

Donnerstag, 10. April 2014

## Geflüster

### Nigeria – die grösste Wirtschaftsmacht des schwarzen Kontinents

Nigeria hat überraschend den Titel als stärkste Wirtschaftsmacht Afrikas übernommen. Das Land liegt nach neuen Berechnungen weit vor dem bisherigen Spitzenreiter Südafrika. Die neuen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt Nigerias sind nicht nur ein wichtiger Erfolg für das Land, sondern bestätigen auch die Investitionspläne vieler ausländischer Unternehmen, die in Afrika zunehmend risikoreichere Märkte im Visier haben.

Das Bruttoinlandsprodukt von Nigeria lag im vergangenen Jahr bei USD 510 Mrd. und damit um 89% über dem Wert, den die meisten Ökonomen der Wirtschaft zugetraut hatten. Die Berechnung des BIP war ein Kraftakt für die Statistiker. Über fünf Jahre lang hat die Behörde Daten über eine der größten informellen Märkte der Welt gesammelt. In den vergangenen Jahren haben Statistiker mit Motorrädern und Schnellbooten das Land durchquert, um Internetcafé-Besitzer, Filmproduzenten und andere Geschäftsleute aufzusuchen und bisher nicht berücksichtigte Branchen endlich bei der Erhebung zu erfassen. Das letzte Mal, als Nigeria eine so vollständige Erhebung vorgenommen hat, schrieb man das Jahr 1990. Und dieses Mal hat die Behörde die Veröffentlichung der Ergebnisse drei Mal verschoben, um die Berechnungen zu prüfen. Die starke Entwicklung der Wirtschaft in den vergangenen Jahren hatte bereits viele internationale Konzerne in das Land gezogen. Dieses Jahr wird der Autobauer Nissan erstmals tausende Fahrzeuge in Nigeria produzieren, die dann auf den mit Schlaglöchern übersäten Straßen fahren werden. General Electric hatte angekündigt, für bis zu USD 10 Mrd. neue Turbinen für private Kraftwerke zu bauen. Und der Konsumgüterkonzern Procter & Gamble will ein weiteres Werk errichten, in dem Windeln hergestellt werden sollen. Nigeria soll laut Daten der Vereinten Nationen bis zum Jahr 2045 die USA als weltweit drittreichstes Bevölkerungsland ablösen. (Quelle: Wall Street Journal)

**Konklusion:** Der Aufstieg Nigerias ist vor allem auf die Demografie zurückzuführen. Die Bevölkerung des Landes ist jung und wächst schnell. Allein bis zum Jahr 2050 wird die Bevölkerung sieben Mal so gross sein wie jene in Südafrika. Doch wo Licht ist, gibt es aber auch Schatten. So gehören Bestechung und Diebstahl zum Daily Business im nigerianischen Geschäftsalltag. Aus diesem Grund haben bereits zahlreiche Investoren und Unternehmen dem Land entnervt den Rücken zugekehrt. Nicht so die börsenkotierten Fastfoodketten YUM Brands (YUM US) und Domino's Pizza (DPZ US). Deren Filialen sind bei der jungen Bevölkerung total en vogue. So gehören beispielsweise die fünf nigerianischen Pizzabäckereien von Domino's Pizza zu jenen, mit den weltweit höchsten Kundenfrequenzen.

## Monitor

### Vorbörsliche Indikation

SMI - Future	8'344.00	0.47%
DAX - Future	9'561.50	0.41%
S&P500 - Future	1'864.80	0.00%
Nasdaq 100 - Future	3'592.50	0.04%

### Referenz Obligationen

Bond	Yield
Switzerland (10Y)	0.92%
USA (10Y)	2.67%
USA (30Y)	3.56%
Germany (10Y)	0.94%

### Asien

Nikkei 225	14'300.12	0.00%
Hang Seng	23'034.11	0.84%
Shanghai Comp.	2'131.08	1.23%
S&P BSE SENSEX INDE	22'733.00	0.14%
ASX 200	5'480.80	0.31%

### USA

Dow Jones Ind. Avg	16'437.18	1.11%
S&P500	1'872.18	1.09%
Nasdaq Comp	4'183.90	1.72%

