

Freitag, 27. März 2015

Geflüster

Sanktionen – Deutsche Exporte nach Russland brechen im Januar um 35% ein

Die Warenausfuhren von Deutschland nach Russland haben im Vergleich zum Vorjahr um 35% abgenommen. Durch die Sanktionen infolge der Ukraine-Krise wird sich der Export nach Russland voraussichtlich bis 2016 nicht erholen.

Die deutschen Warenausfuhren nach Russland summierten sich im Januar auf nur noch EUR 1.44 Mrd. – dies sind gut EUR 1 Mrd. oder 35.1% weniger als ein Jahr zuvor. Einen noch stärkeren Rückgang gab es zuletzt im Oktober 2009, als die weltweite Finanzkrise die Ausfuhren drosselte. „Damit schlägt die politische Krise infolge des Ukraine-Konflikts nunmehr voll auf die Wirtschaft und die gegenseitigen Wirtschaftsbeziehungen durch“, sagte der Vorsitzende des Ost-Ausschusses der Deutschen Wirtschaft, Eckhard Cordes.

Er forderte angesichts des „rekordverdächtigen Rückgangs“ verstärkte diplomatische Anstrengungen, damit der Ukraine-Konflikt entschärft werde. „Eine zunehmende wirtschaftliche Entflechtung Russlands von Deutschland und der EU kann nicht in unserem Interesse liegen“, sagte Cordes. „Alte Aufträge sind abgearbeitet, neue Handelsgeschäfte werden durch die Rubel-Schwäche infolge des niedrigen Ölpreises und durch die Wirtschaftssanktionen erschwert.“ Russische Unternehmen kämen nur noch schwer an Kredite, deutsche Firmen hielten sich mit Investitionen zurück. Die Deutsche Industrie- und Handelskammer (DIHK) erwartet bislang ein Minus von maximal 15%, nachdem die Ausfuhren im 2014 um über 18% auf EUR 29.3 Mrd. gefallen waren. Deutschland liefert insbesondere Maschinen, Fahrzeuge und chemische Produkte nach Russland.

Die Europäische Union hatte nach der Krim-Annexion Sanktionen gegen Russland verhängt, die wegen des Kampfes prorussischer Separatisten in der Ostukraine mehrfach verschärft wurden. Russland steckt zudem in einer Rezession, während die heimische Währung Rubel kräftig abgewertet hat. Damit gehen enorme Kaufkraftverluste russischer Abnehmer einher, wodurch die Nachfrage nach deutschen Waren zusätzlich gedrückt wird. Die Deutschen exportieren nicht nur weniger nach Russland, sondern importiert auch weniger aus dem Schwellenland. Die Einfuhren brachen im Januar ebenfalls um gut ein Drittel auf knapp EUR 2.5 Mrd. ein. (Quelle: Deutsche Mittelstandsnachrichten)

Kommentar: Neben der menschlichen Tragik und der politischen Dimension der Ukraine-Krise spürt man nun – mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung – in Deutschland und Europa auch die negativen wirtschaftlichen Einflüsse der getroffenen Massnahmen gegen Russland. Diese Massnahmen tun eben nicht nur Russland weh, sie haben auch einen negativen Rückkoppelungseffekt auf die eigene Wirtschaft. Aus dieser Sicht wäre eine schnelle Lösung des Konflikts zu begrüßen. Leider hat Russland vermutlich eine andere Agenda als der Westen...und vermutlich auch einen starken Durchhaltewillen.

Monitor

Vorbörsliche Indikation

SMI - Future	8'955.00	0.34%
DAX - Future	11'920.50	0.37%
S&P500 - Future	2'049.90	0.07%
Nasdaq 100 - Future	4'313.00	0.05%

Referenz-Obligationen

Bond	Yield
Switzerland (10Y)	-0.03%
USA (10Y)	1.98%
USA (30Y)	2.57%
Germany (10Y)	0.21%

Asien

Nikkei 225	19'285.63	-0.95%
Hang Seng	24'486.20	-0.04%
Shanghai Comp.	3'691.10	0.24%
S&P BSE SENSEX INDEX	27'445.34	-0.04%
ASX 200	5'919.94	0.70%

USA

Dow Jones Ind. Avg	17'678.23	-0.23%
S&P500	2'056.15	-0.24%
Nasdaq Comp	4'863.36	-0.27%

