

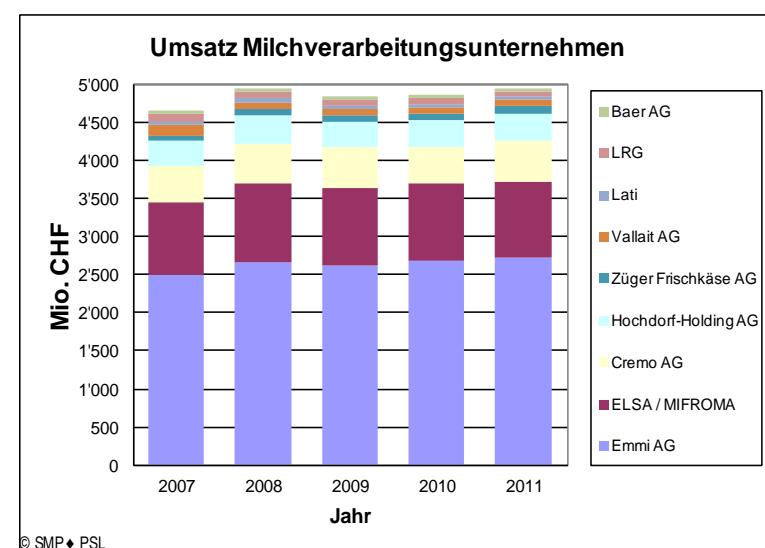
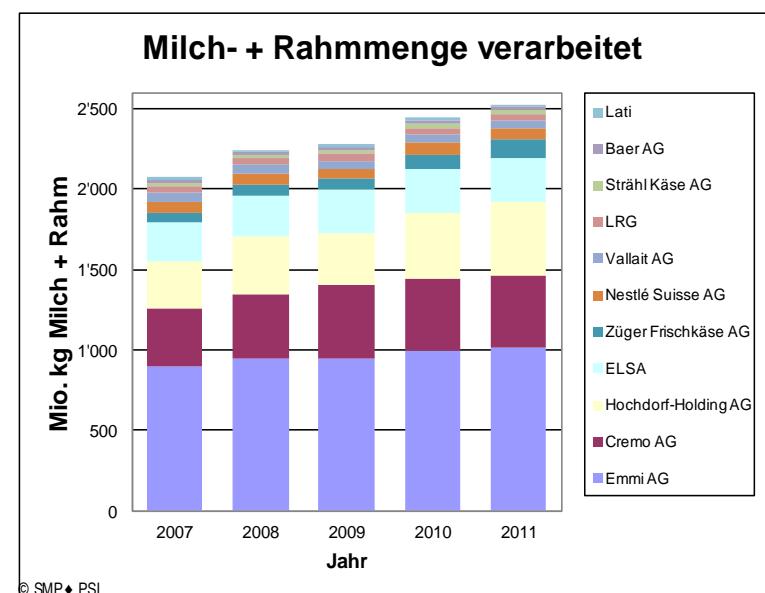
Emmi, Cremo und Hochdorf sind stark unterschiedlich aufgestellt

Die Unternehmensabschlüsse 2011 der grössten Milchverarbeiter weisen bei wichtigen Kennziffern markante Unterschiede auf, wie die Analyse der SMP zeigt.

Unternehmensabschlüsse 2011

Die publizierten Unternehmenszahlen (2011) der grössten milchverarbeitenden Unternehmen bieten einen Rückblick über das vergangene, vielfältige milchwirtschaftliche Kalenderjahr, dies gleichsam als Schnittpunkt zwischen Milchproduktion, Absatz- und Finanzmarkt. Punktum verarbeitete **Rahm- und Milchmenge** sind dies vor allem vier Unternehmen, welche den Markt mit knapp 90 Prozent, gemessen an der Molke- reimilchmenge, dominieren. Beim gegenwärtig unverändert hohen Angebotsdruck ist dies ein zentraler Aspekt für die Milchproduzenten.