### Forex

USD/CHF	0.8804	0.09%
EUR/CHF	1.2184	-0.02%
GBP/CHF	1.4775	0.02%
JPY/CHF	0.8657	0.38%
EUR/USD	1.3840	-0.11%
USD/JPY	101.7100	-0.28%

### Rohstoffe

Gold USD/oz	1'316.85	0.39%
Silver USD/oz	19.97	0.46%
Oil WTI (USD/Barrel)	103.36	-0.23%
CRB - Index	309.52	0.50%

## News

### Züblin (ZUBN SW): Fokussierung auf Deutschland und Frankreich → Vorzeitige Rückzahlung der Unternehmensanleihe

Der Verwaltungsrat der Züblin Immobilien Holding hat an der gestrigen Sitzung beschlossen, das Portfolio auf Deutschland und Frankreich zu fokussieren und die Schweizer Immobilien (Anteil am Gesamtportfolio per September 2013: 22%) zu verkaufen. In diesem Zusammenhang soll den Obligationären der 4%-Anleihe, deren Laufzeit bis 20. Juli 2015 dauert, voraussichtlich in der zweiten Jahreshälfte 2014 ein Angebot zum vorzeitigen Rückkauf ihrer Obligationen unterbreitet werden. Der Verkauf der nicht strategischen Liegenschaften in Deutschland und den Niederlanden ist weiter fortgeschritten, macht jedoch eine erneute Wertkorrektur notwendig. Züblin rechnet per 31. März 2014 gemäss ungeprüften, vorläufigen Zahlen mit einem Konzernverlust von CHF 65 Mio., davon CHF 16 Mio. (Umgliederung von Zinsabsicherungsgeschäften vom Eigenkapital in die Erfolgsrechnung) ohne Einfluss auf den Net Asset Value (NAV), da diese Wertkorrektur bereits im Eigenkapital berücksichtigt war. Per Ende März 2014 betrug der NAV von Züblin CHF 3.01.

**Kommentar:** Mit dem Verkauf der Schweizer Aktivitäten wird das Tafelsilber der Gesellschaft verkauft. Damit ist der erste Schritt der Abwicklung eingeleitet. Nach erfolgreichem Verkauf der Schweizer Aktivitäten wird den Bondholdern ein Rückkaufangebot gemacht. Der Rückkaufpreis entspricht der Differenz zwischen dem noch auflaufenden Coupon und dem Libor-Satz für die Restlaufzeit sowie dem zum Platzierungszeitpunkt verwendeten Spread von 2.96%. Zusätzlich zum Rückkaufpreis sollen die Marchzinsen bis zum Vollzugstag des Rückkaufangebots ausbezahlt werden. Wir erachten dieses Angebot als fair.

### Zur Rose (ZURRAS SW) – Integrations- und Schliessungskosten führen zu Reinverlust

In einem herausfordernden Marktumfeld gewann Zur Rose im 2013 über 100 neue Ärztekunden in der Schweiz und konnte damit ihre Marktführerschaft als Ärztegrossistin weiter ausbauen. Der Marktanteilsgewinn von 23.5% auf 23.6% widerspiegelt sich in einer Volumensteigerung von 7%. Der Medikamentenmarkt Schweiz ging trotz anhaltendem Bevölkerungswachstum, steigendem Anteil älterer und chronisch kranker Patienten sowie Erweiterung der Medikamentenpalette mit neuen, innovativen Produkten um -0.1% auf CHF 5.1 Mrd. zurück. Grund für diese Entwicklung waren die Preissenkungen insbesondere bei den patentgeschützten Medikamenten sowie das Wachstum des Generikamarkts. Ohne diese Effekte wäre der Medikamentenmarkt um 4.4% gestiegen. Der Apothekenmarkt reduzierte sich im Jahr 2013 um -1% auf CHF 2.4 Mrd. Von dieser rückläufigen Entwicklung nicht betroffen war der Versandkanal. So konnte Zur Rose ihr Volumen als Versandapotheke in der Schweiz um 7% steigern. Europas grösster Medikamentenmarkt Deutschland wuchs im 2013 um 5% auf EUR 34.1 Mrd. Davon profitierten Zur Rose EU wie auch die seit Dezember 2012 zur Gruppe gehörende DocMorris. Währenddem der Konzernumsatz dank der Über-

