

# CPH Chemie + Papier Holding AG

Schweiz | Industrielle Produkte & Dienstleistungen

## Aufnahme der Coverage

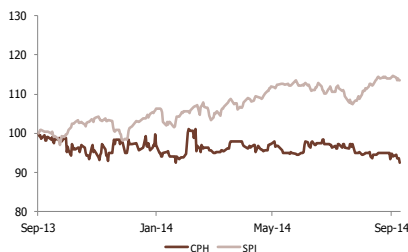
29. September 2014

### Unternehmensdaten

Preis:	CHF 1189
Marktkapitalisierung:	CHF 356.7mn
Free Float:	40.1%
Anzahl Aktien	0.30mn
Ø gehandeltes Volumen (1J)	27
Bloomberg:	CPHN SW
Reuters:	CPHN-EB
ISIN:	CH0001624717

Quelle: SIX Swiss Exchange

### Entwicklung Aktienkurs



### Wichtigsten Kennzahlen

(in CHF Mio., Ausnahme Rendite und EPS)

	GJ12	GJ13	GJ14E	GJ15E
Umsatz	489	481	500	520
EBITDA %	7,8%	6,4%	8,8%	10,1%
EBIT %	(4,5%)	(5,5%)	2,8%	5,4%
Netto-Marge %	1,6%	(56,4%)	1,5%	3,6%
EPS (Unverw.)	26,9	(904,9)	24,4	61,9
EPS (Verw.)	26,9	(904,9)	24,4	61,9
Dividende	13,0	13,0	9,8	24,7
Verschuldung /Eigenkapital	0,22x	0,32x	0,32x	0,31x
KUV	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x
EV/EBITDA	12.3x	14.1x	9.7x	8.1x
EV/Sales	0.9x	0.9x	0.8x	0.8x

### Nächste Termine

Präsentation für Investoren	2. Oktober 2014
Publikation des Jahresberichts	27. Februar 2015

### Analysten

Doris Rudischhauser  
dru@dynamicgroup.ch

Alexandre Müller  
amu@dynamicgroup.ch

Tel: +41 43 268 3232

## Rückkehr zu Stabilität und Wachstum

### Zusammenfassung

Die CPH Chemie + Papier Holding AG (CPH/CPH-Gruppe) ist ein diversifiziertes Industrieunternehmen, das Papiere, Chemikalien und Verpackungsfolien produziert. Einen bedeutenden Anteil des Umsatzes der Gruppe steuert der Bereich Papier bei, der Umsätze in der Schweiz und im europäischen Umland erwirtschaftet. Die CPH ist in der Schweiz Marktführer für Zeitungsdruckpapiere und der einzige Produzent von Magazinpapieren. Der Bereich Verpackung stellt Hochbarriere-Verpackungen für die weltweite Pharmaindustrie her. Das Unternehmen ist der drittgrösste Anbieter beschichteter PVdC-Hochbarrierefolien. Der Bereich Chemie produziert Molekularsiebe (Zeolithen) und verfügt über eine weltweit gute Marktdurchdringung. Im Geschäftsjahr 2013 erzielte die Gruppe einen Umsatz von CHF 481 Mio. und beschäftigte 859 Mitarbeitende.

### Fokus auf schnell wachsende Märkte

In den schnell wachsenden Märkten Verpackung und Chemie verfügt die CPH über einen hohen Marktanteil. Die pharmazeutische Verpackungsbranche erwartet in den USA in den nächsten fünf Jahren ein Wachstum mit einem CAGR von 5,9%. Der Bereich Verpackung der CPH unterhält eine Produktionsanlage in den USA. Die CPH errichtet zurzeit auch eine Produktionsstätte in China, um den starken asiatischen Markt zu bedienen, der bis 2018 zweistellige Wachstumsraten aufweisen soll. Auch der Bereich Chemie, der Zeolithen für die Öl- und Gasbranche und die petrochemische Industrie produziert, verfügt über eine Produktionsanlage in den USA. Die CPH ist somit gut aufgestellt, um Nordamerika, die weltweit grösste Schiefergasförderregion, zu bedienen. Es wird erwartet, dass die Schiefergasförderung in den nächsten Jahren ihren Höhepunkt erreichen wird, was für den weltweiten Zeolithenmarkt ein CAGR von 7% im Zeitraum von 2013 bis 2018 bedeutet. Am stärksten wachsen werden voraussichtlich Nord- und Südamerika. Die Präsenz der CPH in diesen wachstumsstarken Märkten sollte sich mittelfristig positiv auf das Topline-Wachstum auswirken.

### Investitionen in Technologie zur langfristigen Verbesserung der Margen

Im wettbewerbsintensiven Papiermarkt verfolgt die CPH das Ziel, Kostenführer in ihren Märkten für grafisches Papier zu werden. Eine Massnahme zur Verbesserung der operativen Marge durch Kosteneinsparungen hat die CPH mit dem Ersatz der alten Papiermaschine PM5 durch die PM7 bereits umgesetzt: Die PM7 produziert ohne zusätzliches Personal die dreifache Papiermenge und verarbeitet Altpapier und Restholz, was die Inputkosten senkt. Auch die Energiekosten sinken dank der PM7: Sie verbraucht deutlich weniger Energie als ihr Vorgängermodell. Die Maschine, welche 2010 in Betrieb genommen wurde, befindet sich noch in der Anlaufkurve und wird ab 2015 mit voller Kapazität produzieren. Wir erwarten, dass durch die neue Maschine die EBIT-Marge der Gruppe in diesem Jahr leicht positiv ausfallen und sich im Geschäftsjahr 2016E auf 7% verbessern wird.

### Robustes 1. Halbjahr 2014; mittelfristig positiver Ausblick

Zwar erhöhte sich der Druck auf den Bereich Papier, ein leichter Preisanstieg im Zusammenspiel mit Volumensteigerungen bei margenstarken Produkten führte jedoch im 1. Halbjahr 2014 zu einem Umsatzplus (+1,1% ggnü. Vorjahr). Der Bereich Verpackung verzeichnete ebenfalls steigende Umsätze (+0,5% ggnü. Vorjahr), wozu vor allem die starke Nachfrage aus Asien beitrug. Der Bereich Chemie profitierte von der Nachfrage aus Nord- und Südamerika; dieses Wachstum konnte die Auswirkungen des Preisdrucks in dem vom Schweizer Produktionsstandort belieferten Märkten jedoch nicht abfedern, sodass gegenüber der Vorjahresperiode ein leichter Umsatzrückgang verzeichnet wurde. Die im grössten CPH-Bereich – Papier – erzielten Kosteneinsparungen resultierten jedoch erstmals seit dem 1. Halbjahr 2009 in einer positiven EBIT-Marge (3,8%). Die vom Management eingeleiteten Massnahmen sind erfolgreich und die Wende im Bereich Papier ist ein Meilenstein für die Gruppe. Für das Geschäftsjahr 2014 erwarten wir mit einer positiven Topline-Entwicklung in allen drei Bereichen im zweiten Halbjahr eine weitere Verbesserung. Zudem wird die wachsende Nachfrage nach den Produkten des Bereichs Chemie in Nord- und Südamerika und die Inbetriebnahme der Verpackungsfolienanlage in China neue Dynamik bringen.

**Derzeitige Bewertung bietet Einstiegsmöglichkeiten**

Angesichts des diversifizierten Geschäftsprofils der CPH-Gruppe haben wir massgeschneiderte Bewertungskennzahlen aus dem jeweiligen Peer Group-Durchschnitt der einzelnen Bereiche der Gruppe erstellt. Wir haben die mittlere Gewichtung im Branchenvergleich aufgrund des Umsatzbeitrags der einzelnen Bereiche ermittelt. Da die Gruppe im letzten Jahrzehnt den gesamten Geschäftszyklus durchlaufen hat, erachten wir die Bewertung der Aktie anhand eines DCF-Modells als geeignet. Obwohl die Gruppe mit den strukturellen Veränderungen in der Papierindustrie und den gedämpften makroökonomischen Bedingungen in Europa konfrontiert ist, ist die höhere Prämie durch die Bestrebungen der Geschäftsführung, den Papierbereich fit zu trimmen, und durch das grosse Wachstumspotential in den anderen beiden Bereichen gerechtfertigt. Unseres Erachtens bietet das Preisniveau, auf dem die CPH zurzeit gehandelt wird, eine attraktive Einstiegsmöglichkeit.

## INHALTSVERZEICHNIS

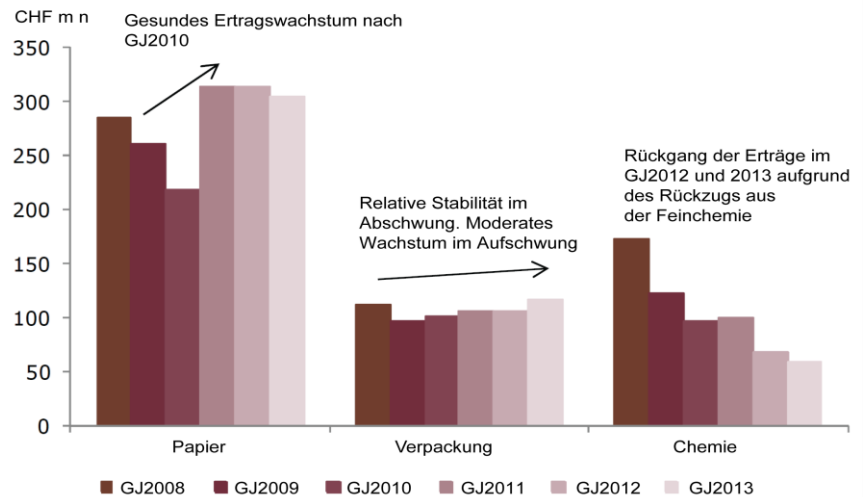
Investment Highlights .....	4
Unternehmensübersicht.....	7
Geschäftsmodell .....	8
Überblick Geschäftsbereiche .....	10
Geschäftsstrategie .....	15
Branchenübersicht und Wettbewerbsumfeld .....	17
Wachstumschancen & wichtigste Treiber.....	21
SWOT-Analyse.....	23
Porter Five Forces-Analyse.....	26
Bewertung .....	27
Kennzahlen (Historisch und Prognosen) .....	29
Hauptrisiken .....	31
Zusatzangaben .....	33
Detaillierte Jahresrechnung.....	34

## INVESTMENT HIGHLIGHTS

### Eine Kombination von zyklischen und defensiven Geschäftsbereichen verspricht ein ausgewogenes Wachstum

Dank dem soliden Geschäftsmodell der CPH-Gruppe mit einer Balance zwischen zyklischen und defensiven Geschäftsbereichen überstand die Gruppe den Wirtschaftsabschwung zwischen 2008 und 2010 gut. Aufgrund ihrer starken Konjunkturabhängigkeit mussten sowohl der Bereich Papier (64% des Umsatzes im Geschäftsjahr 2013) als auch der Bereich Chemie (12% des Umsatzes im Geschäftsjahr 2013) Einbussen von rund 12% bis 25% während des Abschwungs hinnehmen. Im weniger konjunkturabhängigen Bereich Verpackung gingen die Erträge hingegen während des schlimmsten Abschwungs seit Jahrzehnten lediglich um 5% zurück.