Punktum Wertschöpfung wird der Milchveredelungsprozess durch die Unternehmen allerdings sehr unterschiedlich wahrgenommen. Die abgebildete **Umsatzverteilung** im Milchgeschäft enthält auch den Käsehandel (v.a. Sortenkäse aus Käsereien) und weist deshalb einen deutlich höheren Konzentrationsgrad aus als jene, die aus der verarbeiteten Milchmenge hervorgeht. Die beiden bede-



tendsten Unternehmen vereinen knapp drei Viertel des ausgewiesenen Umsatzes. Dies entspricht faktisch dem Konzentrationsgrad auf Stufe des schweizerischen

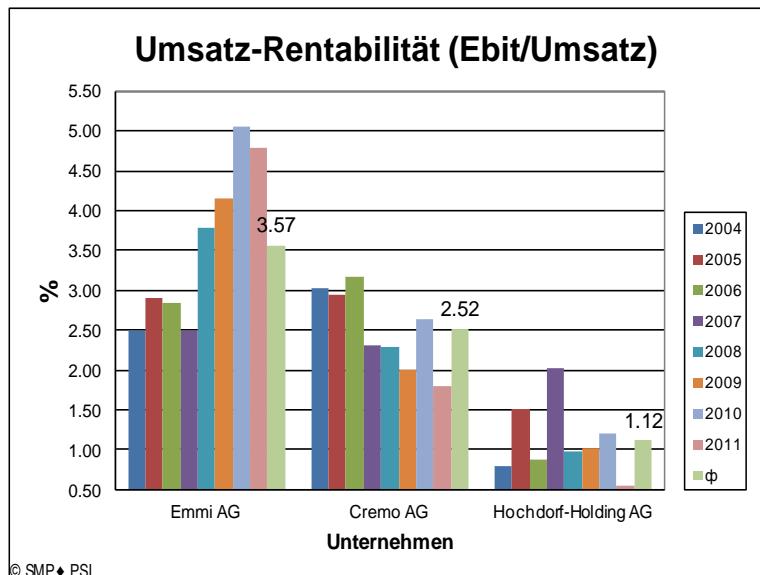
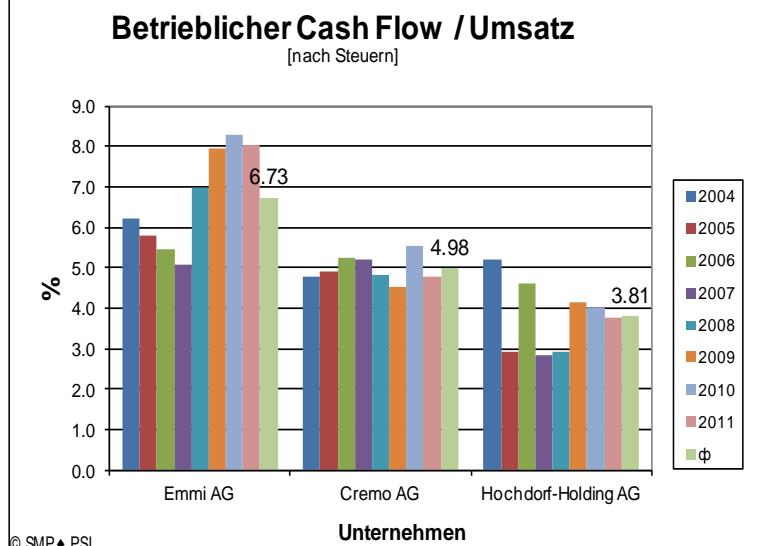
Detailhandels, wo bekanntlich die beiden grössten Unternehmen ebenfalls 80 Prozent des „Milch-Umsatzes“ zusammenfassen.