Forex

USD/CHF	0.9676	0.48%
EUR/CHF	1.0473	-0.09%
GBP/CHF	1.4349	0.35%
JPY/CHF	0.8101	0.27%
EUR/USD	1.0822	-0.57%
USD/JPY	119.43	0.20%

Rohstoffe

Gold USD/oz	1'198.35	-0.54%
Silver USD/oz	16.99	-0.78%
Oil WTI (USD/Barrel)	50.37	-2.06%
CRB - Index	219.49	1.07%

News

Hochdorf (HOCN SW): FY 2014 → Auch im H2 nochmals deutliche Verbesserungen!

Facts: HOCHDORF hat gestern starke, gegenüber dem Vorjahr nochmals deutlich verbesserte Zahlen bekanntgegeben (siehe Tabelle). Der Ausblick für 2015 deutet, aufgrund der Währungssituation, auf ein gehaltenes operatives Ergebnis hin – inklusive der per 1.1.2015 neu konsolidierten Uckermärker Milch GmbH in Deutschland. Auch das zweite Halbjahr 2014 war im Vergleich zum Vorjahr geprägt von deutlich höheren Milchmengen und einer entsprechend höheren Auslastung der Anlagen. Zudem half das Russland-Embargo (Import-Stop für Milchprodukte aus der EU nach Russland) den Operationen im Baltikum (HOCHDORF Baltic Milk UAB), weil man dadurch von viel tieferen Beschaffungskosten bei der Milch profitieren konnte – bei stabilen Verkaufspreisen. Die im letzten Jahr in Angriff genommenen Effizienzsteigerungen und Sparmassnahmen haben ebenfalls Wirkung gezeigt. Die EBITDA-Marge konnte dementsprechend von 4.8% auf 6.3% gesteigert werden und die EBIT-Marge verdoppelte sich fast von 2.7% auf 4.7%. Im Vergleich zum Vorjahr stieg der Geldfluss aus Betriebstätigkeit von CHF 18.2 Mio. auf CHF 20.5 Mio. Es wurden Investitionen von CHF 18.3 Mio getätigt und für Akquisitionen wurden CHF 15.1 Mio verwendet. Die Nettoverschuldung belief sich akquisitionsbedingt per Ende 2014 auf CHF 46.8 Mio. (VJ CHF 40.0 Mio.). Die Eigenkapitalquote betrug trotz der Akquisitionen 43.2% (Vorjahr 42.6%).

HOCHDORF: FY 2014 vs. Vorjahr und NHB-Schätzungen

CHF m	FY '13	H1 '14	H2 '14	FY '14e	FY '14a	Δ NHB
Umsatz	376.1	220.7	208.0	411.2	428.7	4.3%
change yoy	8.5%	20.9%	7.4%	9.3%	14.0%	
EBITDA	18.1	13.8	13.4	22.7	27.2	19.8%
change yoy	28.2%	64.3%	38.2%	25.4%	50.3%	
Margin	4.8%	6.2%	6.4%		6.3%	
EBIT	10.3	10.2	9.8	15.0	20.0	33.4%
change yoy	257%	130%	68%	45.7%	94%	
Margin	2.7%	4.6%	4.7%		4.7%	
Finanzerg.	-3.8	-1.2	1.0	-3.3	-0.3	
A.o. Gewinn	-0.2	-1.8	-0.1	-1.8	-1.9	
PBT	6.3	7.1	10.7	9.9	17.8	80.3%
Tax	-0.3	-0.9	-0.8	-1.5	-1.7	
Tax rate	4%	12%	8%	15%	10%	
Net Profit	6.1	6.3	9.9	8.4	16.1	92.1%
change yoy	n.m.	246%	132%	39%	166%	
Net debt	40	61			46.8	
Net Debt / EBITDA	2.2x	2.8x			1.7x	
Interest Cover	4.8x	7.2x			11.7x	

Ausblick (Zitat): "Auf Gruppenebene rechnet HOCHDORF im laufenden Geschäftsjahr mit einem Brutto-Verkaufserlös im Bereich von CHF 580 bis 620 Mio, inklusive der per 1.1.2015 akquirierten Uckermärker. Der nominelle EBIT im Vergleich zum Produktionserlös wird wegen der getätigten Akquisitionen und deren Produkt-Portfolio eher etwas tiefer liegen als 2014; d.h. im Bereich von 2.8% bis 3.0%."