**Grafik 1: Entwicklung der Erträge während der vergangenen sechs Jahre**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Trotz struktureller Herausforderungen wie Überkapazitäten und Preisdruck im Bereich Papier haben die Massnahmen der CPH-Gruppe dazu geführt, dass der Bereich wieder zulegte und ein Topline-Wachstum mit einem CAGR von 11,8% (2010-2013) erreichte. Des Weiteren konnte der Bereich Verpackung, vor dem Hintergrund einer generellen Erholung der Märkte, ein Wachstum verzeichnen, das, wie für weniger zyklische Branchen typisch, hinter der allgemeinen Konjunktorentwicklung zurückblieb (Umsätze wuchsen 2010-2013 mit einem CAGR von 4,6%). Insgesamt wuchsen die Nettoumsätze seit Beginn des Aufschwungs um 4,9%. Obwohl der Bereich Chemie weiter unter grossem Druck steht, bietet sein Wachstumspotential in den nächsten Jahren, insbesondere in Nord- und Südamerika, attraktive Chancen. Angesichts des ausgewogenen Portfolios mit zyklischen und defensiven Geschäftsbereichen erwarten wir, dass die CPH-Gruppe mittelfristig ein solides Wachstum aufweisen wird.

### Fokus auf Kostenmanagement zur Erhöhung der Margen in den grössten Segmenten

Der Geschäftsbereich Papier, welcher mehr als 60% des Umsatzes der Gruppe beisteuert, sieht sich seit einigen Jahren einer rückläufigen Nachfrage ausgesetzt. Um den Druck zu verringern, hat die CPH-Gruppe mehrere Massnahmen zur Kostenregulierung initiiert, mit dem Ziel, Kostenführer in den Hauptabsatzgebieten zu werden. Um die Transportkosten zu senken, beabsichtigt der Geschäftsbereich mehr Altpapier und Hackschnitzel aus Restholz (über 90% des Inputs) aus der Schweiz zu beziehen. Des Weiteren beschloss die CPH-Gruppe angesichts des energieintensiven Charakters der Papierindustrie, ab 2014 auf den freien Energiemarkt zu wechseln, und somit im Bereich Papier mehr als CHF 10 Mio. jährlich einzusparen. Ausserdem hat die Gruppe einen Anteil von 10% an Renergia erworben, einer Kehrlichtverbrennungsanlage, welche den Bereich Papier mit Wasserdampf beliefern wird, der für den Papiertrocknungsprozess benötigt wird. Die Anlage geht 2015 ans Netz und wird dazu beitragen, dass der Bereich Papier durch die fast vollständige Einsparung fossiler Brennstoffe die Energiekosten senken kann. Des Weiteren hat die Gruppe eine eigene Aufbereitungsanlage für das in grossen Mengen benötigte Wasser eingerichtet, um so die Abhängigkeit von externen Quellen zu reduzieren. Diese Massnahmen unterstützen den Bereich dabei, die EBIT-Marge wieder ins Positive zu drehen, und in den Geschäftsjahren 2015E und 2016E auf 6% respektive 7% zu erhöhen.

**Grafik 2: Fokus auf Kostenführerschaft im Bereich Papier**



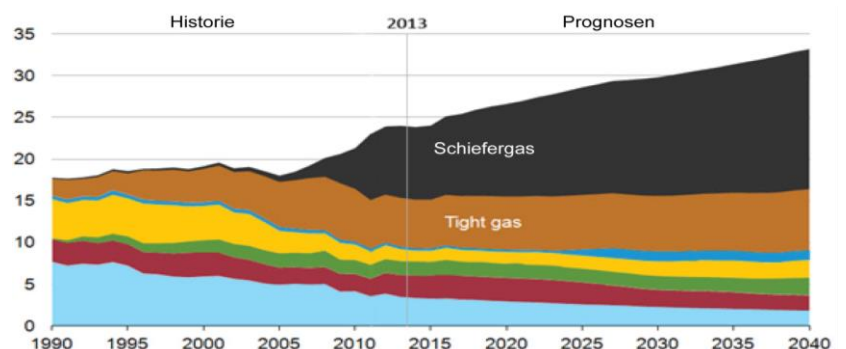
Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

**Wachstumsstrategien der Gruppe in Einklang mit Marktdynamiken**

Die diversifizierten Geschäftsfelder der CPH-Gruppe erfordern verschiedene Geschäftsstrategien. Die Gruppe hat entsprechende Pläne, um auf lange Sicht erfolgreich zu sein, definiert. Der Bereich Verpackung, der eine breite Palette von Verpackungsfolien und Beschichtungen für Blister-Verpackungen herstellt, ist auf die Pharmaindustrie ausgerichtet. Der Bereich verfügt über eine starke Präsenz in Europa (Produktionsanlagen in der Schweiz und in Deutschland), wo rund 85% der festen Medikamente in Blister-Verpackungen gehandelt werden. Der Bereich verfügt auch über eine Anlage in den USA, wo für den Blister-Verpackungsmarkt ein CAGR von 5,9% in den nächsten fünf Jahren erwartet wird. Zusätzlich tragen das Bevölkerungswachstum in Asien, die Erschwinglichkeit und die Kosteneinsparungsinitiativen führender Pharmaunternehmen zu einem rapiden Wachstum in der asiatischen Pharmaindustrie bei. Die CPH-Gruppe reagierte auf diese Entwicklung und hat als erstes internationales Unternehmen in der Blister-Verpackungsbranche beschlossen, eine Produktionsanlage in China aufzubauen. Mit dem Bau der Anlage soll im nächsten Jahr begonnen werden. Die Inbetriebnahme ist für 2016 geplant. Des Weiteren plant die Gruppe, ihre Marktposition im schnell wachsenden lateinamerikanischen Markt auszubauen. Angesichts zweistelliger Wachstumsaussichten für den Blister-Verpackungsmarkt in Asien und Südamerika erwarten wir mittelfristig eine starke Entwicklung in diesem Bereich.

Auch die Wachstumsinitiativen der Gruppe für den Bereich Chemie sind an die Marktansprüche angepasst. Der Bereich, der diverse Molekularsiebe (Zeolithen) für die Öl- und Erdgasbranche und industrielle Anwendungen herstellt, verfügt über eine strategisch bedeutend gelegene Produktionsstätte in den USA – dem weltgrössten Förderer von Schiefergas. Des Weiteren werden Zeolithen in der Produktion von medizinischem Sauerstoff verwendet, dessen weltweiter Absatzmarkt aufgrund hoher Nachfrage in den Schwellenländern in den nächsten fünf Jahren mit einem CAGR von 34,2% wachsen wird. Dies wird sich für den Bereich Chemie positiv auswirken. Angesichts dieser Strategie erwarten wir, dass die Umsätze des Bereichs Chemie von CHF 59,2 Mio. in 2013 auf CHF 64,4 Mio. im Geschäftsjahr 2018E ansteigen werden und die EBIT-Marge sich positiv entwickelt und einen Wert von 6,5% erreicht.

**Grafik 3: Bereich Chemie profitiert von wachsender Schiefergasförderung**



Quelle: US EIA, Research Dynamics (Wert in Billionen Kubikfuss)

**Technischer Fortschritt und Innovationen als Wachstumstreiber**

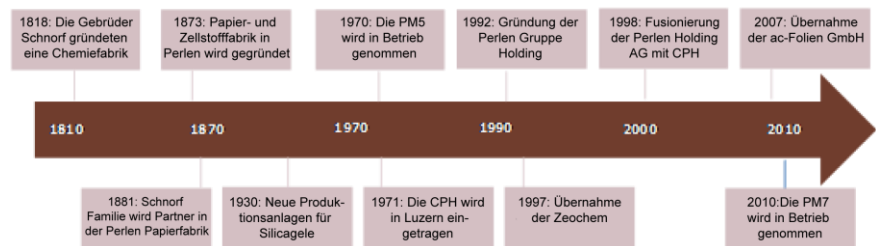
Eine der Strategien der CPH-Gruppe sieht Investition in neuere Technologien und die Entwicklung innovativer Produkte, um das Topline-Wachstum zu fördern, vor. Im Bereich Papier hat die Gruppe die alte Papiermaschine durch die technisch weiter entwickelte PM7 ersetzt. Die PM7, welche sich noch in der Anlaufkurve befindet, trug zu einer Steigerung des Volumens für Zeitungsdruckpapier von 8,9% gegenüber Vorjahr im Geschäftsjahr 2013 bei und konnte den Preiszerfall abfangen. Sobald die Maschine ihre volle Kapazität erreicht (erwartet für das Geschäftsjahr 2015), wird sie 360'000 Tonnen Zeitungsdruckpapier produzieren, beinahe den dreifachen Output der alten Maschine. Im derzeitigen Verdrängungswettbewerb kann ein höheres Volumen dazu beitragen, den Preiszerfall auszugleichen und das Topline-Wachstum zu steigern.

Auch der Bereich Verpackung arbeitet an der Entwicklung neuer margenstarker Produkte. Der Bereich generierte im Geschäftsjahr 2013 mehr als 15% seiner Umsätze mit innovativen Produkten, welche in den letzten fünf Jahren im Markt eingeführt wurden. Diese Produkte trugen auch beständig dazu bei, die EBIT-Margen von nahe Null in 2009 auf 6,1% im Geschäftsjahr 2013 auszubauen. Infolgedessen konzentriert sich die CPH-Gruppe auf die Entwicklung neuer Produkte, zu denen Hochbarrierefolien wie Perlux Ultra Protect und Steriplus gehören. Mit einem erwarteten CAGR von 5% über die Jahre 2014 bis 2019 sollte der Hochbarriere-Verpackungsfolienmarkt in Zukunft zu einem soliden Umsatzwachstum beitragen.

## UNTERNEHMENSÜBERSICHT

Die CPH Chemie + Papier Holding AG wurde 1818 gegründet und hat ihren Hauptsitz in der Schweiz. Die CPH-Gruppe operiert in drei separaten Bereichen: Chemie, Papier und Verpackung. Der Bereich Papier produziert Zeitungsdruckpapiere und Magazinpapiere in Perlen, Schweiz, und bedient hauptsächlich den europäischen Markt. Die beiden anderen Bereiche haben eine weltweite Präsenz. Im Chemiesegment produziert die CPH-Gruppe (unter dem Markennamen Zeochem) Molekularsiebe, Kieselgele und Chromatografiegele, die für industrielle Anwendungen, z. B. Trennverfahren, verwendet werden. Der Bereich produziert ausserdem deuterierte Lösungsmittel. Das Verpackungssegment produziert diverse Verpackungsfolien mit unterschiedlichen Eigenschaften, z.B. Hochbarrierefolien, welche bei der Herstellung von Blister-Verpackungen für pharmazeutische Produkte zur Anwendung kommen.