Beim **betrieblichen Cash-flow in Relation zum Umsatz (%)** zeigen sich im Durchschnitt der Jahre unverändert deutliche Unterschiede. Auch wenn die drei Unternehmen unterschiedliche Voraussetzungen haben punkto Rechnungslegung (börsenkotiert: Emmi, Hochdorf; nicht börsenkotiert: Cremo) und des unternehmerischen Fokus, lassen die betriebswirtschaftlichen Kennzahlen klare Aussagen zur Fitness der Unternehmen zu.

Die Entwicklung des Ebit (**Gewinn vor Zinsen und Steuern**) in **Relation zum Umsatz** zeigt zwischen Emmi, Cremo und Hochdorf sowohl bei der absoluten Höhe wie auch beim Trend sehr markante Unterschiede. Internationale Vergleichswerte der Rabobank International (IDF Summit 2011) gehen je nach Produktsortiment und Organisationsform im Molkereibereich von folgenden Ebit-Margen aus:

- Frischmilchproduktthersteller: 12-14%
- Käsehersteller: 5-7.5%
- Multi-Produkt-Genossenschaften: 2.0-4.0%
- Frischmilchhersteller: 5-8%

Rabobank ordnet Emmi der Kategorie der „Frischmilchproduktthersteller“ zu. Cremo wäre sachgemäß der Kategorie der Multi-Produkt-Genossenschaften („Multi-product co-ops“) zuzuordnen. Die Zahlen verdeutlichen insgesamt aber auch:

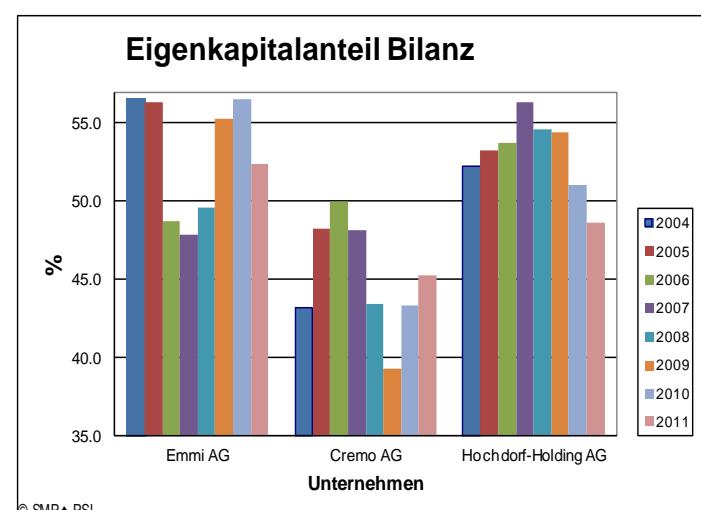
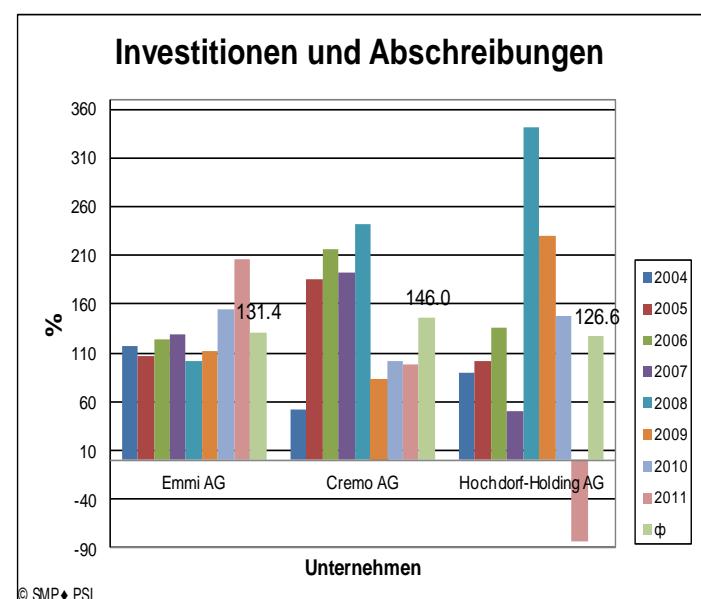
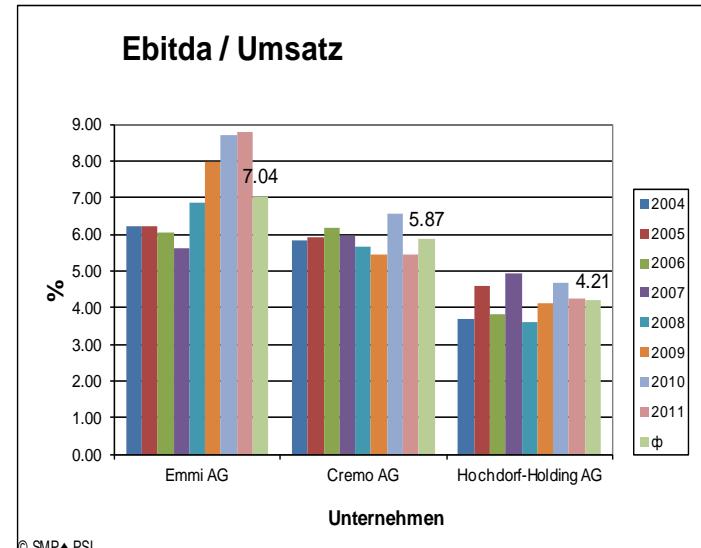


