapitalerhöhung brutto rund CHF 17-19 Mio. an zusätzlichen Eigenmitteln zufließen.



Strategie

Seit dem Antritt von Dr. Thomas Eisenring als neuem CEO im Juni 2013 hat die Gruppe einige neue strategische Ziele formuliert. Die Strategie der HOCHDORF-Gruppe umfasst im Wesentlichen fünf Punkte:

- **Kosteneffizienz:** Alles, was in der HOCHDORF-Gruppe gemacht wird, muss kosteneffizient geschehen. Dazu gehört die strikte Einhaltung von Budgets und die konsequente Reduktion der Betriebskosten. Diese Massnahmen haben bereits einen gewissen Erfolg erzielt, wenn man die gesteigerte Rentabilität seit H2 2013 betrachtet.
- **Bekämpfung der systematischen Unter-Auslastung der Anlagen im klassischen Milchpulver-Bereich:** Die klassischen Produktionsanlagen der HOCHDORF zur Produktion von Milchpulver – im Heimatort Hochdorf selber – wurden zu Zeiten der „Milchschwemme“ für die damaligen Milchmengen konzipiert. Da die Subventionen für die Milchproduktion kontinuierlich heruntergefahren wurden, wird heute in der Schweiz jedoch deutlich weniger Milch produziert als noch in den 80-er Jahren. Daher kämpft HOCHDORF im klassischen Bereich der Milchderivate mit chronischen Überkapazitäten (nicht zu verwechseln mit der Babynahrung, zu dessen Herstellung anspruchsvollere Anlagen benötigt werden). Die Auslastung der Anlagen soll nun aber kontinuierlich verbessert werden. Dies soll mit eigenen Produkten, aber auch mit ausgewählten Lohnaufträgen und verstärkter Zusammenarbeit mit Partnern erreicht werden.
- **Verschiebung des Produktemix hin zu Produkten mit höherer Wertschöpfung und Margen:** Das Produktportfolio wird konsequent auf eine höhere Wertschöpfung ausgerichtet. Das Produktportfolio soll demzufolge optimiert und über neue Produkteentwicklungen in höherwertige Produkte diversifiziert werden. Im Mittelpunkt steht dabei die Investition in die Laktose- und Molkenprotein-Produktion. Beide Produkte können in Babynahrung und anderen höherwertigen Produkten eingesetzt werden.
- **Internationalisierung:** Die Internationalisierung soll auf die Bereiche Milchderivate und Cereals & Ingredients ausgedehnt werden. Wachstum ist in beiden Bereichen nur noch im Ausland möglich.
- **Vorwärtsintegration:** Grundsätzlich ist HOCHDORF ein Business-to-Business Unternehmen, wobei bereits heute im Bereich Cereals & Ingredients Business-to-Consumer-Geschäfte abgewickelt werden. Im Bereich Baby Care wird mittelfristig ebenfalls der selektive Aufbau von Business-to-Consumer-Geschäften geplant; dies v.a. in den asiatischen Märkten mit dem Schwerpunkt China.

Zusammenfassend will HOCHDORF mittelfristig mit wertschöpfungsstarken Produkten wie zum Beispiel höherwertigen Molkeprodukten, Babynahrung und gesunder Kindernahrung wachsen, wobei das Wachstum hauptsächlich im Ausland angestrebt wird.



**Milch- und Molkemengen
fluktuieren meist gegenläufig**

**Produktion von Molkederivaten
schafft höherwertige Produkte**

**Stärkung der Wettbewerbsstärke
& der Marktattraktivität**

Beispiel für höhere Wertschöpfung → Die Molke-Strategie

Die Fluktuation der Milch- und Molkemengen als Eingangsprodukt liegt nicht im Einflussbereich der HOCHDORF, was die Bedeutung einer – rentablen – Molkeproduktion umso wichtiger macht. Damit kann man eine tiefe Milchverfügbarkeit überbrücken und kompensieren. Dies ist dann der Fall, wenn der Markt mehr Milch zu Käse verarbeitet und damit der HOCHDORF weniger Milch für die Milchpulverproduktion zur Verfügung steht. Gleichzeitig steht in einer solchen Situation viel Molke als „Abfallprodukt“ der Käseherstellung zu Verfügung, mit der man früher nicht viel anzufangen wusste. Gab es weniger Milch, waren die Anlagen einfach weniger ausgelastet. Daher startete HOCHDORF im Jahre 2010 mit der Molkeverarbeitung, um damit die Auslastung der Anlagen systematisch zu verbessern. Allerdings produzierte HOCHDORF bisher nur sehr wertschöpfungsarme Produkte der 1. Stufe, wie z.B. Molkepulver für die Futtermittelindustrie. Das Ziel ist nun, durch eine relativ einfache Anpassung der Produktionsprozesse, in die 2. und 3. Stufe der Molkeverarbeitung hineinzukommen.

Dies kann man produktionstechnisch über das sogenannte „Milchcracking“ erreichen, wodurch sich eine Vielzahl hochwertiger Produkte herstellen lassen. Es geht beispielsweise um die Gewinnung von hochwertigen Laktosen und Molkeproteinen in Babynahrungs-Qualität. Diese werden zum Beispiel in Getränken für Sportler verwendet. Es liegt auf der Hand, dass man mit solch hochwertigen Molkederivaten der 2. und 3. Stufe klar bessere Preise erzielen kann als mit Molke für die Futtermittelindustrie.

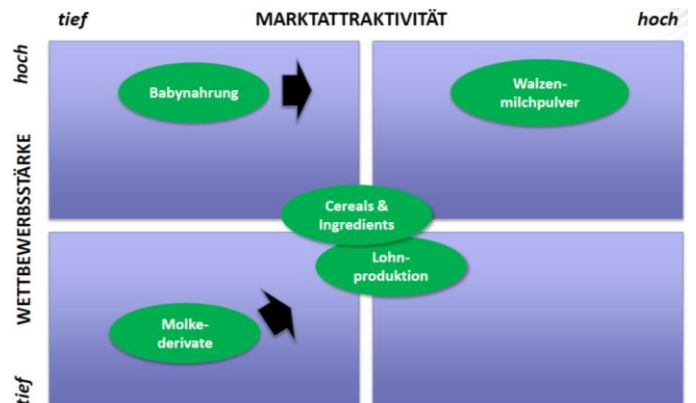
Chart 2: „Milchcracking“ bietet neue Chancen



Quelle: Präsentation HOCHDORF an Investora vom 2. Oktober 2014

Mit dieser Umstellung der Produktion auf höherwertige Molke derivative will man sich gemäss der folgenden Matrix von der linken unteren Ecke (tiefe Wettbewerbsstärke kombiniert mit einer tiefen Marktattraktivität) kontinuierlich in die Ecke rechts oben verschieben (hohe Wettbewerbsstärke & hohe Marktattraktivität).

Chart 3: Wertschöpfungsstrategie im Bereich Molke



Quelle: Präsentation HOCHDORF an Investora vom 2. Oktober 2014



**Komplementäre Grundaufstellung
mit Potential für Babynahrung**

**Gesamtinvestition von CHF 20-25
Mio. über 2-3 Jahre**

Unsere Schätzungen

**Turm 8 in Sulgen kostete CHF 60
Mio.**

**Mit EU-Produktion werden neue
Märkte in Babynahrung anvisiert**

Übernahme der Uckermärker (Details)

Die Uckermärker Milch GmbH verfügt über ein ähnliches bestehendes Produktportfolio wie HOCHDORF, ist jedoch grösstenteils komplementär zu den bestehenden Produktionsanlagen der HOCHDORF-Gruppe in Litauen (HOCHDORF Baltic Milk). HOCHDORF gewinnt damit eine kostengünstigere Babynahrungs-Produktion für Märkte, welche preissensitiv sind und für welche die „Swissness“ nicht so zentral ist wie beispielsweise in China. Zudem erlangt man damit auch die Möglichkeit zur Bearbeitung von neuen Märkten, zu denen aufgrund von Handelshemmnissen aus der Schweiz heraus sonst kein sinnvoller ökonomischer Zugang möglich wäre.

Geschätzter Akquisitionspreis

Über den Übernahmepreis haben die Parteien Stillschweigen vereinbart. HOCHDORF sagte aber, dass sie mit Gesamtinvestitionen von ca. CHF 20-25 Mio. rechnen (Kaufpreis plus Investitionen). Die Investitionen über die nächsten 1-2 Jahre beziehen sich auf den geplanten Umbau des bestehenden Trockenmilchwerks der Uckermärker zu einem Werk für Babynahrung. Die Finanzierung soll zur Hauptsache durch die geplante Kapitalerhöhung sowie aus eigenen Mitteln finanziert werden.

Wir schätzen, dass der Preis für die 60%-Beteiligung an der Uckermärker – sowie für je 26% an der Ostmilch Handels GmbH, der Ostmilch Handels GmbH & Co. Frischdienst Oberlausitz KG und der Ostmilch Handels GmbH & Co. Frischdienst Magdeburg KG – rund CHF 10-12 Mio. ausmachen. Die übrigen CHF 10-13 Mio. dürften bis 2016 für die Umrüstung der Werke auf Babynahrung anfallen. Die Kapazitäten der Uckermärker betragen ca. 20'000 Jahrestonnen. Davon dürften rund 70% oder 14'000 Tonnen auf die Produktion von Babynahrung umgerüstet werden, während man mit dem Rest die bisherigen Geschäfte der Ostmilch weiterführen wird.

Vorteilhafter Vergleich mit der Investition in den Turm 8 in Sulgen

Dies vergleicht sich mit Investitionen von CHF 60 Mio. für den Bau des Turm 8 in Sulgen, den man ebenfalls auf Babynahrung ausgerichtet hatte – mit einer Kapazität von rund 20'000 Jahrestonnen. Damit würde man mit einer Zusatzinvestition von rund CHF 10-13 Mio. (inklusive der Akquisition CHF 20-25 Mio.) neue Kapazitäten von rund 14'000 Jahrestonnen für Babynahrung gewinnen. Das entspricht einem gesamten Investitionsvolumen von rund CHF 1'600 pro Kapazitätstonne, gegenüber CHF 3'000 pro Tonne bei dem Bau des Turm 8 in Sulgen. So gesehen, kann man den ökonomischen Sinn der Transaktion durchaus erkennen.

Tieferes Preisniveau in den Zielländern – aber komplementär

Zu berücksichtigen ist dabei natürlich, dass man die Milch nicht aus der Schweiz bezieht und daher – wie gesagt – der „Swissness“-Faktor fehlt. Dementsprechend ist der Absatz aus der Produktion in Deutschland auch für Länder geplant, welche diesbezüglich weniger sensitiv sind, namentlich Lateinamerika. Demzufolge darf man in diesen Ländern aber auch nicht mit vergleichbaren Preisen für Babynahrung rechnen, wie man sie beispielsweise in China erzielen kann, wo der „Swissness“-Faktor – und damit die subjektiven Qualitätsansprüche – eine sehr hohe Bedeutung haben. So gesehen, sind deutlich tiefere Investitionskosten als in der Schweiz auch eine notwendige Voraussetzung eines solchen Schritts. Ökonomisch und strategisch macht dieser Schritt aber auch Sinn, weil man dadurch zu China komplementäre Märkte beliefern kann, zwar mit einem tieferen Preisniveau, aber auch mit tieferen Kapital- und Produktionskosten, da auch der Milchpreis als Haupt-Rohstoff der Produktion tiefer sein wird als in der Schweiz.