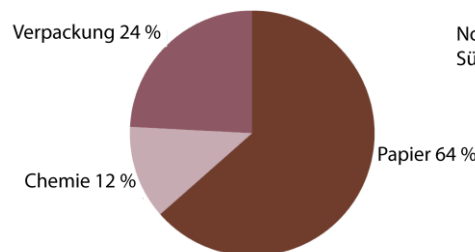
Grafik 4: Timeline und Ereignisse



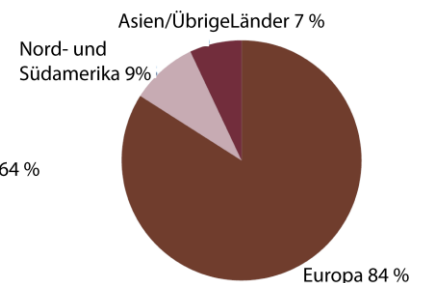
Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Grafik 5: Verteilung der Ergebnisse im Geschäftsjahr 2013

nach Bereichen



nach Regionen



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Die CPH-Gruppe ist in erster Linie ein europäischer Player; mit den Jahren konnte die Gruppe ihre weltweite Präsenz jedoch ausbauen. Nord- und Südamerika stehen beim Ergebnisanteil der Gruppe an zweiter Stelle. Derzeit betreibt die CPH-Gruppe Produktionsanlagen an fünf Standorten weltweit. Der Bereich Chemie betreibt zwei Standorte, davon einen in der Schweiz (Uetikon) und einen in den USA (Louisville). Der Bereich Papier hat einen Standort in der Schweiz (Perlen). Das Verpackungssegment betreibt drei Produktionsanlagen in der Schweiz (Perlen), Deutschland (Müllheim) und in den USA (Whippany). Angesichts der Wachstumsmöglichkeiten im asiatischen Pharmamarkt kündigte die CPH-Gruppe kürzlich den Neubau einer Produktionsstätte in China an. Der Betrieb wird voraussichtlich 2016 aufgenommen.

## GESCHÄFTSMODELL

Das Geschäftsmodell der CPH-Gruppe fokussiert auf die nachhaltige Verbesserung der Wettbewerbsposition und die Steigerung der Profitabilität. Die Gruppe verfügt über eine Kombination aus zyklischen (Papier und Chemie) und defensiven (Blister-Verpackungen) Geschäftsbereichen, welche dieses strategische Ziel unterstreichen. Die Gruppe umfasst drei getrennt geleitete Geschäftsbereiche. Diese sind als selbstständig am Markt auftretende Einheiten organisiert und ihre Produkte werden unter verschiedenen Markennamen vertrieben. Die Hauptmarken der drei Bereiche sind: Perlen Papier für den Bereich Papier, Perlen Packaging für den Bereich Verpackung und Zeochem für den Bereich Chemie. Zur effizienteren Geschäftsführung wurde für jeden Bereich eine eigene Bereichsleitung ernannt. Die Gruppe wird durch den CEO geführt. Die Gruppe hat für jeden Bereich klare Ziele definiert: Im Bereich Papier hat sie sich das Ziel gesetzt, Kostenführer zu werden, während sie sich in den beiden anderen Bereichen darauf konzentrieren will, margenstarke Produkte zu produzieren. Die Gruppe hat sich durch Produktionsstätten nahe ihrer primären Absatzmärkte strategisch gut positioniert (Schweiz, Deutschland, die USA und ab 2016 China).

Grafik 6: Geschäftsmodell



Quelle: Unternehmensdaten, Research Dynamics

### Papier

Das Papier wird in der konzerneigenen Anlage in Perlen, Schweiz, produziert und zu 80% ins europäische Umland exportiert. Die Schlüsselmärkte in Europa sind die Schweiz, Deutschland, Italien und Frankreich. Die Gruppe pflegt langjährige Geschäftsbeziehungen zu ihren Kunden, zu denen hauptsächlich Zeitungs- und Zeitschriftenverlage zählen. Die wichtigsten Rohstoffe Altpapier und Hackschnitzel aus Sägereirestholz werden von regionalen beziehungsweise nah gelegenen Quellen beschafft, um Transportkosten und das Risiko von Verzögerungen zu minimieren. Der Grossteil des Frischholzes stammt aus der Schweiz. Für den anderen wichtigen Rohstoff, Wasser (in der Papierherstellung werden grosse Mengen Wasser verbraucht), betreibt die CPH-Gruppe eine hauseigene Aufbereitungsanlage und verfügt über eigene Wasserreservoirs. Bezüglich Energie hat die CPH-Gruppe Anteile an der nahe gelegenen Kehrrichtverbrennungsanlage (KVA) Renergia Zentralschweiz AG (Renergia) erworben, die im Rahmen einer Kooperationsvereinbarung Dampf für die Anlage in Perlen liefern wird. Um ihren Energiebedarf weiter zu senken, hat die Gruppe in eine technologisch fortschrittliche, energieeffiziente Anlage, die PM7, investiert (siehe Geschäftsstrategie für weitere Details). Diese Massnahmen unterstützen die Gruppe bei ihrem Ziel, den Bereich Papier zum Kostenführer in den primären Absatzmärkten zu machen.

**Verpackung und Chemie**

Die Bereiche Verpackung und Chemie haben, anders als der Bereich Papier, eine breite, weltweite Marktpräsenz, und operieren von Standorten in der Schweiz, Deutschland und den USA aus. Verpackungsprodukte werden mit der Bezeichnung "Perlen Packaging" vertrieben, derweil die Chemikalien unter den Namen Zeochem (Hauptmarke) und CU Agro Deutero AG vertrieben werden. Beide Bereiche legen grossen Wert auf Produktinnovationen und konzentrieren sich auf die Herstellung hochwertiger, margenstarker Produkte. Beide Bereiche haben Vertriebspartner weltweit. 2012 baute der Bereich Chemie seinen Handelsvertreterstamm in China und im Asien-Pazifik-Raum aus, während der Bereich Verpackung seine Präsenz in China, Japan und Osteuropa stärkte. In Südamerika wurden Initiativen zum Ausbau von Handelsbeziehungen mit lokalen Partnern gestartet, um tieferen Einblick in den dortigen Verpackungsmarkt zu erlangen.

**Grafik 7: Geografische Aufstellung der CPH**

Hauptsitz	Papier	Produktionsanlagen	
		Verpackung	Chemie
Schweiz	Perlen, Schweiz	Perlen, Schweiz	Uetikon, Schweiz
		Müllheim, Deutschland	Louisville, USA
		Whippany, USA	
		China (Inbetriebnahme 2016)	

Quelle: Unternehmensdaten

## ÜBERBLICK GESCHÄFTSBEREICHE

Die CPH-Gruppe operiert in drei separaten Bereichen: Chemie, Papier und Verpackung.

**Grafik 8: Umsätze und EBIT-Verteilung (Geschäftsjahr 2013)**

Bereich	Umsatz (CHF Mio.)	in % Umsatz Gruppe	EBIT* (CHF Mio.)	EBIT-Marge (%)
Papier	306	63,5%	-30	-9,7%
Verpackung	116	24,2%	7	6,1%
Chemie	59	12,3%	-5	-8,9%

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten \*vor Wertminderung (Impairment)

### Papier (64% vom Umsatz Geschäftsjahr 2013)

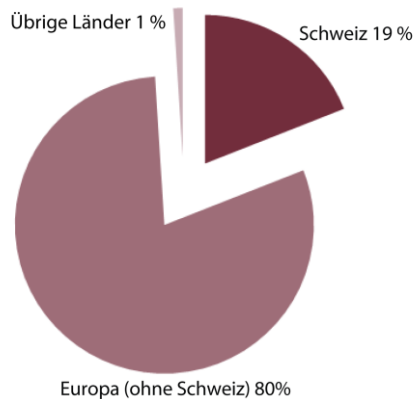
Der Bereich Papier produziert Zeitungsdruckpapiere und Magazinpapiere unter dem Markennamen "Perlen". Das Papier wird in der einzigen Produktionsanlage in Perlen, Schweiz, hergestellt. Vor kurzem wurde die neue, fortschrittliche Papiermaschine PM7 mit einer Kapazität von 360'000 Tonnen in Betrieb genommen und es wird erwartet, dass sie ab 2015 volle Leistung bringen wird. Sie ergänzt die Papiermaschine PM4, welche eine Kapazität von 200'000 Tonnen aufweist. Europa (ohne Schweiz) ist der grösste Absatzmarkt dieses Bereichs, mit einem Anteil von ca. 80%. Im Binnenmarkt werden 19% des Umsatzes erzielt. In diesem Markt ist die CPH-Gruppe laut eigenen Angaben der grösste Hersteller von Zeitungsdruckpapieren und der einzige Hersteller von Magazinpapieren ist. Ihre Endkunden sind vorwiegend Zeitungs- und Zeitschriftenverlage.

**Grafik 9: Papierproduktion**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

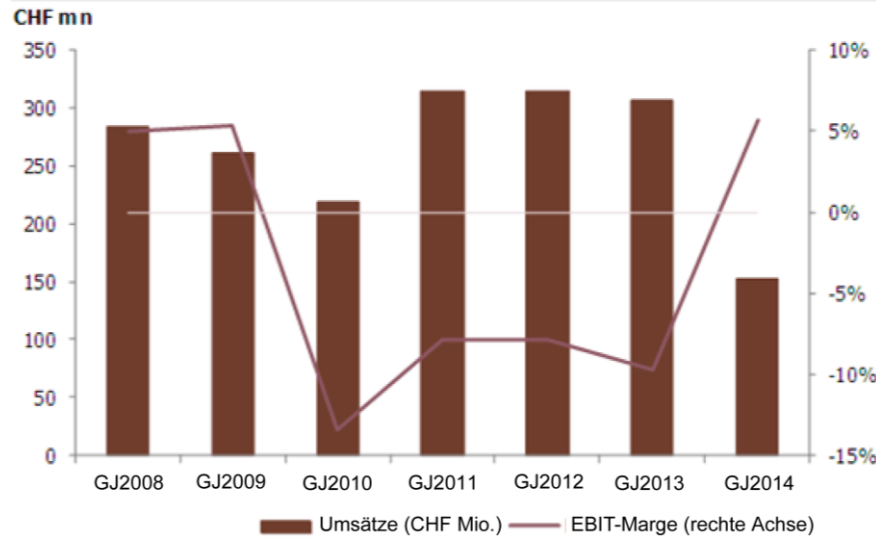
**Grafik 10: Regionale Verteilung**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Die Geschäftsentwicklung im Bereich Papier war in den letzten sechs Jahren volatil. Die Umsätze wurden zu einem grossen Teil vom Volumen getragen; die Profitabilität litt jedoch aufgrund der schwachen Preisentwicklung in der Branche, die nicht zuletzt auf die unvorteilhafte Währungsentwicklung zurückzuführen war (siehe Branchenübersicht und Wettbewerbsumfeld). Der Bereich geriet im Geschäftsjahr 2010 auf operativer Ebene in die Verlustzone und wurde erst im 1. Halbjahr 2014 wieder rentabel, mit einer EBIT-Marge von 5,7%.

**Grafik 11: Umsätze und EBIT-Entwicklung (Bereich Papier)**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

**Verpackung (24% vom Umsatz Geschäftsjahr 2013)**

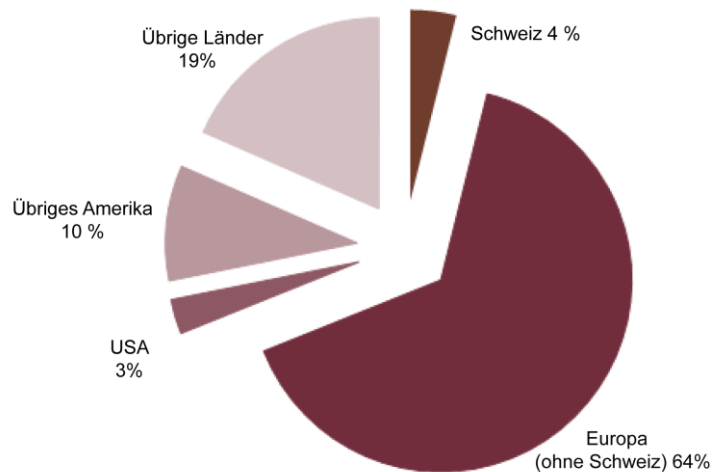
Dieser Bereich produziert eine breite Palette von PVC-Monofolien und beschichteten PVdC Hochbarrierfolien, welche hauptsächlich in der Produktion von Blister-Verpackungen für Medikamente eingesetzt werden. Die Gruppe ist laut eigenen Angaben der weltweit drittgrösste Produzent von beschichteten Folien. Sie ist geografisch vergleichsweise breit aufgestellt und erzielt mehr als 30% ihrer Umsätze in Regionen ausserhalb Europas und der Schweiz. Ihre primären Endabnehmer sind die Pharmaindustrie und die pharmazeutische Verpackungsindustrie. Die Gruppe verfügt über drei Produktionsanlagen für Verpackung in der Schweiz, Deutschland und den USA.