- Eine Ebit-Marge von 2.0 Prozent ist für den langfristigen Fortbestand eines industriellen Milchverarbeiters eine minimale Zielgröße.
- Der geringe Free-Float der Emmi-Titel dürfte sich dämpfend auf die Ebit-Marge auswirken. Bei einem vollständigen Free-Float wären die Erwartungen an die Ebit-Marge höher.

Beim Ebitda (**Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen**) in Relation zum Umsatz wiederholt sich die Abstufung nach Unternehmen, wenn auch auf verändertem Niveau. Die Abschreibungen beanspruchen die Differenz gegenüber dem Ebit von 3.1 bis 3.5 Prozentpunkten.

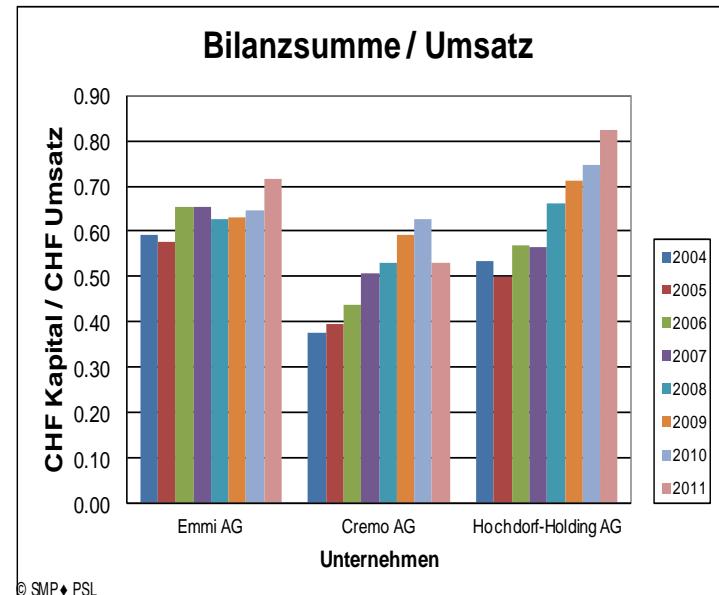
Die **Entwicklung zwischen Investitionen und Abschreibungen** unterstreicht die kontinuierliche Wachstumsstrategie bei Emmi. Cremo konsolidiert aktuell frühere Investitionen (2005-2008) und Hochdorf hat 2011 sogar bedeutende Desinvestitionen vorgenommen. Insgesamt drei unterschiedliche „Bilder“ mit drei unterschiedlichen Entwicklungen.