Tabelle 5: Uckermärker Milch GmbH: Konsolidierte Erfolgsrechnung

in Mio. EUR	2012	2013	H1 2014
Umsatzerlöse*	163.8	148.6	92.8
EBITDA*	-3.2	-0.5	6.4
in % der Umsatzerlöse	-	-	6.9
EBIT*	-4.1	-1.5	5.8
in % des Umsatzerlöses	-	-	6.3
Reingewinn*	-3.8	-2.1	3.7
in % des Umsatzerlöses	-	-	4
Diverse Kennzahlen	2012	2013	H1 2014
Eigenkapital*	-1.7	-1.1	2.6
Eigenkapitalquote in %	n.a.	n.a.	5.7
Bilanzsumme*	23.8	18.1	46.1

* nach HGB, H1 2014 ungeprüft

Die eher schwachen Zahlen der Jahre 2012 und 2013 werden folgendermassen begründet. Offensichtlich hatte die Uckermärker Milch GmbH für das gesamte 2012 für den Bezug des Rohstoffes Milch einen unvorteilhaften Abnahmevertrag mit einem Lieferanten vereinbart. Dieser konnte trotz sinkenden Milchpulverpreisen nicht nachverhandelt werden, was zu einem starken Einbruch der Margen führte. Der Vertrag mit diesem Lieferanten besteht in dieser Form nicht mehr. Im Jahre 2013 erlitt man einen grösseren Schadenfall bei den Quarkprodukten. Diesen musste man durch eine Garantieleistung regulieren. Diese Faktoren spielten im H1 2014 nun keine Rolle mehr, weshalb sich die Zahlen nun deutlich besser präsentieren. Zudem gestaltete sich auch der allgemeine Geschäftsverlauf im Jahre 2014 sehr erfreulich.

Bild 1: Die Uckermärker Milch GmbH in Prenzlau


Quelle: Präsentation HOCHDORF an Investora vom 2. Oktober 2014

Das Werk in Prenzlau ist gemäss HOCHDORF ein „klassisches Milchwerk in einem gutem technischen Zustand“.

Einige Zahlen

- Gegründet 1889
- Verarbeitung von bis zu 1'000'000 kg Milch/Tag
- Umsatz 2013: CHF 180 Mio. – Anzahl Mitarbeitende: 150

Management

- Das Management-Team besteht aus Kadern der Ostmilch und von HOCHDORF. Die Werksleitung vor Ort wird durch einen sehr erfahrenen Werksleiter vorgenommen, der neu eingestellt wurde.
- Der Vertrieb der Milchderivate erfolgt über die Ostmilch Handels GmbH, an der HOCHDORF eine Sperrminorität von 26% besitzt.
- Der Vertrieb der Babynahrung soll über ein Sales-Team in Hochdorf abgewickelt werden.



Aktiv seit dem Jahre 1895!

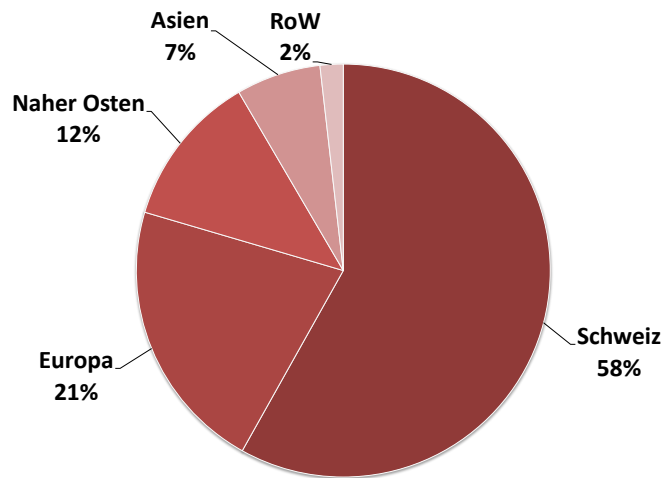
**Vier Standorte – zwei in der CH
und zwei im Ausland**

Kurz-Portrait von HOCHDORF

Grösster Milchpulverproduzent in der Schweiz

Die HOCHDORF-Gruppe produziert seit 1895 vor allem Milchpulver (48% des Umsatz), Babynahrung (25%) sowie Rahm und weitere Milchprodukte (22%). In der Milchpulverproduktion liegen auch die Wurzeln der HOCHDORF. Die Milchpulverproduktion betrifft die Verarbeitung von Frischmilch (mit hoher Verderblichkeit innerhalb von zwei Tagen) zu haltbarem Trockenpulver. Der Bereich Milchderivate ist entsprechend für rund 70% des Brutto-Verkaufserlöses verantwortlich. Babynahrung stellt die Gruppe auch schon seit über 100 Jahren her. Die internationale Ausrichtung dieses Geschäfts wurde aber erst seit 2006 forciert. Heute wird mit Babynahrung bereits rund ein Viertel des Gruppenumsatzes erzielt, wovon über 95% exportiert werden.

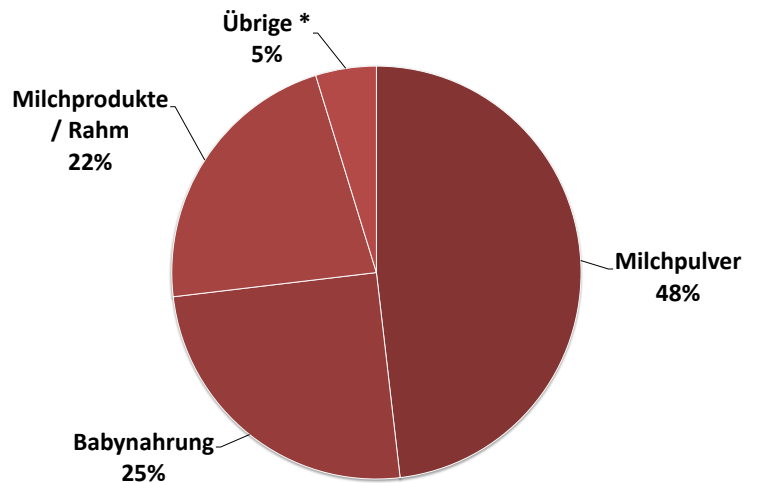
Chart 4: Umsatz nach Regionen (FY 2013)



Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht

Die HOCHDORF-Gruppe betrieb bisher zwei Produktionsstandorte in der Schweiz – Hochdorf (wo auch der Hauptsitz ist) – und Sulgen, sowie einen weiteren in Litauen (100%-Beteiligung am Milchwerk der HOCHDORF Baltic Milk (ex UAB MGL Baltija). Mit der Akquisition der Uckermärker GmbH soll nun ein weiterer EU-Standort in Deutschland hinzukommen.

Chart 5: Umsatz nach Produktgruppen (FY 2013)



* Übrige; Back-&Süsswaren 2%, Spezialitäten&Weizenkeime 1.5%, Sonstiges 1.3%

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht



Dominante Stellung in gewissen Gebieten

Systemrelevant für die Schweizer Milchwirtschaft!

In allen HOCHDORF Werken wurden im Jahr 2013 454.6 Mio. Kilogramm Milch und Molke getrocknet, davon 56.8 Mio. Kilogramm bei der HOCHDORF Baltic Milk UAB.

Fast 50% Marktanteil bei Milchmenge, die zu Pulver verarbeitet wird
HOCHDORF verarbeitet rund 10% der aufkommenden Milchmenge in der Schweiz (rund 317 Mio. kg Milch in 2013). Von der insgesamt zu Pulver oder Proteinen verarbeiteten Milchmenge beansprucht HOCHDORF allerdings einen Anteil von fast 50% (Konkurrenz – siehe nächste Seite).

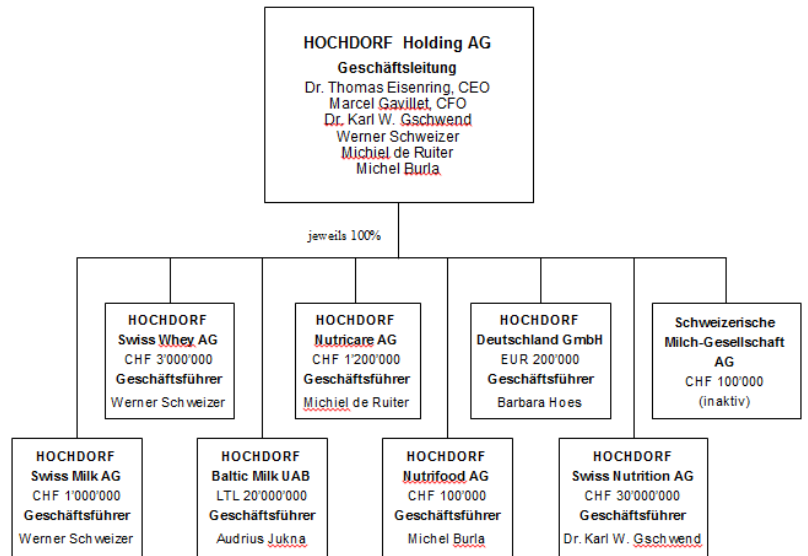
Dominierend bei Walzenvollmilchpulver für die Schokoladenindustrie
Bei Walzenvollmilchpulver beträgt der Marktanteil sogar 70% bis 80%. Das Walzenvollmilchpulver wird vor allem für die Herstellung von Schweizer Qualitätsschokolade verwendet.

Wichtigste Kunden

Emmi macht rund 15-20% des Umsatzes von HOCHDORF aus (v.a. Rahm) und die Schweizerische Schokoladenindustrie ist für weitere ~20% des Umsatzes verantwortlich.

Diese wichtigen Marktpositionen macht HOCHDORF zu einem systemrelevanten Marktteilnehmer in der Schweiz.

Organisations-Struktur von HOCHDORF



Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht

Die HOCHDORF Swiss Nutrition AG (früher HOCHDORF Nutritec) sowie die Baltic Milk UAB sind die Produktionsgesellschaften innerhalb der HOCHDORF-Gruppe, wohingegen alle anderen Gesellschaften sich auf den Verkauf der verschiedenen Produkte konzentrieren.



Macht Milch 6-18 Monate lagerfähig

Viele Anwendungen

Entzug von Wasser

Sprüh- oder Walzentrocknung

Bedeutende Aktionäre

Aufgrund der Angaben des letzten Geschäftsberichtes waren am 31.12.2013 folgende Aktionäre mit einem Anteil von 3% oder mehr des Aktienkapitals im Aktienregister eingetragen.

- Familie Weiss und Innovent Holding AG, Wollerau 7.44% (Vorjahr 6.22%), davon 21'978 Aktien ohne Stimmrecht (Beschränkung der Stimmrechte bei 5%). Die Innovent AG, Wollerau, und die Familie Weiss, Wollerau, bilden im Sinne von Artikel 20 BEHG eine Gruppe.
- ZMP Invest AG, Luzern 5.66% (Vorjahr 5.51%), davon 5'921 Aktien ohne Stimmrecht (Beschränkung der Stimmrechte bei 5%)
- Argos Investment Managers S.A., Genf 4.55% (Vorjahr <3.00%)
- Pensionskasse der HOCHDORF-Gruppe, Hochdorf 3.89% (Vorjahr 5.00%)
- Gruppe Maurer, Hunzenschwil 3.71% (Vorjahr 3.26%). Die Gebrüder Maurer GmbH, die Zenith Gewerbepark GmbH, die Maurer-Bertschi GmbH, die Maurer-Schöni GmbH, alle in Hunzenschwil, bilden im Sinne von Artikel 20 BEHG ebenfalls eine Gruppe (Gruppe Maurer).
- Rudolf Schrepfer, Hergiswil 3.50% (Vorjahr 3.50%)

Der Rest der Aktien (71.25%) ist im Publikum gestreut.