**Grafik 12: Produkte Bereich Verpackung**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

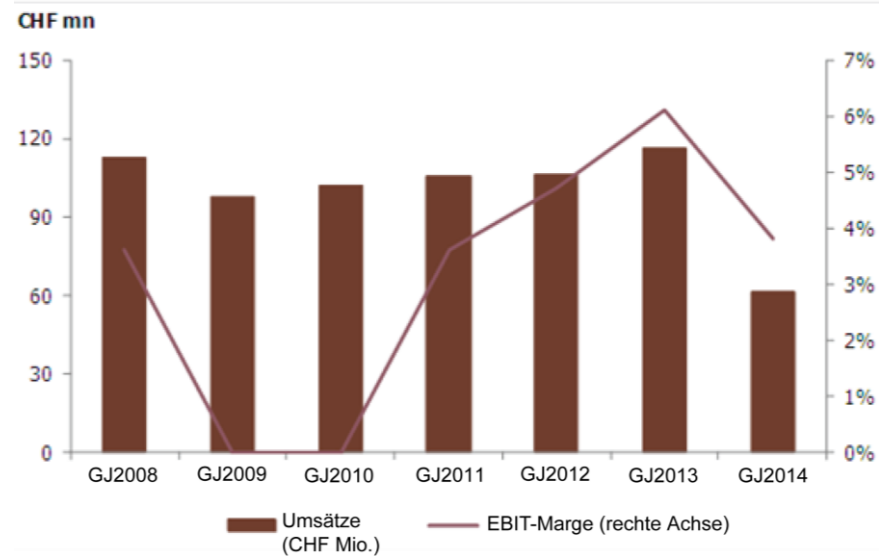
**Grafik 13: Regionale Verteilung**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Dieser Geschäftsbereich hat der Rezession (nach 2008) im Vergleich zu anderen Unternehmensbereichen gut standgehalten: Er hat in den letzten fünf Jahren als einziger Bereich ein positives EBIT generiert (mit verbesserten Margen). Auch an Umsatz konnte der Bereich nach dem leichten Einbruch im Geschäftsjahr 2009 stetig zulegen.

**Grafik 14: Umsätze und EBIT-Entwicklung (Bereich Verpackung)**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

**Chemie (12% vom Umsatz Geschäftsjahr 2013)**

Der Bereich Chemie produziert und verkauft industrielle Chemikalien unter der Marke «Zeochem». Zu den Produkten von Zeochem gehören Molekularsiebe und Chromatografiegele. Molekularsiebe werden in Anlagen verwendet, in denen eine Entwässerung durch Absorption von Wasser oder eine molekulare Trennung/Reinigung notwendig ist. Zeochems Molekularsiebe kommen in verschiedenen Bereichen zur Anwendung, z. B. der Energiewirtschaft (Erdgas, Petrochemie, Raffinerien), der Medizin (medizinischer Sauerstoff) und der Automobilindustrie (Druckluftbremsen bei schweren Nutzfahrzeugen). Chromatografiegele kommen in Anlagen zum Einsatz, in denen Substanzen auf Basis ihrer molekularen Grösse oder Polarität getrennt werden müssen. Chromatografiegele kommen hauptsächlich in der Pharmaindustrie und bei der Gewinnung von natürlichen Extrakten zum Einsatz. Der Bereich Chemie produziert auch deuterierte Lösungsmittel wie z. B. Deuteriumgas.

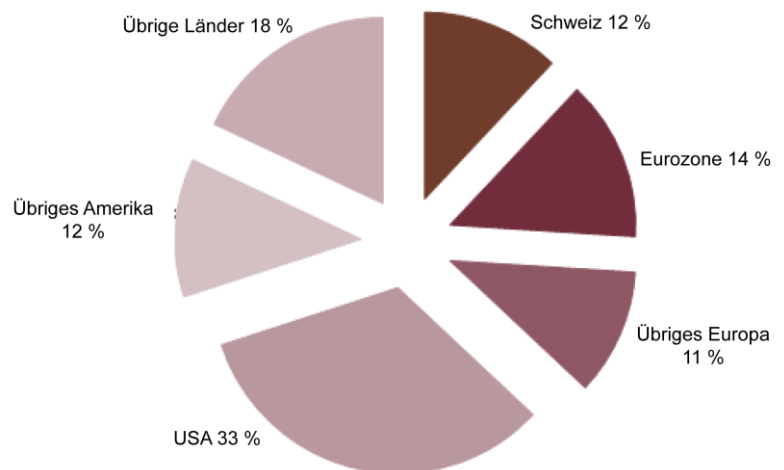
**Grafik 15: Molekularsiebe zur Reinigung von Erdgas, Produktion von Ethanol und Industriegasen**



Quelle: Unternehmensdaten

Der Bereich betreibt zwei Produktionsanlagen in Uetikon, Schweiz, und Louisville, USA. Die Anlage in Uetikon wurde durch die stagnierende Nachfrage der von der Schweiz aus bedienten Märkte tangiert und läuft derzeit nicht mit voller Kapazität. Die Anlage in Louisville hingegen profitiert unter anderen von der zunehmenden Nachfrage, generiert von der Schiefergasindustrie in den USA und der Ethanolindustrie in Südamerika. Geografisch gesehen ist dies der diversifizierteste Bereich. Nur 29% der Einnahmen kommen aus der Schweiz und Europa, dafür ist eine signifikante Durchdringung des US-amerikanischen Markts erreicht, der 33% der Umsätze ausmacht.

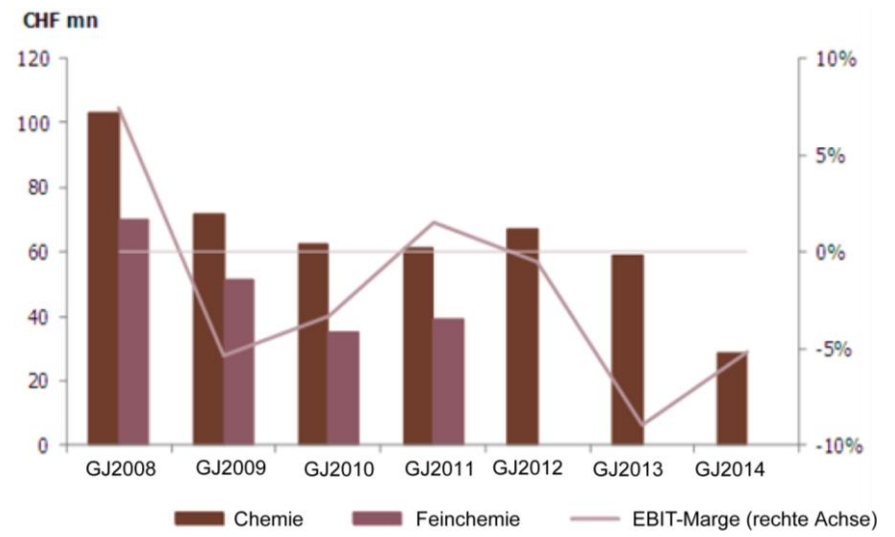
**Grafik 16: Regionale Verteilung**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Aufgrund seiner Abhängigkeit von zyklischen Branchen reagiert dieser Bereich am sensibelsten auf Konjunkturveränderungen. Wie in der unten stehenden Grafik erkennbar, brachen die Umsätze in den Jahren 2009 und 2010, die für konjunkturabhängige Branchen schlimmsten Jahre, am stärksten ein. Die Umsätze erholten sich im 2011 leicht, gingen in 2012 jedoch wieder zurück, als die Gruppe sich im letzten Quartal 2011 aus dem Segment Feinchemie zurückzog (CHF 39 Mio. Umsatzanteil in 2011). Dieser Bereich sollte jedoch angesichts der nahenden Wirtschaftserholung von der verbesserten makroökonomischen Situation und vom Boom des US-Schiefergasmarkts profitieren.

**Grafik 17: Umsätze und EBIT-Entwicklung (Bereich Chemie)**



## GESCHÄFTSSTRATEGIE

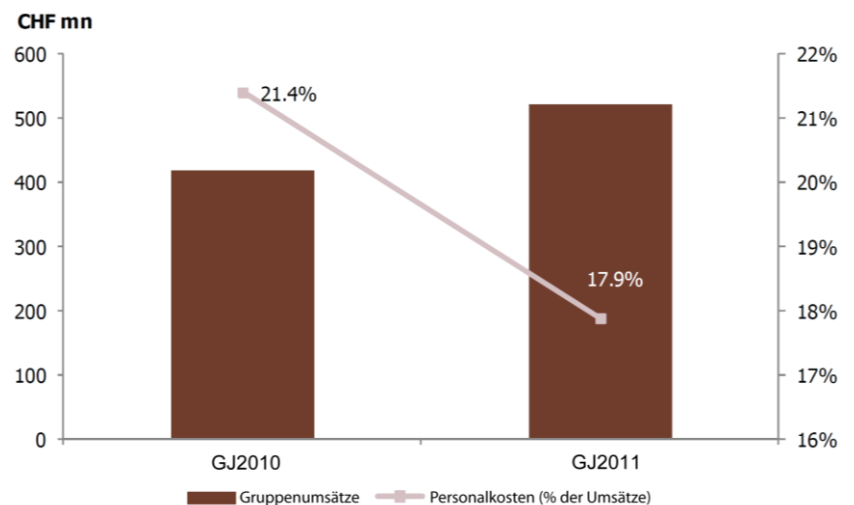
Aufgrund der ungünstigen Angebots- und Nachfrage-Dynamik in der Papierbranche (erläutert in Branchenüberblick und Wettbewerbsumfeld), kann die CPH-Gruppe diesen Geschäftsbereich, zumindest kurzfristig, nicht als Treiber betrachten. Deshalb plant die Gruppe, die gesetzten Wachstumsziele mit Hilfe der Bereiche Chemie und Verpackung zu erreichen und parallel die Profitabilität der Papierbranche durch Kosteneinsparungsmassnahmen zu verbessern.