#### Wichtige Ergebnisse

Datum	Zeit	Firma	Ereignis
11.04.2014	07:00	Givaudan SA	Q1 Sales
11.04.2014	09:30	Tamedia AG	GV
11.04.2014	10:00	Straumann Holding	GV
11.04.2014	14:00	Swiss Re	GV
11.04.2014		EMS- Chemie Holding	Q114
11.04.2014	13:00	JPMorgan Chase	Q114
11.04.2014	14:00	Wells Fargo & Co	Q114
14.04.2014		Kühne + Nagel Int.	Q114
14.04.2014	16:00	Bell AG	GV
14.04.2014		Belimo Holding AG	GV
14.04.2014		Flughafen Zuerich	March 14 Sales
14.04.2014	14:00	Citigroup Inc	Q114
15.04.2014	07:00	Roche Holding AG	Q114 Sales
15.04.2014	07:00	Orascom Developm.	FY 13
15.04.2014	07:30	Huegli Holding AG	FY 13
15.04.2014		Nestlé SA	Q114 Sales
15.04.2014	16:00	Sika AG	GV + Q114 Sales
15.04.2014		Adecco SA	GV
15.04.2014		Sulzer AG	Q114 Sales
15.04.2014		GAM Holding	GV + Q114 Sales
15.04.2014		The Coca-Cola Co	Q114
15.04.2014		J&J	Q114
15.04.2014		Intel Corp	Q114
15.04.2014		Yahoo! Inc	Q114
16.04.2014	06:45	Credit Suisse Group	Q114
16.04.2014	07:00	Syngenta AG	Q114 Sales
16.04.2014	07:00	Inficon Holding AG	Q114
16.04.2014	10:00	Lonza Group AG	GV
16.04.2014		Tesco PLC	FY 14
16.04.2014		US Bancorp/MN	Q114
16.04.2014		Bank of America	Q114
16.04.2014		IBM	Q114



nahme von DocMorris um +74% auf CHF 911 Mio. ausgebaut werden konnte, verzeichnete der EBITDA einen deutlichen Rückgang um -80% auf CHF 4.7 Mio. Verantwortlich hierfür waren Schliessungskosten (Logistikbetrieb in Tschechien), der kostenintensive Aufbau des dm Geschäfts in Deutschland, die Integrationskosten von DocMorris sowie Wertberichtigungen im Zusammenhang mit der IT-Infrastruktur. Als Konsequenz resultierte im 2013 ein Reinverlust von CHF -15.5 Mio. Das Eigenkapital verharrte bei 33%.

#### Kennzahlen GJ 2013 vs. GJ 2012

In Mio CHF	GJ 2013	GJ 2012	+/- in %
Nettoumsatz	910.6	523.3	+74%
EBITDA	4.7	24.0	-80%
EBIT	-11.3	7.5	n.m.
Reingewinn	-15.5	6.1	n.m.

**Ausblick:** Nach einer erwartungsgemäss positiven Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Q1 2014 geht das Unternehmen von einer signifikanten Steigerung des operativen Betriebsgewinns und einer nachhaltigen Rückkehr in die Gewinnzone für das Gesamtjahr aus. Bereits im Q1 2014 konnte mit einem EBITDA von CHF 4 Mio. (Q1 2013: CHF -1.2 Mio.) fast das Niveau des ganzen Geschäftsjahrs 2013 (CHF 4.7 Mio.) erreicht werden.

**Konklusion:** Zur Rose befindet sich im Fahrplan. Die Unternehmung ist neben Galenica der führende Ärztegrossist in der Schweiz und ein Pionier im Versandhandel von Medikamenten. Mit der Übernahme von DocMorris wurde Zur Rose zudem die mit Abstand grösste Versandapotheke in Deutschland. Zur Rose ist in einem strukturellen Wachstumsmarkt tätig, welcher sich gegenüber Wirtschaftskrisen resistent zeigt. Zudem besitzt die Gesellschaft mit dem Schweizer Ärztegeschäft ein stabiles und Cash flow generierendes Rückgrat zur Rückführung der Finanzschulden und zur teilweisen Finanzierung ihrer Wachstumsinitiativen. Der Bond wird aktuell zu 108 gehandelt, was einer yield-to-maturity von 1.8% entspricht. Attraktiver ist derzeit sicherlich die Gutburg Unternehmensanleihe, welche mit einer yield-to-maturity von 3.6% handelt.