Wissenswertes über Milchpulver

Vorteile von Milchpulver

Vorteile sind die Lagerfähigkeit (6-18 Monate), geringe Lagerkosten (wenig Platzbedarf, keine Tanks), die fehlende Notwendigkeit der Kühlung und die sich daraus ergebenden guten Transportmöglichkeiten.

Verwendung von Milchpulver

Milchpulver wird zur Herstellung von Schokolade, Biskuits, Glaces wie auch für Instant-Babynahrung verwendet. Es wird auch oft in der reinen Pulverform verkauft, insbesondere für Hilfswerke. Ausserdem wird Milchpulver in Bereichen verwendet, in denen auf gewichtsreduzierte und haltbare Lebensmittel Wert gelegt wird (Freizeit- und Outdoor-Sektor, Nahrung für Katastrophenregionen).

Herstellung von Milchpulver

Milchpulver wird hergestellt, indem der Milch das freie Wasser entzogen wird (Wasseranteil von ca. 87,5% auf ca. 3%). Zur Herstellung von einem Kilogramm Trockenmilchpulver sind etwa 6-7 Liter Milch erforderlich. Es wird zwischen Vollmilchpulver (VMP) und Magermilchpulver (MMP) unterschieden.

Produktionsverfahren

Die bei der Dehydratisierung angewendeten Verfahren werden in Sprüh- (oder Zerstäubungstrocknung) und Walzentrocknung unterschieden. Die Sprühtrocknung generiert dabei ein qualitativ sehr hochstehendes Milchpulver, welches insbesondere für die Herstellung von Babynahrung benötigt wird. Das Walzenvollmilchpulver (Walzentrocknung) wird vor allem für die Herstellung von Schokolade benötigt.



Konkurrenz

- Bei der Milchbeschaffung in der Schweiz sind Emmi, Cremo, ELSA und Nestlé die wichtigsten Konkurrenten von HOCHDORF. Vergessen darf man aber auch nicht die Schweizer Käsereien (rund 800-900) welche rund 50% der Gesamt-Milchmenge abnehmen und verarbeiten.
- Von der Milchmenge, welche zu Pulver oder Proteinen verarbeitet wird, nimmt HOCHDORF nach Schätzungen der Gesellschaft einen Anteil von rund 46% ein, Cremo einen solchen von ca. 23%, Emmi rund 19% und Nestlé rund 12%. Cremo konzentriert sich dabei mehrheitlich auf Milchproteine für den Export (vor allem Promilk) sowie neuerdings den Schokoladenbereich.
- Im Schokoladenbereich (Walzenvollmilchpulver) ist Emmi neben Cremo der einzige verbleibende Mitbewerber in der Schweiz., wobei HOCHDORF hier einen Marktanteil von rund 70% aufweist.
- Ferner ist Emmi zusätzlich Mitbewerber bei Magermilchpulver für das In- und Ausland. ELSA ist als Milchbetrieb der Migros ausschliesslich im Bereich der Frischprodukte tätig und stellt im Bereich der Dauermilchwaren für HOCHDORF keine Konkurrenz dar.
- Nestlé benötigt die selber hergestellten Pulver weltweit für ihre eigene Babynahrung. Dabei ergeben sich gewisse Berührungspunkte.
- Im Nicht-Milch-Bereich ist die Konkurrenz weniger klar fassbar. HOCHDORF arbeitet als Spezialitätenanbieter in unterschiedlichen Marktnischen und nimmt dort eine bedeutende Position ein. Mitbewerber sind lokale Anbieter. Im Geschäft für Nahrungsmittelinhaltsstoffe (z.B. VIOGERM Weizenkeime) bietet HOCHDORF einmalige Produkte an, die als Spezialitäten gelten und somit wenig Konkurrenz haben.

Die Konkurrenz im Bereich Babynahrung

Die HOCHDORF-Gruppe hat Kapazitäten für rund 20'000 Tonnen Babynahrungsmittel. Nach der Umrüstung der Kapazitäten der Uckermärker wären dies dann rund 34'000 Tonnen. Die wichtigsten Wettbewerber im Segment der Babynahrungsmittel sind:

Tabelle 6: Wettbewerb Babynahrung (Private Label-Hersteller)

Wettbewerber	Land	Kapazität 2014 (in Tausend Tonnen)
Friesland Campina (Domo)	NL	100
PBM	USA	40
Lactalis (Captive)	FR	40
Nutribio (Gruppe Sodiaal)	FR	40
ARLA	DK	30-40
Isigny	FR	30
Deutsches Milchkontor / Humana	DE	30
Murray Goldburn	AUS	30
Ausnutria / Lypack	NL	20
Laiterie de Montaigu	FR	20

Quelle: HOCHDORF

Die Konkurrenz unter den Private Label-Produzenten ist recht gleichmässig verteilt



Zugriff auf günstigere „EU-Milch“

**„Aktiver Veredelungsverkehr“ der
Schokoladenhersteller als
potentielles Risiko**

Damit weist HOCHDORF im strategischen Geschäftsbereich Babycare (Babynahrung) eine ähnliche Grössenordnung auf, wie die weltweit 5-6 wichtigsten Konkurrenten, welche ebenfalls für Drittparteien produzieren (Private Label). Einzig Friesland Campina (Domo) ist mit rund 100'000 Tonnen deutlich grösser. Nestlé ist natürlich nochmals weit grösser, benötigt die selber hergestellten Pulver weltweit aber für ihre Eigenmarken im Bereich Babynahrung. Die wirklichen Konkurrenten von HOCHDORF sind Hersteller, die ebenfalls für Drittparteien produzieren.

Standort Litauen → das Bein in der EU

HOCHDORF verarbeitete im Jahre 2013 rund 454.6 Mio. kg an Milch und Molke. Davon wurden 317 Mio. kg Milch in der Schweiz verarbeitet – rund 10% der Verkehrsmilchmenge – und bereits 56.8 Mio. kg Milch im Werk in Litauen (Milchwerk UAB MGL Baltija in Medeikiai).

Dieses Engagement verschafft HOCHDORF Zugriff auf „EU-Milch“. Der Schritt nach Litauen war auch im Hinblick auf die Änderung des Zollgesetzes per 1.1.2012 wichtig, welches der weiterverarbeitenden Nahrungsmittelindustrie praktisch unbeschränkt den „aktiven Veredelungsverkehr“ erlaubt. Dies bedeutet, dass Milchpulver (welches aus ausländischer Milch hergestellt wurde) auch im Ausland bezogen werden kann, um es (beispielsweise) in Schokolade zu verarbeiten. Solange die Produktion des Endproduktes (Schokolade) weiterhin in der Schweiz stattfindet (was der angesprochenen „Veredelung“ entspricht) ist dies den Schweizer Schokoladenherstellern erlaubt, ohne dass die „Swissness“ des Produktes verloren geht. Dies ist für die Produzenten attraktiv, da die Milchpreise im EU-Raum tiefer sind als in der Schweiz – und damit auch das dort produzierte Milchpulver. Mit diesem Vorgehen kann der Bund Subventionen an die hiesigen Milchproduzenten reduzieren.

Bisher wurde dieser Schritt von den Schweizer Schokoladenherstellern allerdings noch nie angewendet, auch wenn er möglich wäre. Dies dürfte auch an der seit Jahrzehnten bewiesenen Zuverlässigkeit der HOCHDORF liegen welche man im Ausland evtl. nicht in diesem Ausmass erwarten könnte. Zudem wäre es unter Umständen auch für den Ruf der Schweizer Schokoladenhersteller von Nachteil, wenn bekannt würde, dass man die Milch (respektive das Milchpulver) in Grunde aus dem Ausland bezieht.

Es wäre für die Schweizer Produktion von HOCHDORF natürlich von Nachteil wenn dieser Veredelungsverkehr Tatsache werden würde, auch wenn man über die Produktion in Litauen mittelfristig darauf reagieren könnte. Dass man einen Produktionsstandort in Litauen hat macht unter diesen Blickwinkeln aber in mehrfacher Hinsicht Sinn.



Der Preis für Milchpulver ist sehr volatil

Die Preise in Europa sind seit dem Sommer 2014 stark gesunken!

30% der Bilanzsumme → Produktionsanlagen

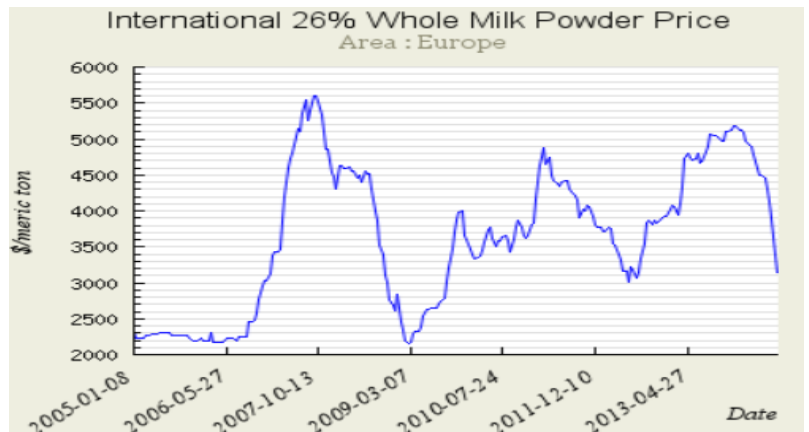
Risikofaktoren

Sinkende Weltmarktpreise für Milchpulver

Milchpulver ist die wichtigste Produktgruppe von HOCHDORF (48% des Gruppenumsatzes). Die internationalen Preise für Milchpulver im relevanten Euro-Markt sind recht volatil, wie man untenstehender Graphik entnehmen kann. Von Mai 2012 bis Februar 2014 hat sich der Preis pro Tonne „26% Whole Milk Powder“ von EUR 3'150 auf fast EUR 5'150 verteuert – und ist seitdem wieder bis auf EUR 3'150 pro Tonne gefallen. Als der Preis im Jahre 2008 kollabierte, hatte dies im Jahre 2009 einen negativen Einfluss auf HOCHDORF. Andererseits verstärken hohe Preise für Milchpulver den Druck, billigere Rohstoffe als Milchpulverersatz einzusetzen. Wie stark sich Substitutionseffekte auswirken können, zeigt sich am Beispiel der Kalbfleischproduktion in der Europäischen Union. Die starken Preissteigerungen für Milchpulver in 2013 verteuerten die Futterkosten der Mastbetriebe für Kälber dermassen, dass sich diese gezwungen sahen – trotz negativem Einfluss auf die Fleischqualität – nur noch in geringen Mengen Magermilchpulver und Molkenpulver einzusetzen. Solche Substitutionseffekte können die Milchpulver-Absatzmengen von HOCHDORF negativ beeinflussen und somit auch materiell negative Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit haben.

Wir glauben allerdings, dass die negativen Effekte der aktuellen Reduktion der Milchpulverpreise in Europa durch die internen Massnahmen von HOCHDORF (wie weiter vorne beschrieben) überkompensiert werden dürften. Wir gehen daher in 2014 nicht von einem sinkenden Gewinn gegenüber dem Jahr 2013 aus – ganz im Gegenteil (siehe Finanzteil ab Seite 22).