### Papier

Wie oben beschrieben verfolgt die CPH-Gruppe die klare Strategie, Kostenführer im europäischen Markt für grafisches Papier zu werden. Dieser Markt ist momentan durch Überkapazität geprägt. Die Aussichten für die Preisentwicklung in der nahen Zukunft sind düster, was die Wachstumsaussichten der Gruppe, sowohl in der Topline-Entwicklung als auch in der Profitabilität, dämpft. Die PM7-Maschine, welche zurzeit mit einer Kapazität von knapp über 300'000 Tonnen läuft, hat das Potenzial, bis zum Geschäftsjahr 2015 auf 360'000 Tonnen zu kommen und kann die niedrigeren Preise somit durch ein grösseres Volumen teilweise auffangen. Angesichts der oben genannten Faktoren und des standardisierten Charakters der Branche sind Kosteneinsparungsmassnahmen unseres Erachtens der effektivste Weg, um die langfristigen Ziele der Gruppe – nachhaltige Verbesserung der Wettbewerbsposition und gesteigerte Profitabilität – zu erreichen.

In Einklang mit diesen Zielen hat die CPH-Gruppe in den letzten Jahren diverse Massnahmen eingeleitet, um Kosten einzusparen. Ihre Entscheidung, die alternde PM5 im Geschäftsjahr 2010 mit der hochmodernen Maschine PM7 zu ersetzen, ist diesbezüglich eine der wichtigsten Massnahmen. Die PM7 ist eine auf modernster Technik basierende Maschine, die die Kapazität von Zeitungsdruckpapieren ohne zusätzliches Personal fast verdreifacht hat. Der Nutzen wurde schon im ersten Jahr sichtbar: Im Geschäftsjahr 2011 wuchsen die Gesamtumsätze der Gruppe um 25% gegenüber Vorjahr mit einem Papier-Umsatzwachstum von 44% (ggü. Vorjahr) und die Personalkosten der Gruppe anteilig zu den Umsätzen gingen um 3,5 Prozentpunkte (ggü. Vorjahr) zurück auf 17,9%. Die Maschine bringt auch Vorteile bei der Energieeffizienz.

**Grafik 18: Nutzen der Papiermaschine PM7**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

**Ausblick:** Die Gruppe fokussiert weiterhin schwerpunktmässig auf die Reduzierung der Kostenbasis. Sie rechnet bei Vollaustattung der PM7 mit einer Reduzierung der Energiekosten um 10%. Des Weiteren legt die Gruppe vermehrt Wert auf die Beschaffung von Altpapier in der Schweiz, um Transportkosten zu senken. Um Energiekosten zu sparen, hat die Gruppe beschlossen ab 2014 auf den freien Energiemarkt zu wechseln. Hierdurch wird eine jährliche Kosteneinsparung von CHF 10 Mio. erwartet. Des Weiteren ermöglicht der 10%-Anteil an der Renergia, die 2015 den Betrieb aufnimmt, dem Bereich Papier, die Verwendung fossiler Brennstoffe für die Dampferzeugung fast gänzlich zu beenden, wodurch Energiekosten gesenkt werden und CO2-Neutralität erreicht wird. Aufgrund dieser Massnahmen und angesichts stabilisierter Papierpreise erwarten wir eine Ertragssteigerung mit einem CAGR von 3,6% in den nächsten drei Jahren und zwar auf CHF 340 Mio. im Geschäftsjahr 2016E. Dank guter Ergebnisse im 1. Halbjahr 2014 erwarten wir für das Geschäftsjahr 2014E ein schwarzes EBIT (nach vier Jahren mit negativem EBIT) und EBIT-Margen im mittleren bis hohen einstelligen Bereich in den nächsten drei Jahren.

## Verpackung

Die CPH-Gruppe verfolgt im Bereich Verpackung eine zweigleisige Strategie:

1. Umsatzsteigerung durch Expansion in neue und schnell wachsende Märkte
2. Margenverbesserung durch Konzentration auf margenstarke Produkte

Die CPH-Gruppe plant, ihre Profitabilität durch erhöhte Umsätze mit margenstarken Produkten zu verbessern. Derzeit baut der Bereich seine margenstarke Hochbarrierefolien-Produktlinie aus. Hierzu gehören die Entwicklung von Perlux Ultra Protect (ein komplexer Verbund mit einer verdoppelten Schutzwirkung gegenüber anderen Hochbarrierefolien) und Steriplus (sterile Verpackungen für medizinische Arbeitsgeräte). 2013 generierte der Bereich mehr als 15% seiner Umsätze mit margenstarken Produkten die innerhalb der letzten fünf Jahre entwickelt wurden. Die konsequente Ausrichtung auf Margenverbesserung war in den letzten fünf Jahren erfolgreich und hat dazu geführt, dass die EBIT-Margen des Bereichs sich von nahe Null in 2009 auf 6,1% in 2013 steigern konnten.

Der Bereich Verpackung sah sich mit einer starken Nachfrage aus Fernost konfrontiert (zweistellig in 2013 und laut Erwartungen gleichbleibend stark bis 2018) und plant, die Geschäfte in dieser Region stärker auszubauen. Einer der Schlüsselmärkte für den Bereich Verpackung ist China, wo die Zentralregierung den Ausbau der auf den Export ausgerichteten, qualitativ hochwertigen Pharmabranche fördert. Neben dem internen Wachstum ist die CPH-Gruppe auch anorganischem Wachstum gegenüber aufgeschlossen. Das Management hat beschlossen, in eine Produktionsanlage in China zu investieren, um die dortige Präsenz zu steigern. Die Anlage soll 2016 den Betrieb aufnehmen. Die Gruppe ist ausserdem stark auf den Asien-Pazifik Raum und Lateinamerika ausgerichtet, während sie die Marktanteile in ihrem grössten Markt, Europa hält und teilweise sogar ausweitet.

Ausblick: Wir erwarten ein Topline-Wachstum von 5.6% in den nächsten drei Jahren auf CHF 137 Mio. Bei einer weiteren Ausrichtung auf margenstarke Produkte erwarten wir, dass die EBIT-Marge des Bereichs sich im Geschäftsjahr 2015E auf 6,5% und im Geschäftsjahr 2016E auf 7% verbessert.

## Chemie

Die Gruppe hat sich zum Ziel gesetzt, im Bereich Chemie dieselbe zweigleisige Strategie anzuwenden, wie im Bereich Verpackung.

Die Produktionsanlage des Bereichs Chemie in Louisville hat die Absatzentwicklung im Jahr 2013 günstig beeinflusst, da die Nachfrage aus der Schiefergasbranche in den USA und aus der Ethanolreinigung in Südamerika stark war. Für die Zukunft erwarten beide Branchen ein starkes Wachstum, was die Umsätze in diesem Geschäftsbereich ankurbeln wird. Asien könnte sich aufgrund des hohen erwarteten Wachstums zum wichtigsten Treiber für die Nachfrage im Bereich Chemie entwickeln. Um diese Nachfrage zu befriedigen, plant die Gruppe ihre Präsenz in der Region auszubauen. Des Weiteren hat sie den Asien-Pazifik-Raum als Zielregion identifiziert und erwartet von dort in den kommenden Jahren eine deutlich gesteigerte Nachfrage.

Um ihre Profitabilitätsziele zu erreichen, plant der Bereich Chemie, sich auf hochwertige, margenstarke Produkte zu konzentrieren und deren Umsatzanteile auszubauen. Hierfür wurde medizinischer Sauerstoff als eines der wichtigsten Produkte identifiziert. Der Markt für medizinischen Sauerstoff wurde 2012 auf USD 242,5 Mio. geschätzt und soll erwartungsgemäss bei einem CAGR von 34,2% auf USD 1,9 Mrd. in 2019 anwachsen, angeführt von einer gesteigerten Nachfrage in Schwellenländern aufgrund der steigenden Kaufkraft und schlechten Luftqualität. Daher sollte der Bereich Chemie, dank Zugang zu diversen Teilmärkten, eine ansprechende Nachfrage erwarten dürfen. Eine andere von der Gruppe als margenstark identifizierte Produktgruppe sind Gele für komplexe Trennverfahren und die Geruchsabsorption.

Derzeit ist der Wettbewerbsdruck in den von der Schweiz aus bedienten Märkten die grösste Herausforderung dieses Geschäftsbereichs. Die Gruppe bedient diese Region aus seiner teuer gelegenen Produktionsanlage in Uetikon (Schweiz). Diese Anlage liegt nahe Zürich, das die höchsten Lohnkosten weltweit aufweist, so dass die hier hergestellten Produkte weniger wettbewerbsfähig sind als die kostengünstigen Produkte der asiatischen Anbieter.

Ausblick: Für die Umsätze in diesem Bereich wird ein Wachstum von 5% im Geschäftsjahr 2015E und 4% im Geschäftsjahr 2016E erwartet. Basierend auf den oben beschriebenen Massnahmen erwarten wir, dass der Bereich im Geschäftsjahr 2015E an der Gewinnschwelle operiert und im Geschäftsjahr 2016E eine EBIT-Marge von 3,5% aufweisen wird.

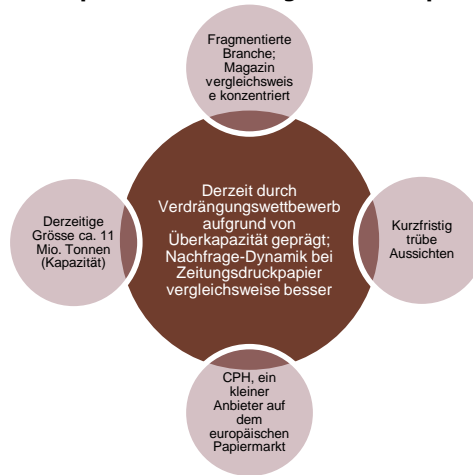
## BRANCHENÜBERSICHT UND WETTBEWERBSUMFELD

Alle drei Märkte in denen die CPH-Gruppe operiert, sind fragmentiert und angesichts des relativ kleinen Marktanteils der Gruppe sieht sich die CPH in allen ihren Geschäftsbereichen einem hohen Wettbewerbsdruck ausgesetzt.

### Papier

Der europäische Zeitungsdruckpapier- und Magazinpapiermarkt, mit einem derzeitigen Volumen von rund 11 Mio. Tonnen (8 Mio. Tonnen im Zeitungsdruckpapiersegment und rund 3 Mio. Tonnen im Magazin- und Beilagenmarkt), ist fragmentiert und sowohl von vertikal integrierten Anbietern (UPM, Holmen etc.) und reinen Anbietern (Norske Skog, Sappi etc.) besetzt. Der Markt für Zeitungsdruckpapiere ist vergleichsweise stärker fragmentiert; die fünf grössten Anbieter haben gemeinsam einen Marktanteil von 65%, während der Magazinbereich (Marktanteil der fünf grössten Anbieter: unbeschichtet: 87%, beschichtet: 78%) stärker konzentriert ist. UPM ist in beiden Sparten der Marktführer, gefolgt von Stora Enso (siehe Grafik 20). Laut eigener Aussage hat die CPH-Gruppe einen Marktanteil von jeweils fast 5% im europäischen Zeitungsdruckpapier- und Magazinpapiermarkt, während der Anteil im Binnenmarkt, Schweiz, jeweils bei signifikanten 30% liegt.