./.



## Hochdorf (HOCN SW): FY 2013 → Eindrückliche Verbesserungen! Weiterer Kapazitätsaufbau geplant & Kapitalerhöhung um 50% beantragt

**Facts:** HOCHDORF hatte bereits Ende Januar 2014 besser als erwartete Umsatzzahlen veröffentlicht. Gleichzeitig stellte man damals schon einen besser als erwarteten EBIT in Aussicht, der über dem Niveau des ersten Halbjahres zu liegen kommen sollte. Das Ergebnis fiel nun beim EBITDA im Rahmen und darunter sogar noch besser als von uns – nach diesen Ankündigungen – erwartet aus. Dies hatte allerdings vor allem mit den tiefer als erwartet ausgefallenen Abschreibungen zu tun (siehe Tabelle).

### Hochdorf FY 2013 vs. NHB-Erwartung

CHF m	H2 '12	FY '12	Δ NHB				
			H1 '13	H2 '13E	H2 '13A	H2	FY '13A
<b>Sales</b>	<b>162.3</b>	<b>346.6</b>	<b>182.5</b>	<b>193.2</b>	<b>193.4</b>	<b>0.1%</b>	<b>375.9</b>
change yoy	-2.7%	0.0%	-1.0%	19.1%	19.2%		8.4%
<b>EBITDA</b>	<b>5.1</b>	<b>14.3</b>	<b>8.4</b>	<b>10.0</b>	<b>9.7</b>	<b>-2.5%</b>	<b>18.1</b>
change yoy	-13%	-1.5%	-9.3%	96.5%	91.5%		26.4%
Margin	3.1%	4.1%	4.6%	5.2%	5.0%		4.8%
<b>EBIT</b>	<b>-0.4</b>	<b>2.8</b>	<b>4.4</b>	<b>5.4</b>	<b>5.9</b>	<b>8.2%</b>	<b>10.3</b>
change yoy	-9.6%	45.4%	38.4%	n.m.	n.m.		273%
Margin	-0.3%	0.8%	2.4%	2.8%	3.0%		2.7%
Finanzerg.	-2.0	-4.0	-2.2	-1.6	-1.6		-3.8
A.o. Gewinn	-34.1	-34.1	0.0	0.0	-0.2		-0.2
<b>PBT</b>	<b>-36.6</b>	<b>-35.4</b>	<b>2.2</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>		<b>6.3</b>
Tax	0.3	0.1	-0.4	-0.5	0.2		-0.3
Tax rate	1%	0%	19%	13%	-4%		4.2%
<b>Net Profit</b>	<b>-36.3</b>	<b>-35.3</b>	<b>1.8</b>	<b>3.4</b>	<b>4.3</b>	<b>26.4%</b>	<b>6.1</b>
change yoy	n.m.	n.m.	79.9%	-109%	-112%		n.m.
<b>Net debt</b>		<b>51.9</b>					<b>42.6</b>
<b>Net Debt / EBITDA</b>		<b>3.6x</b>					<b>2.4x</b>
Interest Cover		3.6x					4.8x

**Ausblick:** Das Wachstum im Bereich Baby Care soll weitergehen. CEO Thomas Eisenring rechnet aufgrund der angefragten Bestellmengen dort mit einem Wachstum von 18 bis 22%. Auf Gruppenebene rechnet HOCHDORF mit einem Brutto-Umsatzwachstum von rund 10%. Zudem wird eine Steigerung des nominellen EBIT-Wertes erwartet.

**Kapazitätsausbau wegen Baby Care geplant:** „Damit wir das Wachstum im Bereich Babynahrung weiterführen können, planen wir die nächste Kapazitätserweiterung“, sagt CEO Eisenring. „Die Kapazitätserweiterung werde eher im Euro-Raum umgesetzt, als in der Schweiz“, erklärt der CEO weiter.

**Kapitalerhöhung um 50% beantragt:** „Damit wir die vorgesehenen Investitionen – z.B. im Bereich Babynahrung – umsetzen können, beantragt der Verwaltungsrat der Generalversammlung eine Kapitalerhöhung von nominell CHF 4.5 Millionen, d.h. 450'000 Namenaktien zu einem Nominalwert von CHF 10.0“, erklärt Hans-Rudolf Schurter, Verwaltungsratspräsident. Dies entspricht 50% der heute ausstehenden Aktien, ohne das bedingte Kapital von ebenfalls 450'000 Aktien, welches für die 3% Wandelanleihe reserviert ist, die am 30.5.2016 fällig wird und einen Wandelpreis von CHF 124 aufweist (Börsenkurs HOCHDORF von gestern CHF 120).