Chart 6: Preisentwicklung von Milchpulver in Europa (USD/Tonne)



Quelle: Agricultural and Applied Economics

Anlageintensiv

Wie bereits erwähnt sind die Produktionsprozesse der HOCHDORF energie- und anlageintensiv. Die Verdampfung von Wasser aus der Milch ist ein sehr energieintensives Verfahren. Zudem herrschen höchste hygienische Anforderungen. Demzufolge machte das Anlagevermögen bis in das Jahr 2011 auch 62% der Bilanzsumme aus (heute noch 44%), davon rund 42% alleine die Produktionsanlagen, Geräte, Lager etc. (heute 30%). Diese waren aufgrund der Investitionen in die neue Sprühturmlinie 8 in Sulgen in den Jahren 2008 bis 2011 auch stark angestiegen.

Diese Tatsache birgt das Risiko von unbefriedigenden Erträgen, wenn die Produktionsanlagen ungenügend ausgelastet sind.

Schwieriger Start im Turm 8

Die Anlage ist heute voll ausgelastet – aber noch nicht mit dem idealen Produktemix

Wertberichtigungen von über CHF 40 Mio. im Jahre 2012

Im Rahmen des Jahresabschluss von 2012 nahm HOCHDORF schliesslich eine Wertberichtigung in der Höhe von rund CHF 40 Mio. auf den operativen genutzten Immobilien sowie den Produktionsanlagen und Einrichtungen der HOCHDORF Swiss Nutrition AG (früher HOCHDORF Nutritec) vor. Begründet wurde diese Massnahme mit den nicht erreichten Zielsetzungen in den schwierigen Geschäftsjahren 2011 und 2012 sowie mit der relativ grossen Differenz zwischen Börsenkapitalisierung und Eigenkapital. Die Expansions- und Auslastungsstrategie der HOCHDORF-Gruppe litt in den Jahren 2011 und 2012 unter den ungünstigen Wechselkursverhältnissen sowie den damit zusammenhängenden Kapazitäts- und Auslastungsproblemen. Dementsprechend konnten die finanziellen Ziele nur teilweise erreicht werden, sodass sich der Verwaltungsrat entschied, die Bewertung des Anlagevermögens zu überprüfen, wonach ein Wertberichtigungsbedarf in der Höhe von CHF 40 Mio. ermittelt wurde. Aber auch nach diesen Wertberichtigungen macht das Anlagevermögen der HOCHDORF noch immer hohe 44% der Bilanzsumme aus – davon die Produktionsanlagen, Geräte, Lager etc. rund 30%.

Ein Beispiel der Anlageintensität → Turm 8 in Sulgen

Um die wesentlichen Investitionen von CHF 60 Mio. in die neue Sprühturmlinie 8 sowie die Anlageintensität zu visualisieren, zeigen wir einige Bilder. Das Fabrikgebäude umfasst eine Länge von 68 Metern, eine Breite von 29 Metern und eine Höhe von 27 Metern.

Bild 3: Die Sprühturmlinie 8 von Sulgen → im Bau

Quelle: St. Galler Tagblatt

Bild 4: Abluftfilter mit Ventilator (ein Element der Anlage)

Quelle: HOCHDORF



HOCHDORF hat keinen Einfluss auf politisch bedingte Milchpreis- und Milchmengenveränderungen

Das „Schoggigesetz“ → Ein Schlüsselement für den Export der Schokoladenhersteller – und damit auch für HOCHDORF

Markteintritte als potentielle Gefahr

Veränderungen der Rahmenbedingungen für die schweizerische Milchindustrie

HOCHDORF ist überdurchschnittlich vom regulatorischen und politischen Umfeld abhängig. Veränderungen bei den rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen können dazu führen, dass sich die für die Milchpulververarbeitung relevante Milchmenge oder der Milchpreis für die HOCHDORF-Gruppe nachteilig verändern. Auch ist es möglich, dass der Export von Produkten von der Schweiz ins Ausland erschwert oder verunmöglicht wird oder der Import von ausländischen Konkurrenzprodukten bei sich öffnenden Grenzen einfacher wird.

Veränderungen von staatlichen Massnahmen

Trotz der Abschaffung der behördlichen Milchkontingentierung per 1. Mai 2009 ist die Schweizer Milchwirtschaft nach wie vor materiell von staatlichen Massnahmen beeinflusst. Die staatlichen Beihilfen des Bundes wurden zwar seit 2003 bereits von CHF 553 Mio. auf CHF 301 Mio. im Jahre 2012 reduziert. Trotzdem bleiben wesentliche staatliche Subventionierungen des Milchsektors bestehen. Zu diesen gehört insbesondere die für die HOCHDORF-Gruppe relevante Exportbeihilfe für verarbeitete Lebensmittel ("Schoggigesetz"). Die Subventionen für den Milchsektor haben das Ziel, den Milchpreis auf Stufe Milchproduzent zu stützen. Dank diesen Subventionen und Beihilfen ist die HOCHDORF-Gruppe in der Lage, den Milchproduzenten einen höheren Milchpreis zu bezahlen, als er sich aufgrund der Absatzmöglichkeiten der verschiedenen unterstützten Produkte ergeben würde. Subventionen und Beihilfen stehen somit den Milchproduzenten zu und werden über die HOCHDORF-Gruppe nur abgewickelt. Eine Senkung der Beihilfen führt demzufolge grundsätzlich zu einer tieferen Vergütung der Milchproduzenten für die angelieferte Milch. Die dem Bauern dadurch entstehende Einkommenseinbusse wurde bis heute teilweise durch höhere Direktzahlungen des Bundes ausgeglichen. Trotzdem ist festzuhalten, dass sich kurzfristige Kürzungen der Subventionen (wie z.B. im Jahre 2010 bezüglich des „Schoggigesetzes“ von CHF 90 Mio. auf CHF 70 Mio.) im entsprechenden Jahr negativ auf die Ertragslage von HOCHDORF auswirken können, da die Kürzungen der Subventionen sofort wirken, während den Milchproduzenten für einen gewissen Zeitraum weiterhin der alte, auf Basis der höheren Subventionen abgeschlossene Milchpreis bezahlt werden muss. Des Weiteren besteht für HOCHDORF aufgrund der oben beschriebenen zeitlichen Wirkungsverzögerung bei Änderungen der Subventionsmittel und des Milchpreises die Gefahr, dass die staatlich festgesetzten Subventionsmittel während eines Beitragsjahres nicht ausreichen. So erfolgen beispielsweise beim für HOCHDORF relevanten „Schoggigesetz“ keine weiteren Erstattungen mehr, wenn die Subventionsmittel für ein Beitragsjahr ausgeschöpft sind. Obwohl HOCHDORF vor diesem Hintergrund 2013 einen Selbsthilfefonds geschaffen hat, der allfällige entstehende Finanzierungslücken ausgleichen soll, können sich mangelnde Subventionsmittel negativ auswirken.

Veränderung der Konkurrenzsituation

Neben den weiter vorne aufgeführten bestehenden Wettbewerbern (insbesondere Cremo und Emmi) könnten mittelfristig auch neue Wettbewerber auftreten. Dies gilt insbesondere, wenn ausländische Konkurrenten bei sich öffnenden Grenzen (und allenfalls einer erneuten Öffnung der Schere zwischen schweizerischen und europäischen Milchpreisen) einfacher in den Schweizer Markt vorstossen können.



Hohe Milch- und Produktionskosten in der Schweiz

Die Verfügbare Milchmenge ist abhängig von der Käseproduktion – welche subventioniert ist

Ausserdem ist nicht auszuschliessen, dass ausländische Konkurrenten den Schweizer Markt über Akquisitionen zu erschliessen versuchen.

Wir erachten die Wahrscheinlichkeit einer solchen Entwicklung allerdings als gering, da der Preis des wichtigsten Rohstoffs – der Milch – in der Schweiz massiv teurer als im umliegenden Ausland ist. Die Frage stellt sich daher eher im Bereich der Babynahrung – und zwar im Export.

Internationale Konkurrenzfähigkeit

Eine grosse Herausforderung für HOCHDORF ist die Konkurrenzfähigkeit gegenüber den zum Teil grösseren ausländischen Milchverarbeitern, insbesondere aus der EU. Die Marktstrukturen für den Rohstoff Milch in der Schweiz bewirken, dass HOCHDORF zum Teil nicht konkurrenzfähige – sprich im Vergleich zum umliegenden Ausland viel höhere – Preise für die Milch bezahlen muss. Diesen Effekten wird für Exportgüter zum Teil mit Subventionen entgegengewirkt („Schoggigesetz“) – aber diese Subventionen werden tendenziell abgebaut.

Der Abhängigkeit von nur preisorientierten Verbandsstrukturen wirkt HOCHDORF durch umfassende Partnerschaftsmodelle mit verschiedenen Milchlieferanten entgegen. Im übrigen Beschaffungssortiment (Laktose, Fette/Öle, Zucker, Getreide) werden strategische Partnerschaften verfolgt. Zudem wurden die Produktionskosten von HOCHDORF durch Investitionen in neue Prozesslinien mit wesentlich grösserem Leistungsvermögen (Sprühturm, Eindampfer, Abfüllanlagen) und durch die konsequente Ausrichtung der Werke auf höhere Mengen in Sulgen (Skaleneffekte) gesenkt. Auch die Bereinigung der Produktvielfalt in Hochdorf trägt zu solchen Einsparungen bei.

Ein anderer Weg um zu einer konkurrenzfähigen Produktion für attraktive Wachstumsmärkte im Ausland zu kommen ist der Erwerb von Produktionskapazitäten, welche ebenfalls im Ausland liegen, wie man es jetzt mit dem Kauf der Uckermärker Milch GmbH tut. Auch der Standort Litauen wurde aus ähnlichen Gründen erworben. Damit gewinnt man Zugang zu günstiger Milch und tieferen Kostenstrukturen, für Produkte bei denen die Swissness eben nicht so zentral ist wie bei der Babynahrung für China. Natürlich weisen Akquisitionen auch wieder ein Transaktionsrisiko auf, welches von Fall zu Fall gesondert beurteilt werden muss.

Milchpulver steht in Konkurrenz zu Käse

Die Verarbeitung der gesamten, in der Schweiz anfallenden Verkehrsmilch richtet sich primär nach dem täglichen Bedarf der Frischprodukte und des Käses und erst sekundär nach der Herstellung von Dauermilchwaren in Form von Milchpulver. Die Milchproduktion deckt den Schweizer Bedarf genügend ab, und es stehen grundsätzlich beachtliche Milchmengen in Form von Dauermilchwaren für die Schweizer Lebensmittelindustrie und den Export bereit. Es kann jedoch trotzdem vorkommen, dass für die Dauermilchwaren zu wenig Milch zur Verfügung steht – nämlich dann, wenn der Käseabsatz sehr hoch ist. Umgekehrt steht hingegen Milch im Überfluss für Dauermilchwaren bereit, wenn der Käseabsatz stockt. Die Milch wird jeweils dort verarbeitet, wo der beste Preis bezahlt wird. Die Käsereien profitieren derzeit von einer fixen Verkäsungszulage (Beihilfe des Bundes), welche für die kommenden Jahre weiter Bestand hat, während HOCHDORF beispielsweise auf die Schoggigesetzmittel zurückgreifen kann. Insgesamt bedeutet dies für HOCHDORF, dass die für sie zentrale Grösse der verarbeiteten Milchmenge nicht direkt gesteuert werden kann. Tiefere verfügbare Milchmengen könnten sich negativ auswirken.