Grafik 19: Szenario europäischer Markt für grafisches Papier



Quelle: RISI, DNB Markets, Holmen IR Präsentation, Research Dynamics

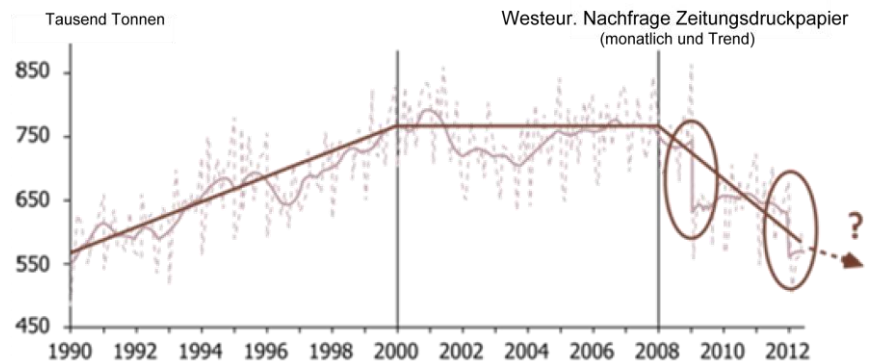
Grafik 20: Marktanteil nach Kapazität

Kapazität Zeitungsdruckpapiere		Kapazität Magazinpapiere			
Unternehmen	Marktanteil	Beschichtetes Magazinpapier	Marktanteil	Unbeschichtetes Magazinpapier	Marktanteil
UPM	20%	UPM	31%	UPM	39%
Stora Enso	18%	Stora Enso	13%	Stora Enso	21%
Norske Skog	11%	SAPPI	13%	Holmen	12%
Palm	9%	Burgo Gruppe	13%	Norske Skog	8%
Holmen	7%	Norske Skog	8%	SCA	7%
Andere	35%	Andere	22%	Andere	13%

Quelle: RISI, DNB Markets, Research Dynamics

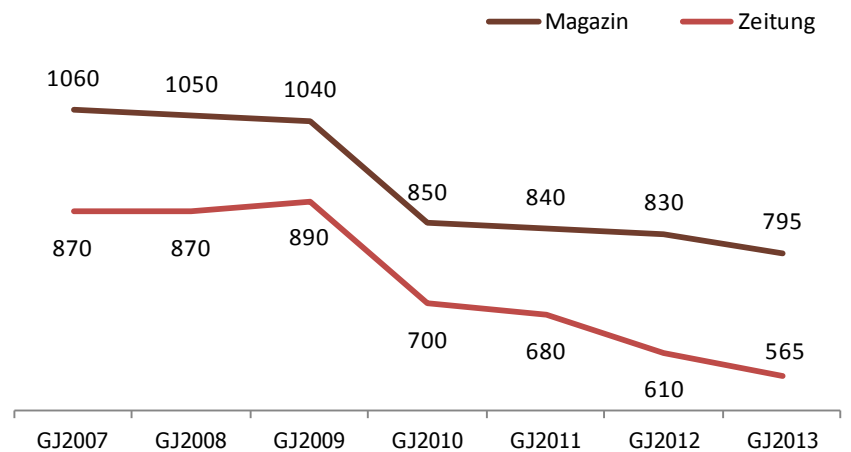
Derzeit befindet sich die Branche aufgrund einer schlechten Angebots-und-Nachfrage-Dynamik in einem auf Verdrängung ausgerichteten Wettbewerbsumfeld. 2013 sank die Nachfrage nach Zeitungsdruckpapier in Europa um 6%, während sie im Bereich Magazine um 8% zurückging. Angesichts der hohen Konjunktursensibilität hat ein anhaltender Nachfragerückgang infolge der Weltwirtschaftskrise zu einem Überangebot in der Branche geführt und somit das Preisszenario geschwächt (siehe Grafik 22). Obwohl die Unternehmen Massnahmen ergriffen haben, um das operative Geschäft durch Drosselung der Kapazitäten zu verbessern (rund 6,6 Mio. von 2005 bis 2011, mit weiteren angekündigten Kürzungen Ende 2012 und 2013), gibt es noch viel Handlungsbedarf. Der fragmentierte Charakter der Branche ist eines der grössten Hindernisse für wirksame Restrukturierungsmassnahmen.

**Grafik 21: Nachfrageentwicklung Zeitungsdrukpapier Westeuropa**



Quelle: Unternehmensdaten, Research Dynamics

**Grafik 22: Preisentwicklung Magazin- und Zeitungsdrukpapiere (CHF/t)**



Quelle: Unternehmensdaten, Research Dynamics

Durch die Kapazitätsdrosselung von rund 1 Mio. Tonnen in 2013 sieht die Angebots-Nachfrage-Situation im Bereich Zeitungsdrukpapiere ausgewogener aus, und deutet eine günstigere Preisentwicklung an. Die Nachfrageaussichten bleiben jedoch weiterhin gedämpft: Laut CPH könnte es 2014 zu einem Rückgang von 6% gegenüber Vorjahr in der Zeitungsdrukpapiernachfrage kommen. Gleichzeitig sieht es im Bereich Magazinpapier, wo es immer noch Überkapazitäten im Umfang von rund 1 Mio. Tonnen gibt, an der Preisfront auf kurze Sicht schwierig aus. Da sich die europäische Wirtschaft jedoch zu erholen beginnt, muss kaum mit einer weiteren Verschlechterung der Branchendynamik gerechnet werden.

**Verpackung**

Die CPH-Gruppe ist auf pharmazeutische Verpackungen spezialisiert und eigenen Angaben zufolge ist sie weltweit der drittgrösste Anbieter von beschichteten PVdC-Hochbarrierefolien. Laut des Jahrbuchs 2011 der Pharmaceutical Packaging Industry hatte der weltweite Blister-Verpackungsmarkt ein Volumen von rund USD 8,1 Mrd., mit einem Anteil von 17% am weltweiten pharmazeutischen Verpackungsmarkt. Obwohl die Bedeutung von Blister-Verpackungen in den nächsten Jahren zunehmen wird, gibt es aufgrund seines Nischencharakters nur wenige Studien oder detaillierte Wachstumsprognosen für diesen Bereich. Angesichts dieser Umstände bietet die globale pharmazeutische Verpackungsindustrie unseres Erachtens die beste Referenz, um die Wachstumsaussichten für Blister-Verpackungen zu beurteilen.

**Grafik 23: Szenario globale pharmazeutische Verpackungsbranche**



Quelle: Markets and Markets, Transparency Market Research, Research Dynamics

Der globale pharmazeutische Verpackungsmarkt ist hochgradig fragmentiert. Diversifizierte Konglomerate (wie Honeywell International und 3M), reine Anbieter von Verpackungen (wie Amcor) und diverse private Anbieter sind im Markt aktiv. Laut Transparency Market Research wurde der globale pharmazeutische Verpackungsmarkt 2011 auf USD 50,1 Mrd. geschätzt und soll bis 2018 ein Volumen von USD 73,0 Mrd. erreichen, bei einem CAGR von 5,6% von 2012 bis 2018. Regional betrachtet wird erwartet, dass Fernost, als wichtiger Markt für Generika, die am schnellsten wachsende Region sein wird, angetrieben von der Nachfrage nach Markenprodukten mit abgelaufenem Patentschutz. Eine günstige Regierungspolitik und eine alternde Bevölkerung sind weitere wichtige Faktoren. Es wird erwartet, dass der Markt Fernost bis 2018 ein Volumen von USD 20,6 Mrd. umfasst.

Ein vor kurzem veröffentlichter Bericht von Markets and Markets gibt derweil Anlass für optimistischere Wachstumsprognosen: Darin wird prognostiziert, dass der weltweite pharmazeutische Verpackungsmarkt mit einem CAGR von 6,7% von 2013 bis 2018 auf USD 78,8 Mrd. anwächst.

**Grafik 24: Anbieter in der Verpackungsbranche (pharmazeutische und übrige)**

**Diversifiziert und spezialisiert (beinhaltet gelistete und private Anbieter)**

Meadwestwaco

MacFarlane Group

Gerresheimer

Klöckner Pentaplast

Convertidora Industrial

PSB Industries

Astrapak Ltd.

Bilcare Ltd.

Gallazzi Group

ACG (India)

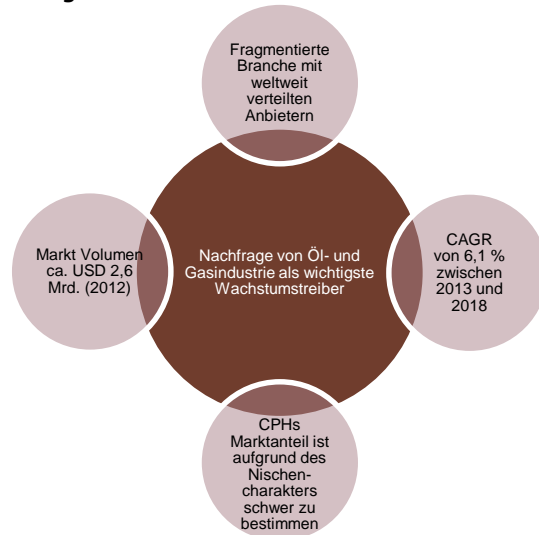
Tekniplex

Quelle: Markets and Markets, Transparency Market Research, Bloomberg, Research Dynamics

**Chemie**

Das Segment Chemie der CPH-Gruppe liefert Absorbentien wie z. B. Molekularsiebe und Chromatografiegele. Die Absorbentienbranche (inklusive Molekularsiebe, Aktivkohle, Kieselgel, aktiviertes Aluminiumoxid, Ton) mit einem Volumen von USD 2,6 Mrd. ist sehr fragmentiert, und umfasst grosse Namen wie z. B. die in Deutschland basierte BASF, den US-Konzern Honeywell und private Anbieter wie das französische Unternehmen Axens. Laut Branchenstudien hat der Absorbentienmarkt ein Volumen von USD 2,6 Mrd. (2012). Es ist zu erwarten, dass die Absorbentienbranche von einer gestiegenen Nachfrage der Öl- und Gasraffinerien und Kläranlagen profitieren wird. Weltweit wird ein Marktwachstum von USD 3,8 Mrd. bis 2018 erwartet, bei einem CAGR von 6,1% von 2013 bis 2018.

**Grafik 25: Szenario globale Absorbentienbranche**



Quelle: Markets and Markets, Research Dynamics

**Grafik 26: Hauptanbieter in der Chemiebranche**

**Diversifiziert und spezialisiert (beinhaltet gelistete und private Anbieter)**

Honeywell Int. (UOP Division)

Arkema (CECA Division)

WR Grace & Co.

CWK Leipzig

Anten Chemicals

Eurisotop

Kleine, regional tätige Anbieter in China

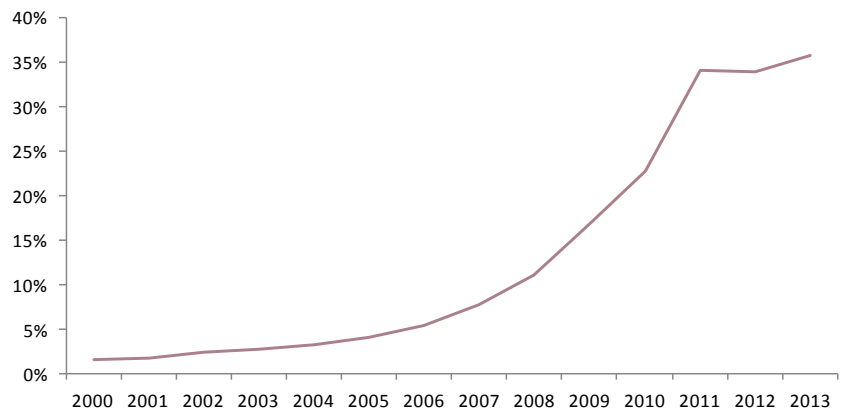
Quelle: Markets and Markets, Bloomberg, Research Dynamics

## WACHSTUMSCHANCEN & WICHTIGSTE TREIBER

### Boom beim Abbau von Schiefergas treibt die Nachfrage im Bereich Chemie an

Der Schiefergas-Boom prägte die weltweite Energiewirtschaft in den letzten Jahren. Angespornt vom bisher weitgehend auf die USA beschränkten wirtschaftlichen Erfolg, ziehen andere Länder nach. Die Schiefergasförderung wird in den USA schon seit den frühen 1970-er Jahren betrieben, konnte sich jedoch lange Zeit nicht durchsetzen, da sie nicht wirtschaftlich war. Wie der Grafik zu entnehmen ist, hatte sie noch im Jahr 2000 nur einen Anteil von 1,6% an der gesamten Erdgasproduktion in den USA. Im letzten Jahrzehnt hat die Schiefergasförderung jedoch ein rasantes Wachstum verzeichnet und konnte ihren Anteil bis 2010 auf 23% ausbauen. Die Hauptantriebsfaktoren für diese Entwicklung sind technische Innovationen, eine veränderte Regierungspolitik, Beteiligung des Privatsektors und gestiegene Erdgaspreise.