Wichtige Ergebnisse

Datum	Zeit	Firma	Ereignis
31.03.2015	10:00	DKSH Holding AG	GV
31.03.2015	11:30	Clariant AG	GV
31.03.2015	14:00	Kudelski SA	GV
31.03.2015		Huber & Suhner	GV
31.03.2015		Repower AG	FY 14
31.03.2015		Romande Energie	FY 14
31.03.2015		Leclanche SA	FY 14
31.03.2015		Evolve Holding SA	FY 14
01.04.2015		Barry Callebaut AG	S1 15
01.04.2015	10:00	Sulzer AG	GV
01.04.2015	14:15	Zurich Insurance Gr.	GV
01.04.2015	15:00	PSP Swiss Property	GV
01.04.2015	16:30	Geberit AG	GV
01.04.2015		Intershop Holdings	GV
01.04.2015		MCH Group AG	FY 14
01.04.2015		Monsanto Co	Q2 15
02.04.2015		Espace Real Estate	FY 14
02.04.2015		Micron Technology	Q2 15
02.04.2015		CarMax Inc	Q4 15
03.04.2015		Genfit	FY 14
03.04.2015		Karfreitag Börsen	geschlossen
06.04.2015		Ostermontag Börsen	geschlossen
		ausser USA, Japan	offen
08.04.2015		Vaudoise Assurance	FY 14
08.04.2015		Zwahlen & Mayr SA	FY 14
08.04.2015	09:30	OC Oerlikon Corp	GV
08.04.2015	10:00	Lonza Group AG	GV
08.04.2015	13:30	Swisscom AG	GV
08.04.2015		Alcoa Inc	Q1 15

Kapitalveränderungen

Datum	Firma	Ereignis
27.03.2015	Walter Meier AG	Ex-DVD 2.50
28.03.2015	Coltene Holding AG	Ex-DVD 2.50
30.03.2015	Orior AG	Kap.Rückzlg. 2.00
31.03.2015	Micronas Semic. Holding	Kap.Rückzlg. 0.05



Dieser Ausblick würde für 2015 einen EBIT von CHF 16-19 Mio indizieren (nach CHF 20 Mio in 2014). An der Finanzanalysten- und Pressekonferenz von gestern, konnte man CEO Thomas Eisenring gestern allerdings entlocken, dass der EBIT in 2015 – nach Möglichkeiten – trotzdem auf dem Niveau von 2014 gehalten werden soll. Die ersten zwei Monate seien auf jeden Fall gut verlaufen und die Situation im Baltikum präsentiert sich nach wie vor vorteilhaft.

Negativer CHF-Einfluss: Der starke CHF hat natürlich auch auf HOCHDORF einen negativen Einfluss. Dieser „frisst“ im laufenden Jahr die zusätzlichen Gewinnbeiträge der vor kurzem akquirierten Uckermärker Milch GmbH gerade wieder weg, wie auch die weiteren Verbesserungen welche man im Bereich der Babynahrung erwarten kann. Wir rechnen hier auf der Ebene des EBIT mit einem negativen Einfluss von rund CHF 4-6 Mio. Sollte HOCHDORF in 2015 allerdings tatsächlich wieder einen EBIT von gegen CHF 20 Mio erreichen, so läge diese Zahl immer noch über den CHF 18.5 Mio die wir in unserem Research-Bericht vom 20. Oktober 2014 für das Jahr 2015 geschätzt hatten (im Zusammenhang mit der 1:7 Kapitalerhöhung aufgrund der Akquisition der Uckermärker Milch GmbH). Dies weil die Ausgangsbasis des EBIT, durch die besser als erwarteten Zahlen in 2014, höher als damals angenommen ausgefallen ist. So gesehen, wäre ein EBIT von CHF 20 Mio daher immer noch respektabel. Ohne den starken CHF wäre für 2015 aber wohl noch deutlich mehr zu erwarten gewesen.