SWOT Analyse

Stärken

- Know-how seit 1895 in einem sensitiven Bereich der Lebensmittelherstellung → bürgt für höchste Qualitätsansprüche!
- Rund 50% Marktanteil bei der zu Pulvern verarbeiteten Milchmenge in der CH, bei Walzenvollmilchpulver (Schokolade) sogar 70% bis 80% → Systemrelevanter Player in der CH-Milchverarbeitung
- Relativ stabiles und defensives Geschäftsmodell → man produziert Grundnahrungsmittel, welche auch in Krisen nachgefragt werden
- Starkes Wachstum im Bereich Babynahrung in den Emerging Markets und dabei insbesondere auch in China – kombiniert mit geringer Preissensitivität

Schwächen

- Anlage- und kapitalintensiv! Hohes betriebsnotwendig gebundenes Kapital von ca. CHF 117 Mio. → Bisher konnte man keine genügende Rentabilität auf dem eingesetzten Kapital erwirtschaften (rund 1-5%)
- Tiefe EBIT-Margen, bedingt durch hohe Abschreibungen, wegen hohen Anlageinvestitionen (auch wiederkehrende Investitionen)
- „Sandwich-Position“ zwischen sehr grossen Anbietern (Milchwirtschaft) und grossen, globalen Konzernen auf der Nachfrageseite, wie Lindt & Sprüngli, Mondelez (ex Kraft Foods), etc.
- Wenig Wachstumspotential und keine Pricing Power in der Schweiz (wenig „Marktmacht“)
- Geringe Visibilität & Planbarkeit v.a. bez. der anfallenden Milchmengen
- Abhängigkeit von Milchpreisveränderungen (v.a. politisch indiziert)
- Hohe Produktionskosten in der Schweiz

Chancen

- Weiterhin sehr grosses Wachstumspotential im Bereich Babynahrung in China → Potential den Umsatz in dieser Division von heute CHF 93 Mio. bis 2016e auf gegen CHF 160 Mio. zu steigern
- Möglichkeit dieses erfolgsversprechende Geschäftsmodell auch in anderen Exportmärkten zu replizieren (Lateinamerika, Afrika, Asien), wozu man auch die neuen Kapazitäten brauchen wird
- Hoher operativer Hebel, falls die Auslastung im neuen Turm 8 in Sulgen noch weiter erhöht wird (Babynahrung) → Potential für höhere Margen durch verbesserten Produktemix im Turm 8
- Zugang zu „EU-Milch“ in Litauen und Deutschland senkt die Kostenbasis und steigert die Konkurrenzfähigkeit im Auslandgeschäft

Risiken

- Unvorhergesehene Erhöhungen des Milchpreis in der Schweiz und/oder tieferer internationaler Milchpulverpreis
- Weitere Reduktion der Subventionen des Bundes für Exportprodukte („Schoggigesetz“) → Verstärkter „Veredelungsverkehr“ der Kunden mit EU-Produkten, welche nicht durch die Produktion in Litauen aufgefangen werden können
- Verstärkte Konkurrenzsituation in der Schweiz durch weitere Öffnung der Märkte → Ausländische Anbieter drängen in den Markt
- Zukünftige hohe Investitionen in Produktionsanlagen, die nicht ausgelastet werden können
- Qualitätsprobleme bei der Export-Babynahrung



Company Research

Finanzteil → Erfolgsrechnung (inklusive Uckermärker ab 1.1.2015)

In CHF m FY to Dec. 31	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (net)	319.3	327.4	392.3	345.9	350.9	346.2	346.1	375.9	411.2	602.4	623.4
Inventory changes	1.0	4.0	24.3	-23.5	0.9	8.4	-5.7	1.0	8.0	0.9	1.0
Other revenues	-5.6	0.0	-9.8	-7.8	-9.7	-2.6	-2.0	-3.8	-4.1	-3.0	-3.1
Production value (PV)	314.7	331.3	406.8	314.7	342.1	352.0	338.4	373.1	415.1	600.3	621.3
Cost of goods sold	-227.8	-243.3	-316.1	-231.9	-257.9	-270.7	-254.3	-287.0	-321.7	-487.6	-502.4
Gross profit	86.9	88.0	90.7	82.8	84.2	81.3	84.1	86.2	93.4	112.7	118.9
Payroll expenses	-42.8	-38.6	-39.3	-36.9	-33.0	-31.2	-32.5	-31.7	-33.0	-39.2	-39.9
Other operating expenses	-31.9	-33.2	-37.7	-32.0	-35.2	-35.6	-37.3	-36.4	-37.6	-44.8	-45.7
Total operating expenses	-74.7	-71.8	-77.0	-68.9	-68.2	-66.8	-69.8	-68.1	-70.6	-84.0	-85.6
EBITDA	12.2	16.2	13.7	13.9	16.0	14.5	14.3	18.1	22.7	28.7	33.3
Depreciation & amortization	-9.4	-9.6	-9.9	-10.4	-11.9	-12.6	-11.6	-7.8	-7.7	-10.2	-12.0
EBIT	2.8	6.6	3.8	3.4	4.1	1.9	2.759	10.3	15.0	18.5	21.3
Interest income/expenses (net)	-0.9	5.1	-3.3	-2.7	-2.2	-4.9	-4.0	-3.9	-3.3	-3.2	-3.1
EBT recurring	1.9	11.8	0.4	0.7	1.9	-3.0	-1.3	6.5	11.7	15.3	18.2
Nonrecurring items (net)	0.6	-0.5	1.2	-7.1	1.4	16.5	-34.1	-0.2	-1.8	0.0	0.0
Pretax profit	2.6	11.2	1.6	-6.3	3.3	13.5	-35.4	6.3	9.9	15.3	18.2
Taxes	-0.5	-2.1	-0.2	1.3	0.8	-1.1	0.1	-0.3	-1.5	-2.3	-2.7
Net Group profit	2.1	9.2	1.4	-5.1	4.1	12.4	-35.3	6.1	8.4	13.0	15.5
Minority interests	-0.3	-0.3	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	-1.0	-1.5
Net profit	1.8	8.9	1.6	-4.9	4.0	12.4	-35.4	6.1	8.4	12.0	14.0
Adjusted net profit	1.2	10.3	1.3	3.0	3.5	-3.3	-0.5	7.0	11.0	12.0	14.0
Growth (in %)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (net)	-6.0	2.5	19.8	-11.8	1.4	-1.3	0.0	8.6	9.4	46.5	3.5
EBITDA	-18.4	32.8	-15.5	1.1	15.5	-9.1	-1.5	26.4	25.7	26.3	16.1
EBIT	-42.7	139.4	-43.5	-8.9	19.8	-53.7	45.4	n.m.	45.9	23.2	15.2
Net profit	-8.5	n.m.	-81.7	n.m.	-182.1	n.m.	n.m.	-117.3	37.7	42.4	16.5
Margin analysis (in %)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Cost of goods sold	72.4	73.4	77.7	73.7	75.4	76.9	75.2	76.9	78.2	80.9	80.6
Gross margin	27.6	26.6	22.3	26.3	24.6	23.1	24.8	23.1	22.5	18.8	19.1
Payroll expenses/PV	13.6	11.7	9.7	11.7	9.7	8.9	9.6	8.5	8.0	6.5	6.4
Other op. expenses/PV	10.1	10.0	9.3	10.2	10.3	10.1	11.0	9.7	9.1	7.5	7.4
EBITDA margin	3.8	5.0	3.5	4.0	4.6	4.2	4.1	4.8	5.5	4.8	5.3
EBIT margin	0.9	2.0	1.0	1.0	1.2	0.5	0.8	2.7	3.7	3.1	3.4
Tax rate	26.0	17.7	44.0	-176	-43.7	-37.4	6.0	4.1	15.0	15.0	15.0
Debt figures	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net debt/ Equity (Gearing)	57.0%	17.1%	30.6%	26%	40%	37%	52%	39%	34%	27%	18%
Net debt/ EBITDA	4.6x	1.1x	3.1x	2.5x	3.2x	3.5x	3.6x	2.2x	1.9x	1.3x	0.8x
Interest Cover (EBITDA)	14.3x	-3.2x	4.1x	5.1x	7.3x	3.0x	3.6x	4.7x	6.9x	9.0x	10.8x
Interest Cover (EBIT)	3.3x	-1.3x	1.1x	1.3x	1.9x	0.4x	0.7x	2.7x	4.6x	5.8x	6.9x

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank

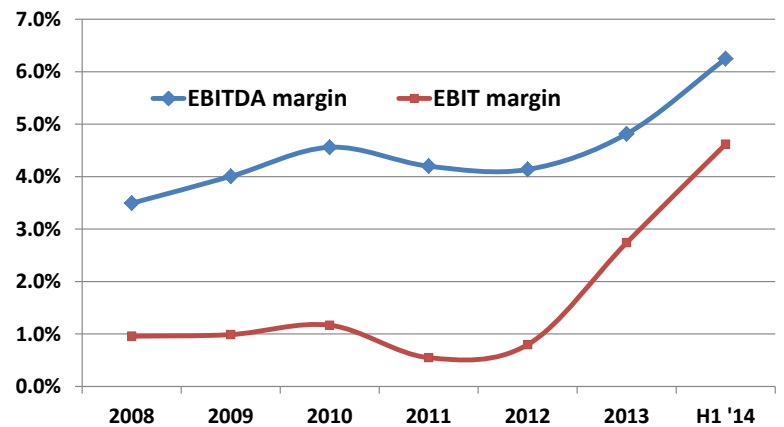


Turm 8 wird im Jahre 2015 voll mit Babynahrung ausgelastet sein

Wir erwarten einen positiven operativen Hebel – und einen verbesserten Produktmix

Die im Jahre 2011 in Betrieb genommene Sprühturmlinie 8 in Sulgen bedient die erwartete hohe Nachfrage im Babynahrungsgeschäft – vor allem aus China. Die Linie wurde im Jahre 2010 hochgefahren, war 2011 zu ca. 60%, 2012 zu rund 80% und seit 2013 voll ausgelastet. Allerdings noch nicht mit dem idealen Produktmix, da man 2013 erst zu rund 70% Babynahrung im Turm 8 herstellte (~14'000 Tonnen). Der Rest wurde noch mit tieferwertigen Produkten wie Magermilchpulver „gefüllt“. Trotzdem hatte die erhöhte Kapazitätsauslastung bereits einen deutlich positiven Einfluss auf die Rentabilität der Anlage (operative Hebelwirkung), wie man an der sich verbessernden Rentabilität der Gruppe seit 2012 erkennen kann. Im Jahre 2014 – spätestens aber im Jahre 2015 – dürfte die Nachfrage für Babynahrung aber gross genug sein um auch die noch zur Verfügung stehenden Produktionskapazitäten von 7'000 Tonnen exklusiv für Babynahrung zu nutzen. Dies sollte einen weiteren positiven Effekt auf die Margen haben, da dieses Produkt deutlich bessere Preise erzielt. Dies kann man auch in der Tabelle 1 erkennen. Während die Babynahrung von Nutricare einen Umsatz von 6.70 CHF/kg erzielt, beträgt der Durchschnitt der Gruppe 4.20 CHF/kg. Organisch, also ohne die Akquisition der Uckermärker GmbH, sind wir deshalb bisher auch davon ausgegangen, dass sich die EBITDA-Marge von 4.8% (2013) bis im Jahr 2016 auf 6.3% verbessern würde.

Chart 7: HOCHDORF: Bessere Margen mit höherer Auslastung (Babynahrung)



Quelle: HOCHDORF, Neue Helvetische Bank Research

Inklusive der Integration der Uckermärker verändert sich das Bild, da wir glauben, dass die Gesellschaft eher geringeren Margen als die von uns für HOCHDORF geschätzten aufweist. Daher gehen wir inklusive der Uckermärker von einer temporären Reduktion der EBITDA-Marge von 5.5% (2014e) auf 4.8% (2015e) und schliesslich von einer Verbesserung auf 5.3% bis 2016e aus.