**Grafik 27: US-Erdgasproduktion aus Schiefergas 2000-2013**

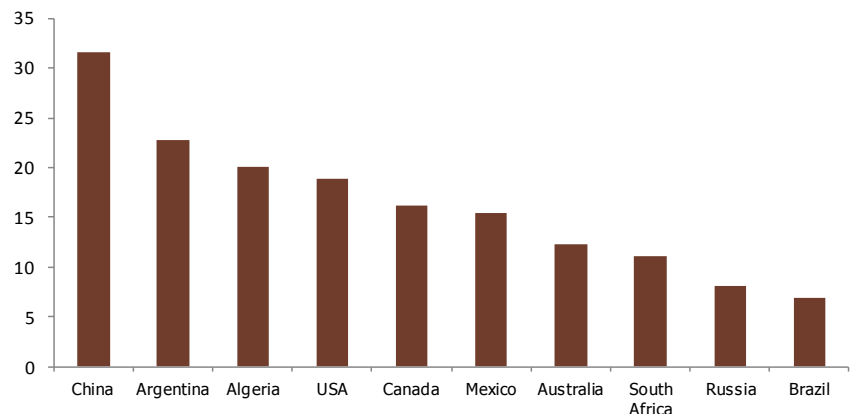


Quelle: US EIA

Laut den Prognosen des amerikanischen Energieministeriums sehen die Zukunftsaussichten gut aus. Für die Schiefergasproduktion wird ein CAGR von 4% von 7,8 Billionen Kubikfuss im Jahr 2011 auf 11,05 Billionen Kubikfuss in 2020 erwartet.

Unter den restlichen Ländern, die am Ausbau ihres Schiefergasmarkts arbeiten, scheint China sich anzuschicken, an die Erfolgsgeschichte der USA anzuknüpfen. Laut Zahlen der US Energy Information Administration wird die förderbare Schiefergasreserve Chinas auf 31,6 Billionen Kubikmeter geschätzt. Das entspricht 68% mehr Volumen als die Reserven der USA und somit die grössten Reserven weltweit. Chinas Energienachfrage soll bis 2035 um 71% gemessen an der jetzigen Nachfrage steigen. Um diese rasant steigende Nachfrage zu befriedigen, plant China, seine Schiefergasproduktion erheblich auszubauen, und hat sich das Ziel gesetzt, bis 2015 0,2 Billionen Kubikfuss Schiefergas zu fördern und die Förderung bis 2020 auf 2 bis 3,5 Billionen Kubikfuss auszuweiten.

**Grafik 28: Technisch förderbare Schiefergasreserven (in Billionen Kubikmetern)**



Quelle: Research Dynamics, Schätzungen der US Energy Information Administration

Der Chemie-Bereich ist schwerpunktmässig auf den US-Markt fokussiert. Die Gruppe verfügt in Louisville, USA, über eine Produktionsanlage und der Bereich Chemie erwirtschaftet einen grossen Anteil (33%) seiner Umsätze in der Region. Dank der Präsenz der Gruppe auf dem amerikanischen Markt ist die CPH gut aufgestellt, um von den dortigen Chancen zu profitieren. Angesichts der Chancen auf dem chinesischen Markt hat der Bereich Chemie begonnen, seinen derzeit eher kleinen Marktanteil auszubauen. Im Geschäftsjahr 2012 ist die CPH-Gruppe neue Vertriebsvereinbarungen eingegangen und plant, seine Präsenz auf dem chinesischen Markt weiter auszubauen.

#### **Wachsender Markt für pharmazeutische Verpackungen in Fernost und Blister-Verpackungen in den USA**

Wie oben in den Kapiteln Branchenüberblick und Wettbewerbsumfeld beschrieben, bietet der Blister-Verpackungsmarkt grosses Wachstumspotential. Regional betrachtet bieten vor allem die USA und Fernost noch nie dagewesene Möglichkeiten. Traditionell sind die USA der grösste Markt weltweit für pharmazeutische Verpackungen, dominiert von Sammelbehältern. Der Anteil an Blister-Verpackungen in den USA ist relativ gering. Angesichts günstiger Regulierungen durch die US-Gesundheitsbehörde FDA haben die Umsätze von Blister-Verpackungen in den letzten Jahren zugelegt. Die FDA hat angeordnet, dass alle verschreibungspflichtigen Arzneimittel, die in Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen ausgegeben werden, in Form von Einzeldosen mit Barcodes verpackt sein müssen, um Dosierungsfehlern vorzubeugen. Blister-Verpackungen sind aufgrund ihrer Feuchtigkeits- und Sauerstoffresistenz, ihrer Transparenz und ihrer Widerstandsfähigkeit ideal geeignet, um Sicherheit und Effizienz zu gewährleisten. Laut TechNavio wird für den US-amerikanischen Blister-Verpackungsmarkt von 2013 bis 2018 ein CAGR von fast 6% erwartet.

Die Chancen in der Region Fernost stellen sich noch besser dar. Faktoren wie der auslaufende Patentschutz von Markenprodukten, vorteilhafte Regierungsinitiativen und eine alternde Bevölkerung tragen zu einer höheren Nachfrage nach pharmazeutischen Verpackungen in dieser Region bei. Laut Markets and Markets haben Nordamerika, Westeuropa und Japan mit einem gemeinsamen Anteil von über 70% 2012 den pharmazeutischen Verpackungsmarkt dominiert. Die Studie sieht voraus, dass Fernost sowohl Nordamerika als auch Europa auf dem pharmazeutischen Verpackungsmarkt einholen wird, bei einem zweistelligen CAGR von 2013 bis 2018. Dieser Optimismus wird auch durch die Guidance der CPH-Gruppe für 2014 für den Bereich Verpackung bestätigt: Die Gruppe erwartet eine Wiederholung ihres zweistelligen Wachstums für Asien aus dem Geschäftsjahr 2013.

Der Bereich bezieht rund 13% (Geschäftsjahr 2013) seiner Umsätze aus der Region Amerika (inklusive USA) und rund 19% aus den übrigen Ländern, darunter auch Fernost. Wie schon in dem Kapitel Geschäftsstrategie betont, plant die Gruppe eine bessere Marktdurchdringung in Fernost durch eine stärkere Präsenz in China und setzt hierbei sowohl auf organisches als auch auf anorganisches Wachstum.

## SWOT-ANALYSE

<p><b>Stärken</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Fortschrittliche Technologien bieten einen Wettbewerbsvorteil</li> <li>2. Präsenz des Bereichs Chemie in der schnell wachsenden Region Nord- und Südamerika</li> <li>3. Gesunde Finanzen zur Förderung des Wachstums</li> </ol>	<p><b>Schwächen</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Produktionsanlagen an teuren Standorten</li> <li>2. Strukturelle Probleme in den wichtigsten Bereichen der Gruppe</li> <li>3. Hohe Konzentration von Umsätzen in Europa</li> </ol>
<p><b>Chancen</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wachsende Nachfrage in Asien nach pharmazeutischen Verpackungen</li> <li>2. Starke Nachfrage in Schlüsselmärkten des Bereichs Chemie erwartet</li> </ol>	<p><b>Risiken</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Schnelles Wachstum digitaler Lesegeräte könnte die Papiernachfrage weiter reduzieren</li> <li>2. Steigende Energiekosten könnten die Gewinnspannen negativ beeinflussen</li> </ol>

### Stärken

#### **Fortschrittliche Technologien bieten einen Wettbewerbsvorteil**

Die CPH-Gruppe ist aufgrund proaktiver Investments und nachhaltiger Anstrengungen im Bereich Forschung und Entwicklung im Branchenvergleich technologisch gut aufgestellt. Die PM7-Maschine der Perlen Papier, welche die PM5 in der Zeitungsdruckpapierproduktion ersetzt, bietet nicht nur eine höhere Produktionskapazität, sondern gewährleistet auch niedrigere Produktionskosten. Im Bereich Verpackung verfügt die Gruppe über zahlreiche Patente und eine Palette preisgekrönter Produkte. Zum Beispiel Perlalux-Identity, ein innovatives, patentiertes System mit Fälschungsschutzlösungen für Blister-Folien oder Perlalux-Tristar Ultra mit höchster Barrierewirkung für hygroskopische Produkte. Der Bereich Chemie hat sich auch die Patente für seine Zeolithen-Produktionstechnologien und -anwendungen gesichert. Dies bietet der CPH-Gruppe einen deutlichen Wettbewerbsvorteil und stärkt ihre Wachstumsaussichten.

#### **Präsenz des Bereichs Chemie in der schnell wachsenden Region Nord- und Südamerika**

Die Energiewirtschaft in Nordamerika (insbesondere Schiefergas) und die Ethanolindustrie in Südamerika haben über die letzten Jahre ein starkes Wachstum verzeichnet. Laut PwC hat die Schiefergasindustrie in den USA von 2004 bis 2011 ein CAGR von 26% verzeichnet. Gleichzeitig wies die Kraftstoff-Ethanolindustrie in Südamerika im Zeitraum von 2001 bis 2011 ein CAGR von 7,2% auf. Das Chemiesegment produziert Molekularsiebe, welche unter anderem zur Reinigung von Erdgas und Ethanol verwendet werden. Der Umsatzanteil Nord- und Südamerikas für den Bereich Chemie wuchs von 32% in 2010 auf 45% in 2013 an. Das spiegelt die Bedeutung dieser Region für die Gruppe wider. Die Gruppe verfügt über eine Produktionsanlage in Louisville, USA, und das Segment erzielt einen Grossteil seiner Umsätze in den USA (33%). Durch die gesteigerte Präsenz in Nord- und Südamerika ist die Gruppe gut aufgestellt, um von den Vorteilen künftiger Wachstumschancen in diesen Schlüsselbranchen zu profitieren.

#### **Gesunde Finanzen zur Förderung des Wachstums**

Im Verlauf des letzten Jahrzehnts hat sich die Basis der Produktion der Pharmaindustrie aus den Industrieländern in die kostengünstigen Schwellenländer in Asien verlagert. Unter Einsatz ihrer Expertise in der Verpackungsbranche und auf Basis gesunder Finanzen (niedrige Verschuldungsrate von ~30%), hat die Gruppe beschlossen, in eine neue Produktionsanlage in China zu investieren. Nach Stand der Planung soll die Anlage 2016 die Produktion aufnehmen und den chinesischen Pharmamarkt bedienen. Der tiefe Verschuldungsgrad bietet der Gruppe die Möglichkeit, neue Investitionschancen wahrzunehmen, die das Wachstum zukünftig ankurbeln werden.