Der **Eigenkapitalanteil** in den öffentlichen Bilanzen liegt aktuell überall über 45 Prozent und hat abgesehen von Hochdorf steigende Tendenz. Ausstehende Wandelanleihen sind dabei dem Fremdkapital zugeordnet. Bei Cremo ist eine Anleihe mit obligatorischer Wandlung („Wandlungspflicht“) zum Preis von 150.—CHF; d.h. Agio: 5% von nominell 17 Mio. CHF (3.5%) für

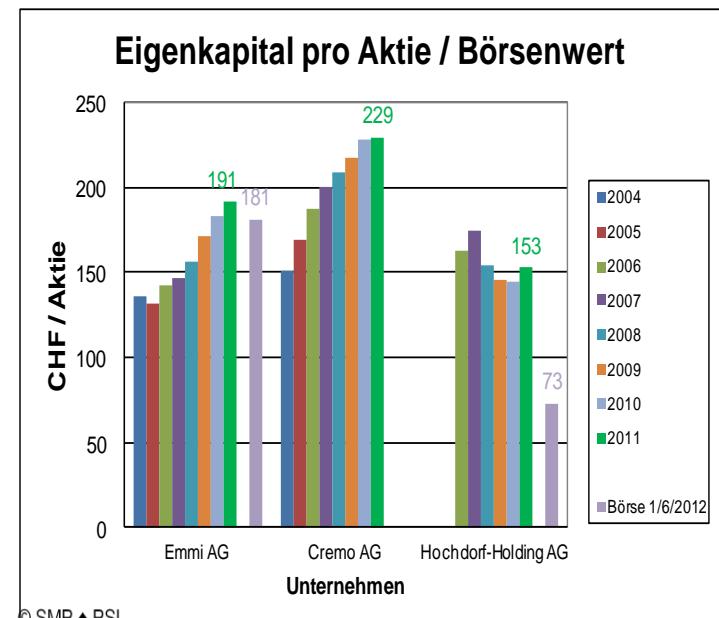


2018 ausstehend, die heute faktisch zum Eigenkapital gezählt werden kann, womit der Eigenkapitalanteil noch etwas höher zu liegen kommt. Hochdorf hat eine Wandelanleihe von nominell 50 Mio. CHF (3.0%) für 2016 ausstehend (optionale Wandlung zum Preis von 124.–CHF; d.h. Agio: 11.24).

Die **Kapitalintensität** (Relation zwischen Bilanzsumme und Umsatz) der drei aufgeführten Unternehmen schwankt aktuell zwischen rund 50 bis 80 Rp. je Umsatzfranken. Die kurzfristigen Veränderungen bei Emmi und Cremo sind zu einem wesentlichen Teil auch auf Veränderungen der Butterlager und des Umsatzes zurückzuführen sowie auf die deutliche Zunahme der immateriellen Anlagevermögen bei Emmi (Aquisitionen). Emmi geht bei ihren Wachstumsplänen von einem Kapitalbedarf von 0.8 CHF pro Umsatzfranken aus. Bei Hochdorf kann die aktuelle Umsatzentwicklung (2011) nicht mit dem Anstieg der Bilanzsumme stand halten.