Finanzteil → Bilanz (OHNE Wandlung der Wandelanleihe in Aktien per 2016)

In CHF m FY to Dec. 31		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Cash and cash equivalent		12.1	9.3	21.2	22.1	15.4	48.6	48.1	53.9	61.2	66.6	30.9
Marketable securities			0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inventories		27.6	29.2	50.9	26.6	27.1	33.0	27.9	29.3	34.3	49.5	51.2
Trade and other receivables		32.0	37.5	47.2	33.4	39.1	36.0	42.2	42.6	48.6	61.1	61.5
Current assets		71.6	76.0	119.4	82.2	81.6	117.5	118.3	125.9	144.1	177.1	143.6
Real Estate		36.5	35.7	34.5	49.0	53.0	51.4	34.8	33.6	38.6	38.6	38.6
Other fixed assets		58.1	58.5	83.3	95.4	105.8	101.9	75.7	73.4	92.4	97.2	98.7
Net fixed assets		94.6	94.1	117.8	144.4	158.8	153.3	110.5	107.0	131.0	135.8	137.3
Goodwill / Intangibles		5.9	5.5	4.9	4.5	3.6	1.9	1.3	0.7	4.0	4.0	4.0
Associates		0.1	0.2	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
Non-core assets		9.5	9.7	9.8	7.9	8.9	8.3	8.4	8.4	10.4	10.4	10.4
Long-term assets		110.2	109.5	134.2	158.4	172.9	165.0	121.5	117.6	146.9	151.7	153.2
Total assets		181.8	185.5	253.6	240.6	254.5	282.5	239.9	243.5	291.0	328.8	296.8
In CHF m FY to Dec. 31		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Trade and other payables		3.5	41.5	39.3	40.7	46.1	34.4	35.7	40.8	46.3	74.3	76.9
Short-term interest-bearing debt		31.3	19.7	1.1	0.0	2.1	1.4	46.1	0.5	0.5	0.5	0.5
Other current liabilities										1.8	1.8	1.8
Current liabilities		34.7	61.2	40.4	40.7	48.3	35.8	81.8	41.4	48.7	76.6	79.2
Long-term interest-bearing debt		36.5	7.4	62.6	56.7	65.0	98.2	53.9	93.4	102.8	102.8	55.4
Pension provisions							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred taxes		13.0	12.3	12.2	12.4	11.4	11.1	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
Other provisions										-0.2	-0.2	-0.2
Long-term liabilities		49.4	19.8	74.7	69.1	76.4	109.3	58.3	98.4	107.6	107.6	60.2
Shareholders' equity		97.7	104.0	138.2	130.7	129.6	136.8	99.4	103.8	128.8	138.7	151.5
Minority interests		0.0	0.5	0.3	0.1	0.2	0.5	0.4	0.0	6.0	6.0	6.0
Equity & l.t. liabilities		147.1	124.3	213.2	199.9	206.3	246.7	158.1	202.1	242.4	252.2	217.6
Total liabilities & sh. equity		181.8	185.5	253.6	240.6	254.5	282.5	239.9	243.5	291.0	328.8	296.8
Balance Sheet Analysis												
Working capital analysis		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net working capital (NWC)	CHF m	56.1	25.1	58.8	19.3	20.1	34.5	34.5	31.1	34.8	34.5	34.1
NWC/revenues	%	17.6	7.7	15.0	5.6	5.7	10.0	10.0	8.3	8.5	5.7	5.5
Capital structure (CHFm)		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net cash (-debt) position	CHF m	-55.6	-17.8	-42.3	-34.5	-51.8	-51.0	-51.9	-40.0	-42.1	-36.8	-25.0
Capital employed	CHF m	153.3	122.2	180.8	165.3	181.7	188.3	151.6	143.7	176.9	181.4	182.5
Equity ratio	%	53.7	56.3	54.6	54.4	51.0	48.6	41.6	42.6	46.3	44.0	53.1
Net debt/equity (Gearing)	%	57.0	17.1	30.6	26.4	40.0	37.3	52.2	38.5	32.7	26.5	16.5
Enterprise value (CHFm)		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Market capitalization	CHF m	71	105	119	94	92	68	79	94	145	145	145
Net cash (-debt) position	CHF m	-56	-18	-42	-34	-52	-51	-52	-40	-42	-37	-25
Minority interests	CHF m	0	1	0	0	0	1	0	0	6	6	6
Book value of non-core assets	CHF m	10	10	10	8	9	8	8	8	10	10	10
Enterprise value	CHF m	127	123	161	128	144	120	132	134	193	188	176

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank



Finanzteil → Bilanz (MIT Wandlung der Wandelanleihe in Aktien im Jahre 2016)

In CHF m FY to Dec. 31		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Cash and cash equivalent		12.1	9.3	21.2	22.1	15.4	48.6	48.1	53.9	61.2	66.6	78.3
Marketable securities			0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inventories		27.6	29.2	50.9	26.6	27.1	33.0	27.9	29.3	34.3	49.5	51.2
Trade and other receivables		32.0	37.5	47.2	33.4	39.1	36.0	42.2	42.6	48.6	61.1	61.5
Current assets		71.6	76.0	119.4	82.2	81.6	117.5	118.3	125.9	144.1	177.1	191.0
Real Estate		36.5	35.7	34.5	49.0	53.0	51.4	34.8	33.6	38.6	38.6	38.6
Other fixed assets		58.1	58.5	83.3	95.4	105.8	101.9	75.7	73.4	92.4	97.2	98.7
Net fixed assets		94.6	94.1	117.8	144.4	158.8	153.3	110.5	107.0	131.0	135.8	137.3
Goodwill / Intangibles		5.9	5.5	4.9	4.5	3.6	1.9	1.3	0.7	4.0	4.0	4.0
Associates		0.1	0.2	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
Non-core assets		9.5	9.7	9.8	7.9	8.9	8.3	8.4	8.4	10.4	10.4	10.4
Long-term assets		110.2	109.5	134.2	158.4	172.9	165.0	121.5	117.6	146.9	151.7	153.2
Total assets		181.8	185.5	253.6	240.6	254.5	282.5	239.9	243.5	291.0	328.8	344.2
In CHF m FY to Dec. 31		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Trade and other payables		3.5	41.5	39.3	40.7	46.1	34.4	35.7	40.8	46.3	74.3	76.9
Short-term interest-bearing debt		31.3	19.7	1.1	0.0	2.1	1.4	46.1	0.5	0.5	0.5	0.5
Other current liabilities										1.8	1.8	1.8
Current liabilities		34.7	61.2	40.4	40.7	48.3	35.8	81.8	41.4	48.7	76.6	79.2
Long-term interest-bearing debt		36.5	7.4	62.6	56.7	65.0	98.2	53.9	93.4	102.8	102.8	55.4
Pension provisions							0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deferred taxes		13.0	12.3	12.2	12.4	11.4	11.1	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
Other provisions										-0.2	-0.2	-0.2
Long-term liabilities		49.4	19.8	74.7	69.1	76.4	109.3	58.3	98.4	107.6	107.6	60.2
Shareholders' equity		97.7	104.0	138.2	130.7	129.6	136.8	99.4	103.8	128.8	138.7	198.9
Minority interests		0.0	0.5	0.3	0.1	0.2	0.5	0.4	0.0	6.0	6.0	6.0
Equity & l.t. liabilities		147.1	124.3	213.2	199.9	206.3	246.7	158.1	202.1	242.4	252.2	265.0
Total liabilities & sh. equity		181.8	185.5	253.6	240.6	254.5	282.5	239.9	243.5	291.0	328.8	344.2
Balance Sheet Analysis												
Working capital analysis												
Net working capital (NWC)	CHF m	56.1	25.1	58.8	19.3	20.1	34.5	34.5	31.1	34.8	34.5	34.1
NWC/revenues	%	17.6	7.7	15.0	5.6	5.7	10.0	10.0	8.3	8.5	5.7	5.5
Capital structure (CHFm)												
Net cash (-debt) position	CHF m	-55.6	-17.8	-42.3	-34.5	-51.8	-51.0	-51.9	-40.0	-42.1	-36.8	22.4
Capital employed	CHF m	153.3	122.2	180.8	165.3	181.7	188.3	151.6	143.7	176.9	181.4	182.5
Equity ratio	%	53.7	56.3	54.6	54.4	51.0	48.6	41.6	42.6	46.3	44.0	59.5
Net debt/equity (Gearing)	%	57.0	17.1	30.6	26.4	40.0	37.3	52.2	38.5	32.7	26.5	-11.3
Enterprise value (CHFm)												
Market capitalization	CHF m	71	105	119	94	92	68	79	94	145	145	205
Net cash (-debt) position	CHF m	-56	-18	-42	-34	-52	-51	-52	-40	-42	-37	22
Minority interests	CHF m	0	1	0	0	0	1	0	0	6	6	6
Book value of non-core assets	CHF m	10	10	10	8	9	8	8	8	10	10	10
Enterprise value	CHF m	127	123	161	128	144	120	132	134	193	188	188

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank

**Das Anlagevermögen macht 44%
der Bilanzsumme aus**

**Die Abschreibungen von 2012
wären heute kaum mehr nötig**

Vorsicht bei Investitionen!

**Der ROCE ist die entscheidende
Kennzahl!**

In der Bilanz zeigt sich die Anlageintensität

Die Bilanz widerspiegelt den sehr anlageintensiven Charakter des Geschäfts. Von der Bilanzsumme von CHF 243 Mio. sind CHF 107 Mio. Anlagevermögen – und dies auch noch nach den im Jahre 2012 vorgenommenen ausserordentlichen Abschreibungen von rund CHF 40 Mio. Damit übertrifft das Anlagevermögen (CHF 107 Mio.) in der Gesamtsumme das Eigenkapital (CHF 103 Mio.) noch immer. Davon sind CHF 43.6 Mio. Immobilien und CHF 73.4 Mio. im weitesten Sinne Produktionsanlagen (Maschinen, Apparate, Produktion, Mobiliar, Geräte, Lagereinrichtungen, feste Einrichtungen etc.).

Die Eigenkapitalquote beträgt 43% (2013), was grundsätzlich solide ist, vorausgesetzt, die unterliegenden Anlagen sind werthaltig, wovon wir ausgehen. Allerdings musste man im Jahre 2012 bei den Produktionsanlagen in Hochdorf und Sulgen auch einen unerwarteten grossen Abschreiber von CHF 40 Mio. vornehmen. Dies betraf aber v.a. die alten Anlagen in Hochdorf und weniger die neue Anlage in Sulgen. Inzwischen sind beide Produktionsstandorte aber schon wieder viel besser ausgelastet und die neue Anlage in Sulgen (Turm 8) kann auch noch für die nächsten 40 Jahre produzieren. Einige der Produktionsanlagen in Hochdorf sind bereits schon in einem solchen Alter. Wenn man die heutige Rentabilität der Gruppe – und insbesondere des Turm 8 in Sulgen – anschaut, hätte man die Abschreibungen im Jahre 2012 eventuell gar nicht vornehmen müssen. Der positive Nebeneffekt ist aber, dass das Anlagevermögen nun bleibend mit tieferen Werten in der Bilanz steht.

Trotzdem beurteilen wir das Niveau der Anlageintensität als sehr hoch. Es wäre wünschenswert, wenn man die bestehenden Anlagen so stark wie möglich – und nachhaltig – auslasten könnte, bevor man nochmals neue Produktionsanlagen hinzufügt. So gesehen, stehen wir einer Akquisition – inklusive Umrüstung auf Babynahrung-Bedürfnisse – mit der Gesamtsumme von CHF 20-25 Mio. aber eher positiver gegenüber als der damaligen Investition in einen Turm in der Schweiz für eine Summe von CHF 60 Mio.