Weiterer Kapazitätsausbau im Bereich Baby Care angedacht: Die HOCHDORF Nutricare AG (Babynahrung) erreichte in 2015 ein Wachstum von über 16% auf CHF 110.0 Mio. (VJ CHF 94.5 Mio.). Das Wachstum wurde mit bestehenden Kunden im Nahen Osten, in Nordafrika und in Asien – insbesondere China – erzielt. In China konnte zudem mit einem grösseren Neukunden gestartet werden. Betreffend der limitierenden Abfüllkapazitäten versucht HOCHDORF kurzfristig die Anlagekapazitäten zu optimieren und es werden auch externe Abfüllmöglichkeiten geprüft. Wir glauben, dass dieser Bereich bis 2017 das Potential hat den Umsatz sogar bis auf CHF 160 Mio. zu steigern. Dies bedingt aber die Verfügbarkeit von zusätzlichen Produktionskapazitäten, weshalb man 2014 auch die Uckermärker Milch GmbH gekauft hat. 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.

Gemäss Aussagen von CEO Eisenring an der gestrigen Analysenpräsentation, dürften diese zusätzlichen Kapazitäten aber schon bald ausgelastet sein, da man heute aufgrund der fast erreichten Vollausslastung schon viele Aufträge ablehnen müsse. Nur schon mit den heute abgelehnten Volumen sollten sich die Kapazitäten in Deutschland per 2016 voll auslasten lassen. Aus diesem Grund muss man bereits heute an eine Erweiterung der Kapazitäten bei der Uckermärker in Deutschland denken.

Strategie der Vorwärtsintegration: HOCHDORF strebt grundsätzlich an mit ausgewählten Produkten näher an den Endverbraucher heranzurücken. Dies kann man als B2C (business-to-consumer)-Strategie bezeichnen. Hier hat man die bestehenden Eigenmarken „Babina“, „Alpen“ und „Natrapure“ im Blickfeld. Selbstverständlich muss man hier sehr vorsichtig und subtil





vorgehen, um bestehende Geschäftsbeziehungen mit Kunden nicht zu gefährden. Zudem dürfte diese Strategie auch gewisse Kosten verursachen.

Konklusion/Kommentar: HOCHDORF scheint operativ auf dem richtigen Weg zu sein. Unter dem neuen CEO, Dr. oec. HSG Thomas Eisenring (seit dem 1. Juni 2013 verantwortlich), haben sich die Zahlen massiv verbessert – und dies auch rascher als erwartet. Das starke Wachstum in der Babynahrung – und letztes Jahr auch das hohe Milchaufkommen in der Schweiz – hat die Auslastung und den Produktmix der Produktionsanlagen verbessert (mehr Babynahrung, weniger margenschwache Produkte). Die strategischen Schwerpunkte (Vereinfachung der internen Strukturen, Auslastungen erhöhen, Förderung Baby Care, Wertschöpfung und Kosteneffizienz steigern, Internationalisierung und neu die Vorwärtsintegration) haben durchaus Wirkung gezeigt. Der EBIT konnte von CHF 3 Mio (2012) auf stolze CHF 20 Mio gesteigert werden. Der Reingewinn von CHF 16 Mio hat unsere Erwartungen ebenfalls bei weitem übertroffen. Der EBIT soll – aufgrund der CHF-Stärke – in 2015 knapp gehalten werden können, was ebenfalls keine schlechte Leistung wäre. In Zukunft dürften im Bereich Babycare allerdings noch weitere Kapazitätserweiterungen auf HOCHDORF zukommen – dies wohl in Deutschland. Die Strategie der Vorwärtsintegration (Produkte für den Endkonsumenten) scheint uns ebenfalls anspruchsvoll zu sein und muss sehr subtil umgesetzt werden. Diese Vorhaben dürften noch weitere, wesentliche Investitionen bedingen. Die aktuelle Bewertung für 2015e präsentiert sich recht günstig (P/E 11x, EV/EBITDA 6.0x, EV/EBIT 9x). Dies mit einem gehaltenen EBIT von CHF 20 Mio und einem (tieferen) Reingewinn von CHF 13.3 Mio gerechnet. Die Frage ist natürlich, wie das zukünftige Wachstum finanziert werden wird. Wenn dazu in einem wesentlichen Umfang Eigenkapital verwendet würde, hätte dies natürlich einen Einfluss auf diese Bewertungszahlen.

Advisory Services

Tel: +41 (44) 204 56 39

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."