**Kommentar → Gute Zahlen, Nettoverschuldung gesunken:**

Nach einem vielversprechenden ersten Halbjahr fiel das zweite Semester – auch auf der Ebene des EBITDA – nochmals besser aus. Dies ist umso positiver zu werten, als das H2 in den beiden Vorjahren jeweils besonders schwach ausfiel. Positiv fiel uns ebenfalls auf, dass die Nettoverschuldung mit rund CHF 43 Mio. gegenüber den rund CHF 52 Mio von Ende 2012 doch spürbar gesenkt werden konnte. Dies hat mit dem tieferen Investitionsvolumen zu tun, welches nur noch CHF 4.0 Mio betrug, was gegenüber den CHF 8.7 Mio des Vorjahres eine deutliche Reduktion darstellt (CHF 6.6 Mio in 2011 und CHF 18.7 Mio. in 2010).

**Positiver Bereich der Babynahrung:** Im Bereich Baby Care konnte die HOCHDORF Nutricare AG das anspruchsvolle Wachstumsziel von 20 bis 30% mit einem Wert von 33.8% übertreffen. Hauptverantwortlich für das Wachstum waren vor allem die Märkte in Asien, insbesondere China und Vietnam, sowie die Märkte des Nahen Ostens und Nordafrikas. Die grosse Zunahme führte entsprechend zu einer deutlich besseren Auslastung der Anlagen zur Herstellung von Babynahrung („Turm 8“ in Sulgen), und auch die Wertschöpfung konnte gesteigert werden. Per 1.1.2014 ist die HOCHDORF Nutricare AG nun eine 100%-Tochter der HOCHDORF Holding AG.

**Konklusion/Kommentar:** HOCHDORF ist operativ auf dem richtigen Weg. Unter dem neuen CEO, Dr. oec. HSG Thomas Eisenring (seit dem 1. Juni 2013 verantwortlich), haben sich die Zahlen deutlich verbessert – und dies auch rascher als erwartet. Seine strategischen Schwerpunkte (Auslastungen erhöhen, Förderung Baby Care, Wertschöpfung steigern, Vereinfachung der internen Strukturen) machen absolut Sinn. Dies hat sich nun bereits im H2 2103 positiv ausgewirkt. Für die folgenden Jahre sehen wir am Horizont aber noch weitere Chancen für deutliche Verbesserungen aufkommen. Die Produktgruppe Babynahrung weist langfristig sowieso ein erhebliches Wachstumspotential auf, was sich durch eine verbesserte Auslastung mittelfristig auch in einer deutlich verbesserten Rentabilität niederschlagen müsste. Durch die oben erwähnten Massnahmen, müsste man aber auch im angestammten Geschäft (Milch- und Molkepulver) deutliche Verbesserungen erzielen können.

Jetzt kommt allerdings bereits schon wieder eine wesentliche Kapazitätserweiterung auf HOCHDORF zu, verbunden mit einer wesentlichen Kapitalerhöhung. Dies wird dann zunächst zu einem Anstieg der Fixkosten führen den man erst mit einer Verzögerung durch die steigenden Volumen wird kompensiert können. Bezüglich der (massiven ) Kapitalerhöhung vermisse wir in der Presseerklärung noch eine Aussage bezüglich der Bezugsrechte für die bestehenden Aktionäre... Wenn das Geld dieser Transaktion rentabel in Baby Care reinvestiert wird, besteht für die Aktie – trotz der Kapitalerhöhung – langfristig weiteres Potential. Zur finalen Beurteilung fehlen uns hier aber noch die Details der geplanten Aktionen.





#### Advisory Services

Tel: +41 (44) 204 56 39

[advisoryservices@neuehelvetischebank.ch](mailto:advisoryservices@neuehelvetischebank.ch)

---

This document was produced by and the opinions expressed are those of Neue 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 Neue 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 Neue 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 Neue Helvetische Bank AG."