Mit dem hohen gebundenen Kapital wird es grundsätzlich aber schwer bleiben eine genügende Rendite auf dem eingesetzten Kapital zu erzielen (siehe ROCE-Tabelle unten). Allerdings erwarten wir – trotz weiterer Investitionen verbunden mit einer weiteren Erhöhung des gebundenen Kapitals – eine Verbesserung dieser Rendite über die nächsten zwei Jahre.

Tabelle 7: ROCE-Berechnung HOCHDORF

ROCE (CHFm)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
NOPAT	2.3	5.4	4.4	5.5	5.8	1.5	3.6	10.7	14.3	17.2	19.1
Capital employed	153	122	181	165	182	188	152	144	175	178	180
Average Capital Employed	148	138	152	173	173	185	170	148	159	177	179
ROCE in % (year end)	1.5%	4.4%	2.4%	3.2%	3.3%	0.8%	2.3%	7.5%	8.1%	9.6%	10.6%

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank

Definitionen

- *Capital employed: Eigenkapital + Minoritäten + Pensionsrückstellungen + kurzfristige Schulden + langfristige Schulden - Liquide Mittel - Wertschriftenbestand.*
- *NOPAT = Operativer Gewinn (EBIT) + Amortisationen (=EBITA) - Steuern*
- *Diese Definition schliesst den Netto-Goodwill ein (über das Eigenkapital), wenn man unter IFRS rapportiert. Es schliesst auch immaterielle Anlagen ein – aber es umfasst die akkumulierten Amortisationen/Impairments der Vergangenheit (zu Lasten des EK's) nicht ein (also die a.o. Abschreibung des Jahres 2012).*



Finanzteil → Cash Flow Statement

In CHF m FY to Dec. 31	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net profit before minority interests	2.0	2.1	9.2	1.4	-5.1	4.1	12.4	-35.3	6.1	8.4	13.0	16.0
Depreciation	9.9	9.2	9.3	9.7	10.2	11.7	12.6	11.5	7.8	7.0	10.2	12.0
Amortization of goodwill	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
Non-cash financial income (-)/expenses (+)			-5.6	0.1	8.4	0.0	-12.0	44.0	3.7			0.0
Inc. (+)/dec. (-) in other provisions	1.6	2.5	-0.3	-0.5	0.2	-2.3	-0.1	-6.7	0.5	-1.0	0.0	0.0
Cash flow	13.7	14.0	12.9	11.0	14.0	13.8	12.9	13.5	18.1	15.2	23.2	28.0
Inc. (-)/dec. (+) in NWC	-3.8	0.8	-3.3	-33.7	39.5	0.3	-15.2	1.9	0.1	-3.7	0.3	0.4
Operating cash flow	9.9	14.8	9.5	-22.7	53.5	14.1	-2.3	15.4	18.2	11.5	23.5	28.4
Maintenance capital expenditure (-)	-6.0	-6.0	-6.0	-7.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-3.0	-7.0	-8.0	-8.5
Operating free cash flow	3.9	8.8	3.5	-29.7	45.5	6.1	-10.3	7.4	15.2	4.5	15.5	19.9
Invest (-)/disp. (+) of fixed assets	-3.7	-2.6	2.4	-33.3	-32.3	-10.4	1.6	-0.2	-0.6	-8.0	-7.0	-5.0
Invest (-)/disp. (+) of goodwill	-0.2	-4.1	-0.4	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-4.0	0.0	0.0
Invest (-)/disp. (+) of associates			0.0	-1.5	0.0	0.8	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Invest (-)/disp. (+) of non-core assets			-0.8	0.6	0.7	0.1	17.7	0.1	-0.5	-2.0	0.0	0.0
CF from (used for) investing activities	-4.0	-6.7	1.2	-34.4	-32.0	-9.5	18.5	-0.2	-1.4	-14.0	-7.0	-5.0
Inc. (+)/dec. share capital/premium			0.0	35.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	20.1	0.0	0.0
Dividend paid (-)	-1.5	-1.4	-1.4	-2.9	-2.7	-2.6	-2.7	-2.7	-2.6	-2.7	-3.2	-3.2
Inc. (+)/dec. (-) in short-term debt			19.7	-18.7	-1.1	0.0	-0.6	-0.9	-2.5			
Inc. (+)/dec. (-) in long-term debt	1.3	-0.8	-26.6	55.1	-5.9	3.1	33.2	-0.5	-0.2	-2.6	0.0	-47.4
Inc. (-)/dec. (+) of mark. securities	0.0	0.3	1.1	-0.6	-2.9	-3.7	-4.5	-3.5	-2.8			
CF from (used for) financing activities	-0.2	-1.9	-7.2	68.3	-12.6	-3.2	25.4	-7.5	-8.2	14.8	-3.2	-50.6
Translation difference	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.5	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Increase (+)/decrease (-) in cash	-0.2	0.1	-2.5	4.1	0.9	-6.9	33.1	-0.5	5.8	5.3	5.4	-35.6

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank

Hohe Investitionen für Turm 8 in Sulgen

Die neue Sprühturmlinie 8 in Sulgen hat stolze CHF 60 Mio. gekostet, was sich vor allem bei den Investitionen der Jahre 2008 und 2009 niedergeschlagen hat. In unseren Projektionen gehen wir von weiteren Wachstums-Investitionen in der Grössenordnung von CHF 22 Mio. aus, welche in den Jahren 2014 bis 2016 anfallen dürften. Davon CHF 10-12 Mio. für die Akquisition der Uckermärker Milch GmbH und für die übrigen assoziierten Ostmilch-Gesellschaften in diesem Jahr und schliesslich noch weiter CHF 10-13 Mio. um rund die Hälfte der Produktionskapazitäten bei der Uckermärker auf Babynahrung umzustellen (14'000 Tonnen). Dies sind doch erheblich geringere Investitionen als man sie in den Jahren 2008-2009 vorgenommen hatte.

Tabelle 8a: Schuldenkennziffern (ohne Wandlung der Wandelanleihe)

Debt figures	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Net debt / Equity (Gearing)	40%	37%	52%	39%	33%	27%	17%
Net debt / EBITDA	3.2x	3.5x	3.6x	2.2x	1.9x	1.3x	0.7x
Interest Cover (EBITDA)	7.3x	3.0x	3.6x	4.7x	6.9x	9.0x	15.2x
Interest Cover (EBIT)	1.9x	0.4x	0.7x	2.7x	4.6x	5.8x	9.7x

Quelle : HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank

Aufgrund unserer Schätzungen dürften sich die Schuldenkennziffern trotz der weiteren Investitionen in das Wachstum der Babynahrungssparte weiterhin leicht verbessern, was natürlich auch daran liegt, dass man die Finanzierung des Wachstums vor allem über die Aufnahme von Eigenmitteln vornimmt.



Finanzteil → Regionen & Produktgruppen

Umsatz Regionen (CHF Mio.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Schweiz	252.3	310.5	264.2	239.3	232.1	210.0	218.2	238.5	244.9	249.8
Europa	38.1	42.5	48.7	71.6	70.2	71.7	80.6	85.2	249.8	235.5
Asien (bis 2011 inkl. Naher Osten)	16.6	22.7	16.9	27.6	32.2	18.7	25.0	31.2	37.4	43.0
Naher Osten/Afrika						37.0	45.2	48.9	50.2	57.8
RoW	20.4	16.5	16.2	12.4	11.7	8.7	6.9	7.5	20.1	37.3
Total	327.4	392.3	345.9	350.9	346.2	346.1	375.9	411.2	602.4	623.4

Geographical Revenues Growth (%)										
Region (growth in %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Schweiz	n.a.	23.1	-14.9	-9.4	-3.0	-9.5	3.9	9.3	2.7	2.0
Europa	n.a.	11.7	14.4	47.1	-1.9	2.1	12.4	5.7	193.1	-5.7
Asien (bis 2011 inkl. Naher Osten)	n.a.	36.8	-25.7	63.5	16.5	-41.8	33.3	25.0	20.0	15.0
RoW	n.a.	-19.1	-1.8	-23.5	-5.6	-26.0	-20.2	8.0	168.8	85.8
Total gross revenues	n.a.	19.8	-11.8	1.4	-1.3	0.0	8.6	9.4	46.5	3.5

Geographical Revenue Breakdown in % of Total Revenues										
Region (%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Schweiz	77.1	79.2	76.4	68.2	67.0	60.7	58.0	58.0	40.7	40.1
Europa	11.6	10.8	14.1	20.4	20.3	20.7	21.4	20.7	41.5	37.8
Asien (bis 2011 inkl. Naher Osten)	5.1	5.8	4.9	7.9	9.3	5.4	6.6	7.6	6.2	6.9
Naher Osten / Afrika			0.0	0.0	0.0	10.7	12.0	11.9	8.3	9.3
RoW	6.2	4.2	4.7	3.5	3.4	2.5	1.8	1.8	3.3	6.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Product-Groups Revenue Breakdown										
Division (CHF Mio.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Milchpulver	169.8	173.0	148.4	180.7	186.4	170.1	181.3	193.4	240.9	232.8
Milchprodukte / Rahm	71.1	110.6	103.6	84.1	86.6	79.7	82.9	86.4	206.9	211.1
Babynahrung (CH & Ausland)	29.3	44.3	36.7	41.3	49.2	70.5	93.9	112.7	135.2	159.6
Spezialitäten / Weizenkeime	21.5	21.4	17.6	8.8	6.2	5.3	5.7	6.3	6.9	7.6
Back- / Süswaren	28.1	32.0	30.8	29.8	12.5	7.8	7.4	7.4	7.4	7.4
Übrige Produkte / DL	7.6	11.0	8.8	6.2	5.3	12.7	4.7	5.0	5.0	5.0
Total gross revenues	327.4	392.3	345.9	350.9	346.2	346.1	375.9	411.2	602.4	623.4

Divisional Breakdown of Product-Groups in % of Total Revenues										
Division (%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Milchpulver	51.9	44.1	42.9	51.5	53.8	49.1	48.2	47.0	40.0	37.3
Milchprodukte / Rahm	21.7	28.2	30.0	24.0	25.0	23.0	22.1	21.0	34.4	33.9
Babynahrung (CH & Ausland)	8.9	11.3	10.6	11.8	14.2	20.4	25.0	27.4	22.5	25.6
Spezialitäten / Weizenkeime	6.6	5.4	5.1	2.5	1.8	1.5	1.5	1.5	1.1	1.2
Back- / Süswaren	8.6	8.1	8.9	8.5	3.6	2.3	2.0	1.8	1.2	1.2
Übrige Produkte / DL	2.3	2.8	2.5	1.8	1.5	3.7	1.3	1.2	0.8	0.8
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Product-Groups Revenues Growth (%)										
Division (growth in %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Milchpulver	n.a.	1.9	-14.2	21.7	3.1	-8.7	6.6	6.7	1.6	2.0
Milchprodukte / Rahm	n.a.	55.7	-6.3	-18.9	3.0	-8.0	4.0	4.2	2.0	2.0
Babynahrung (CH & Ausland)	n.a.	51.1	-17.0	12.5	19.0	43.3	33.3	20.0	20.0	18.0
Spezialitäten / Weizenkeime	n.a.	-0.7	-17.6	-50.1	-29.2	-14.0	6.2	10.0	10.0	10.0
Back- / Süswaren	n.a.	13.6	-3.7	-3.0	-58.0	-37.8	-5.0	0.0	0.0	0.0
Übrige Produkte / DL	n.a.	45.0	-20.6	-29.6	-14.7	141.8	-62.9	5.9	0.0	0.0
Total	n.a.	19.8	-11.8	1.4	-1.3	0.0	8.6	9.4	46.5	3.5