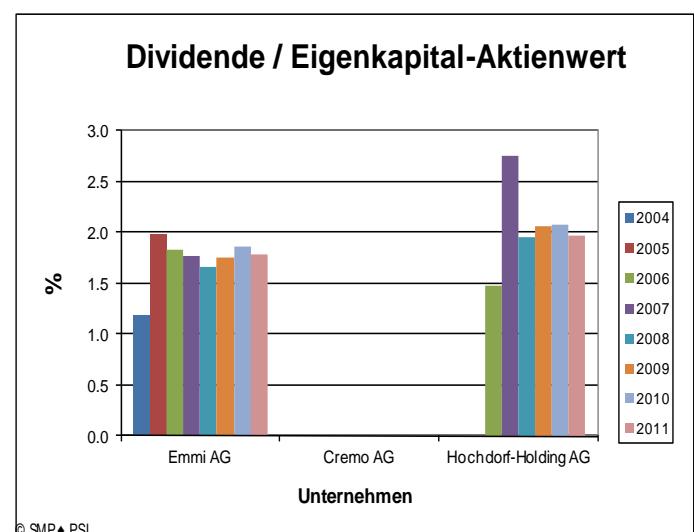
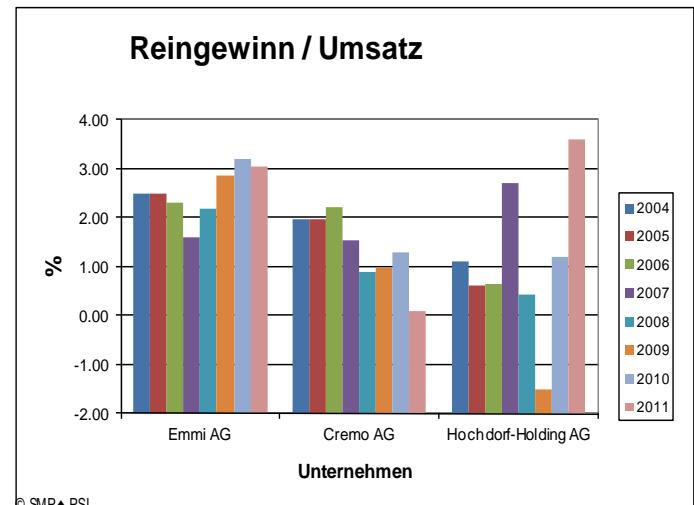
Das **Eigenkapital pro Aktie** hat sich auch 2011 bei Emmi und Cremo leicht erhöht. Hochdorf konnte 2011 die Eigenkapitalentwicklung stabilisieren. Der Börsenwert einer Aktie (→ Erwartungswert) ist bei Emmi vergleichbar mit dem Buchwert des Eigenkapitals pro Aktie. Die Hochdorf-Aktie wird heute hingegen faktisch zum halben Preis des Buchwertes gehandelt! Eine ähnliche Bonitätseinschätzung der Unternehmen ist auch aus der Marktbewertung der ausstehenden Unternehmensanleihen zu entnehmen. Während die Wandelanleihe von Hochdorf 2011-2016 (Coupon: 3%) aktuell zu gut 103 Prozent gehandelt wird, liegt der Kurs der Emmi-Anleihe 2011-2017 (Coupon: 2.125%) bei rund 105 Prozent.



Hochdorf weist 2011 die höchste **Umsatz(rein)gewinnmarge** aller drei Unternehmen aus. Dass diese Entwicklung nicht als nachhaltig eingestuft wird, zeigt sich im aktuellen Aktienkurs. Der Reingewinn basiert auf einem ausserordentlichen (einmaligen) Desinvestitionsgewinn. Cremo sieht den Gewinneinbruch im Jahr 2011 im Zusammenhang mit den Liquidationskosten von Butterlagern aus den Jahren 2009/10 im Umfang von rund 6.0 Mio. CHF. Cremo geht im Weiteren davon aus, dass der geshmälerte Gewinn 2011 auch auf einen überdurchschnittlichen Milchpreis (+2.5 Rp./kg; total: +10.85 Mio. CHF) zurückzuführen ist. Emmi hat 2011 einen Umsatzreingewinn von 3 Prozent ausgewiesen.

Über die **Dividendenausschüttung** „verzinsen“ Emmi und Hochdorf den Eigenkapitalwert über die letzten Jahre hinweg konstant mit knapp 2 Prozent. Cremo kann aufgrund der Aktionärsstruktur auf eine ordentliche Dividende verzichten, was rund 0.6 Rp./kg Milch ausmacht.

Insgesamt zeigt sich doch recht deutlich, dass die betrachteten Unternehmen sehr unterschiedlich aufgestellt sind.



Stefan Hagenbuch, SMP