Quelle: HOCHDORF Geschäftsbericht, Schätzungen Neue Helvetische Bank



Finanzteil → Bewertung

Price (registered)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Price (year-end)	CHF	108	119	175	132	104	102	75.7	88.3	104.0	138	138	138
Shares outstanding		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Average shares outstanding	('000)	300	600	600	750	900	900	900	900	900	976	1'052	1'052
Year-end shares outstanding	('000)	600	600	600	900	900	900	900	900	900	1'052	1'052	1'052
Fully diluted	('000)	600	600	600	900	900	900	1'350	1'350	1'350	1'482	1'482	1'482
Market capitalization	CHF m	65	71	105	119	94	92	68	79	94	145	145	145
Aggregate data		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (net)	CHF m	339.5	319.3	327.4	392.3	345.9	350.9	346.2	346.1	375.9	411.2	602.4	623.4
EBITDA	CHF m	15.0	12.2	16.2	13.7	13.9	16.0	14.5	14.3	18.1	22.7	28.7	33.3
EBIT	CHF m	4.8	2.8	6.6	3.8	3.4	4.1	1.9	2.8	10.3	15.0	18.5	21.3
Net profit (reported)	CHF m	2.0	1.8	8.9	1.6	-4.9	4.0	12.4	-35.4	6.1	8.4	12.0	14.5
Net profit (adjusted)	CHF m	1.9	1.2	10.3	1.3	3.0	3.5	-3.3	-0.5	7.0	11.0	12.0	14.5
Enterprise value	CHF m	116.0	127.0	123.3	161.4	128.2	143.8	119.7	131.7	133.6	193.1	187.8	128.6
CHF-Growth (in %)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenues (net)	%		-6.0	2.5	19.8	-11.8	1.4	-1.3	0.0	8.6	9.4	46.5	3.5
EBITDA	%		-18.4	32.8	-15.5	1.1	15.5	-9.1	-1.5	26.4	25.7	26.3	16.1
EBIT	%		-42.7	139.4	-43.5	-8.9	19.8	-53.7	45.4	n.m.	45.9	23.2	15.2
Net profit	%		-8.5	n.m.	-81.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	37.7	42.4	20.5
Book value	%		7.6	6.4	32.9	-5.4	-0.8	5.5	-27.3	4.4	24.1	7.7	43.4
Per-share data (CHF)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS (reported)	CHF	7	3	15	2	-5.5	4.5	13.8	-39.3	6.8	8.0	11.4	13.8
EPS (adjusted)	CHF	3	2	17	1	3.3	3.9	-2.5	-0.4	5.2	7.4	8.1	9.8
EBITDA	CHF	50	20	27	18	15.4	17.8	16.2	15.9	20.1	23.3	27.3	31.7
EBIT	CHF	16	5	11	5	3.8	4.6	2.1	3.1	11.4	15.4	17.6	20.3
Cash flow	CHF	46	23	21	15	15.6	15.3	14.4	15.0	20.1	15.5	22.1	26.6
BVPS (reported)	CHF	303	163	173	184	145.2	144.0	152.0	110.4	115.3	132.0	131.8	189.0
Average financial position	CHF	-171	-93	-30	-56	-38.3	-57.6	-56.7	-57.6	-44.4	-43.2	-34.9	21.3
Enterprise value	CHF	387	212	205	215	142.5	159.7	132.9	146.3	148.4	197.8	178.4	122.2
Dividend	CHF	0.0	0.0	4.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Valuation at CHF 137.8		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/E (incl. 1:7 Capital Increase)	x	16.3	39.3	11.8	60.8	-19.0	22.7	5.5	-2.2	15.3	17.2	12.1	10.0
Market cap/revenues	%	19.1	22.4	32.1	30.3	27.1	26.1	19.7	22.9	24.9	35.3	24.1	23.3
P/Cash flow	x	2.4	5.1	8.1	9.0	6.7	6.7	5.3	5.9	5.2	8.9	6.2	5.2
P/Op. cash flow	x	3.3	4.8	11.0	-4.4	1.7	6.5	-29.9	5.2	5.1	11.7	6.2	5.1
P/Book (reported)	x	0.4	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	0.7
Dividend yield	%	0.0	0.0	2.7	2.3	2.9	2.9	4.0	3.4	2.9	2.2	2.2	2.2
EV/Sales	x	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.2
EV/EBITDA	x	7.8	10.4	7.6	11.8	9.3	9.0	8.2	9.2	7.4	8.5	6.5	3.9
EV/EBIT	x	23.9	45.7	18.5	43.0	37.5	35.1	63.0	47.7	13.0	12.9	10.1	6.0
Profitability ratios (%)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE (Group)	%	n.a.	1.9	8.8	1.3	-3.7	3.1	9.3	-29.9	6.0	7.3	9.0	8.6
ROE (adjusted)	%	n.a.	2.0	9.5	1.4	-3.9	3.3	9.8	-31.6	6.4	7.7	9.5	9.0
ROA	%	1.2	1.0	4.8	0.6	-2.0	1.6	4.4	-14.7	2.5	2.9	3.7	4.2
ROCE	%	6.8	1.9	4.8	2.5	2.0	2.4	1.0	1.6	7.0	9.4	10.3	11.7



Kommentar zur Bewertung

Hoher Hebel auf Reingewinn

Deutliche Gewinnsteigerungen sind möglich

- Das erwartete weitere starke Wachstum im Bereich Babynahrung sollte den Produktemix im Turm 8 in Sulgen hin zu mehr Babynahrung (von 14'000 auf 20'000 Tonnen) und weg von den margenschwächeren Produkten (Magermilchpulver) verschieben. Dies müsste zu verbesserten Margen führen.
- Gleichzeitig sollte man auch mit der „Molkestrategie“ und anderen Produkten mit höherer Wertschöpfung bessere Margen erzielen können (siehe Seite 9 für Details).
- In der Summe sollten sich dadurch die unterliegenden operativen Margen von 2013 bis 2016 um 100-150 Basispunkte verbessern lassen (ohne Akquisitionseffekte). Die Akquisition der Uckermärker dürfte zunächst einen negativen Einfluss auf die Margen haben, aber später deutlich mehr Volumen in Babynahrung ermöglichen.
- Aufgrund der tiefen Margen hat bereits eine geringe Verbesserung des EBITDA einen erheblichen Einfluss auf den Reingewinn! Damit sollte es möglich sein den Reingewinn von 2013 bis 2015e zu verdoppeln (von CHF 6 Mio. auf CHF 12 Mio.). Dies inklusive der Uckermärker.

Potential für eine attraktive Bewertung

- Auf Basis der erwarteten Zahlen des Jahres 2014e scheint die Aktie fair bewertet zu sein.
- Aufgrund unserer Schätzungen für das Jahr 2015E ergibt sich aber für dieses Jahr eine deutlich vorteilhaftere Bewertung (P/E 2015E von 12.1x, EV/EBITDA 6.5x, EV/EBIT 10.2x).

Tabelle 9: Bewertung mit 1'029'000 Aktien (inkl. 1:7 Kapitalerhöhung)

Valuation at CHF 137.8		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/E (incl. 1:7 Capital Increase)	x	16.3	39.3	11.8	60.8	-19.0	22.7	5.5	-2.2	15.3	17.2	12.1	10.0
Market cap/revenues	%	19.1	22.4	32.1	30.3	27.1	26.1	19.7	22.9	24.9	35.3	24.1	23.3
P/Cash flow	x	2.4	5.1	8.1	9.0	6.7	6.7	5.3	5.9	5.2	8.9	6.2	5.2
P/Op. cash flow	x	3.3	4.8	11.0	-4.4	1.7	6.5	-29.9	5.2	5.1	11.7	6.2	5.1
P/Book (reported)	x	0.4	0.7	1.0	0.7	0.7	0.7	0.5	0.8	0.9	1.0	1.0	0.7
Dividend yield	%	0.0	0.0	2.7	2.3	2.9	2.9	4.0	3.4	2.9	2.2	2.2	2.2
EV/Sales	x	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.2
EV/EBITDA	x	7.8	10.4	7.6	11.8	9.3	9.0	8.2	9.2	7.4	8.5	6.5	3.9
EV/EBIT	x	23.9	45.7	18.5	43.0	37.5	35.1	63.0	47.7	13.0	12.9	10.1	6.0

Quelle : Neue Helvetische Bank

Bewertung mit Einbezug der Aktien aus der Wandelanleihe

Auch wenn wir das gesamte (noch übrige) bedingte Kapital der Wandelanleihe ebenfalls noch in die Bewertung miteinbeziehen (zusätzliche 429'292 Aktien, was eine Gesamtzahl von 1'481'529 ausstehenden Aktien ergäbe – siehe Tabelle 4), würde sich das P/E 2016E mit 14.1x noch immer in einem akzeptablen Rahmen bewegen (die Anleihe läuft bis im Mai 2016). Gleichzeitig würde man bei einer vollen Wandlung auch rund CHF 50 Mio an Schulden in Eigenkapital umwandeln können, was die Bilanzkennzahlen erheblich verbessern würde. Die EV/EBIT und EV/EBITDA-Bewertungskennzahlen würden sich dadurch aber kaum ändern, da sich der gesamte Unternehmenswert (Enterprise Value) dadurch ja nicht verändert. Die geringeren Schulden würden durch



die steigende Anzahl Aktien (=höhere Börsenkapitalisierung) ausgeglichen werden. Dies unter der Annahme eines unveränderten Börsenkurses pro Aktie.

Ebenfalls zu beachten gilt es, dass auch bei einer vollen Wandlung der CHF 50 Mio. der Wandelanleihe nicht alle der 450'000 Aktien des autorisierten Kapitals gebraucht werden würden, sondern maximal gegen 404'000 Aktien. Die Anzahl der zu wandelnden Aktien hängt dabei von dem aktuellen Börsenkurs bei Wandlung und der bezahlten Dividende ab. Auf Basis des aktuellen Börsenkurses von CHF 138.- und der zuletzt bezahlten Dividende von CHF 3.20 pro Aktie, wären dies rund 403'877 Aktien, wovon 20'708 per 17.10.2014 aber bereits gewandelt worden sind (netto also noch 383'169 neue Aktien).

Tabelle 10: Bewertung mit 1'479'000 Aktien (inkl. autoris. Kapital)

Valuation at CHF 137.8		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
P/E (adjusted - fully diluted)	x	34.8	61.2	10.2	90.9	31.5	26.1	-30.6	-229.1	20.0	18.6	17.0	14.1
EV/EBITDA	x	7.8	10.4	7.6	11.8	9.3	9.0	8.2	9.2	7.4	8.5	6.5	3.9
EV/EBIT	x	23.9	45.7	18.5	43.0	37.5	35.1	63.0	47.7	13.0	12.9	10.1	6.0

Quelle : Neue Helvetische Bank

This document was produced by and the opinions expressed are those of Helvetische Bank AG as of the date of writing and are subject to change. It has been prepared solely for information purposes and for the use of the recipient. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Helvetische Bank AG to any person to buy or sell any security. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or retrieved from sources believed to be reliable but Helvetische Bank AG does not make any representation as to their accuracy, quality or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. Neither this document nor any copy thereof may be sent to or taken into the United States or distributed in the United States or to a US person; in certain other jurisdictions the distribution may be restricted by local law or regulation. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of Helvetische Bank AG."