### Schwächen

#### **Produktionsanlagen an teuren Standorten**

Der Grossteil der Produktionsanlagen der CPH-Gruppe liegt in der Schweiz, wo die Lohnkosten zu den höchsten weltweit zählen. Dies beeinträchtigt die Wettbewerbsfähigkeit der Gruppe im Vergleich zu Anbietern mit Produktionsstätten in Osteuropa oder Asien. Des Weiteren ist die Profitabilität der CPH-Gruppe Währungsschwankungen stark ausgesetzt, da 70% der Kosten der Gruppe in Schweizer Franken anfallen, aber nur 15% der Umsätze in dieser Währung gemacht werden. Um dem entgegenzuwirken, behält das Management Wachstumschancen durch Neuanlagen oder Übernahmen ausserhalb der Schweiz im Blickfeld.

**Strukturelle Probleme in den wichtigsten Bereichen der Gruppe**

Die finanzielle Leistungsfähigkeit der Gruppe ist stark vom Bereich Papier abhängig, da dieser 2013 64% des Umsatzes der Gruppe ausmachte, im Vergleich zu knapp unter 50% in 2008. Momentan sieht sich die Papierbranche strukturellen Problemen wie z. B. Überkapazität und Nachfragedruck durch die zunehmende Durchdringung mit digitalen Medien ausgesetzt. Dies hat zu einer stark wettbewerbsorientierten Preisentwicklung geführt, mit Auswirkungen auf die gesamte Gruppe. Die Geschäftsführung versucht, dem entgegenzuwirken, indem sie sich auf den Ausbau der anderen Bereiche konzentriert, um die Abhängigkeit vom Bereich Papier zu reduzieren.

**Hohe Konzentration von Umsätzen in Europa**

Die Umsätze der CPH-Gruppe sind zu mehr als 80% auf Europa konzentriert, eine Entwicklung die schon viele Jahre anhält. Laut des IMF World Economic Outlooks durchlief die Eurozone 2012 und 2013 ein negatives Wachstum und obwohl in den nächsten Jahren eine Verbesserung der Lage erwartet wird, wird für 2014 bis 2015 für die Region nur ein

Wachstum von 1,2 bis 1,5% prognostiziert. Dies ist deutlich weniger als das erwartete durchschnittliche weltweite Wachstum von 3,7% im selben Zeitraum. Die starke Abhängigkeit von dieser wachstumsschwachen Region wird die Gesamtleistung der Gruppe voraussichtlich schwächen. Um ihre Abhängigkeit von Europa zu reduzieren, plant die Gruppe, ihre Umsätze in der Region Asien zu steigern. Die Gruppe will dies durch eine Erhöhung des Marktanteils der Bereiche Verpackung und Chemie in der Region erreichen.

**Chancen****Wachsende Nachfrage in Asien nach pharmazeutischen Verpackungen**

Laut Markets and Markets soll der weltweite pharmazeutische Verpackungsmarkt bis 2018 mit einem CAGR von 6,7% wachsen. Insbesondere in Fernost ist ein starkes Wachstum zu erwarten (siehe Branche und Wettbewerbsumfeld), verursacht durch die gesteigerte Nachfrage in den wichtigsten Märkten China und Indien. Für die Region wird bis 2018 eine zweistellige Wachstumsrate erwartet. Zudem sollte sie die Märkte Nordamerika und Europa überholen. Somit verfügt der Bereich Verpackung der CPH-Gruppe über einen starken Schwerpunkt für Umsatzsteigerungen in den kommenden Jahren.

**Starke Nachfrage in den Schlüsselmärkten des Bereichs Chemie erwartet**

Es ist zu erwarten, dass die Märkte für Schiefergas und Biokraftstoffe (insbesondere Ethanol) als Treiber für den Bereich Chemie wirken werden. Laut einem Bericht der PwC soll die Schiefergasproduktion in den USA bis 2035 mit einem CAGR von 7,3% wachsen. Gleichzeitig wird erwartet, dass die Biokraftstoffbranche in den kommenden Jahren deutlich wächst, angetrieben von einer zunehmenden Beimischung von Ethanol in Fahrzeugkraftstoffen. Laut einer Studie der International Sugar Association wird für den weltweiten Kraftstoff-Ethanolmarkt ein CAGR von 8,6% bis 2020 erwartet. Diese beiden Märkte sollten gemeinsam dazu beitragen, das Umsatzwachstum des Bereichs Chemie deutlich anzutreiben.

**Risiken****Schnelles Wachstum digitaler Lesegeräte könnte die Papiernachfrage weiter reduzieren**

Das schnelle Wachstum in den Bereichen Smartphones, Tablets und E-Books hat dazu geführt, dass eine grosse Anzahl Abonnenten Inhalte mittlerweile lieber online liest, anstatt auf das traditionelle Print-Format zurückzugreifen. Diese Veränderung in den Kundenvorlieben hat die Umlaufzahlen aller Zeitungen und Magazine beeinflusst, wodurch wiederum die Nachfrage nach Papier zurückgegangen ist. Die weltweite Zirkulation von Zeitungen war in den letzten fünf Jahren rückläufig. Europa hatte hierbei jedoch den stärksten Rückgang (-26,5% in 2008 bis 2013) zu verzeichnen. Insgesamt ist die Nachfrage nach Papier in den CEPI-Mitgliedsstaaten von 82,1 Mio. Tonnen in 2000 auf 77,4 Mio. Tonnen in 2012 (-5,7%) gefallen. Laut einer Branchenstudie griffen junge Leser (Altersgruppe 14-44) in Grossbritannien 2012 eher zum Laptop, um Zeitungen zu lesen, während nur 39% der Leser Printmedien vorzogen (im Vergleich zu 75% in 2011). Die steigende Nutzung von digitalen Lesegeräten (insbesondere in Schwellenländern, wo die Nachfrage nach Papier noch hoch ist) wird die Zirkulationszahlen von Printmedien, und somit die Nachfrage nach Papier, weiter beeinflussen.

**Steigende Energiekosten könnten die Gewinnspannen negativ beeinflussen**

Die CPH-Gruppe ist 2014 mit einem Zwei-Jahres-Vertrag vom regulierten Strommarkt auf den freien Markt gewechselt. Nach eigenen Einschätzungen wird die Gruppe durch diesen Wechsel jährlich ca. EUR 10 Mio. an Energiekosten einsparen. Unseres Erachtens sind die Einsparungen, angesichts der weiterhin schleppenden makroökonomischen Situation in der Region, teilweise auf die gedämpften Energiepreise zurück zu führen. Mit einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage könnten die Energiekosten jedoch steigen, und sich negativ auf die energieintensiven Geschäftsfelder der CPH-Gruppe auswirken. Aufgrund der geltenden Verträge könnte die Gruppe jedoch nicht auf den regulierten Markt zurückkehren. In diesem Fall müsste die CPH-Gruppe die höheren Kosten an die Kunden weitergeben, um die Gewinnspanne zu wahren oder zu steigern, und dies könnte der Gruppe Schwierigkeiten bereiten, da es sich um einen relativ kleinen Anbieter (und somit einen «Preisnehmer») handelt, der von grossen Anbietern wie UPM, Stora Enso und Norske Skog dominiert wird.

## PORTER FIVE FORCES-ANALYSE

**Eintrittsbarrieren:** Aus dem Blickwinkel des technischen Vorsprungs und der Kapitalinvestitionen bieten die drei Geschäftsfelder, in denen die Gruppe operiert (Papier, Verpackung und Chemie) unterschiedliche Eintrittsbarrieren. Im Bereich Papier, bei dem es sich um ein margenschwaches Geschäftsfeld handelt, sind die Anfangsinvestitionen hoch, so dass die Eintrittsmöglichkeiten für neue Anbieter beschränkt sind. Auch der Eintritt in das pharmazeutische Verpackungsgeschäft gestaltet sich aufgrund der starken Regulierungen und Zulassungsbestimmung schwierig. Im Bereich Chemie sind die Eintrittshindernisse jedoch nicht sehr ausgeprägt. Die Gruppe profitiert von langjährigen Kundenbeziehungen und örtlichen Besonderheiten, die neue Anbieter abschrecken. Die Eintrittsbarrieren können somit als **mittel** für die gesamte Gruppe bewertet werden.

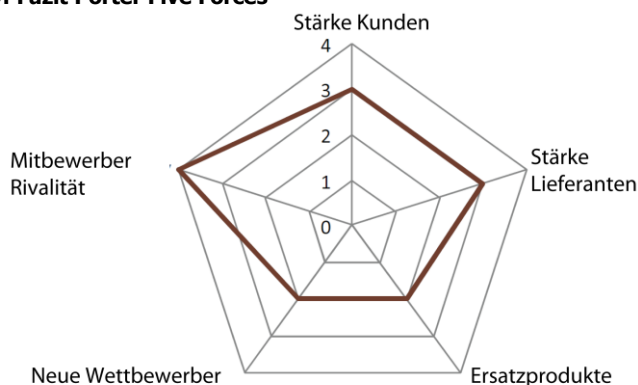
**Verhandlungsstärke der Kunden:** Alle drei Märkte (Papier, Verpackung und Chemie) sind fragmentiert und von finanzstarken Anbietern geprägt. Insbesondere im Bereich Papier sind die Kunden aufgrund der ungünstigen Branchendynamik derzeit sehr verhandlungsstark (Überkapazität). Im Bereich Chemie handelt es sich bei den Endabnehmern um grosse Industrie- oder Energieunternehmen etc., die eine grosse Verhandlungsmacht haben. Der Bereich Verpackung, der die qualitätsbewusste Pharmabranche beliefert, muss sehr auf Qualität bedacht sein, da Probleme in diesem Bereich eine grosse Gefahr für die Geschäfte darstellen können. Daher ist die Verhandlungsstärke der Kunden **hoch**.

**Verhandlungsstärke der Lieferanten:** Die Gruppe ist für die Papierproduktion hauptsächlich von Altpapier und Hackschnitzeln aus Sägereiestholz abhängig. Aufgrund der hohen Fragmentierung in der Papierbranche und einer vergleichsweise guten Angebot-Nachfrage-Dynamik im europäischen Altpapiermarkt, erscheint die Verhandlungsstärke der Lieferanten relativ stark. Ein weiterer Indikator hierfür ist der grösstenteils stabile Preis für Altpapier in Europa im Verlauf des letzten Jahres, während die Papierpreise im gleichen Zeitraum weiter fielen. Gleichzeitig sind auch die Märkte für die anderen Bereiche fragmentiert. Angesichts des relativ kleinen Marktanteils der CPH-Gruppe im Branchenvergleich erscheint die Verhandlungsstärke der Lieferanten als **hoch**.

**Wettbewerb:** Alle drei Märkte sind von einem starken Wettbewerbsdruck geprägt. Die Anbieter im Bereich Papier sind teils vertikal aufgestellt und teilweise ausschliesslich Anbieter von Papierprodukten. Derzeit ist der Papiermarkt aufgrund der anhaltenden Überkapazität von einem Verdrängungswettbewerb geprägt (siehe Branchenüberblick und Wettbewerbsumfeld). Die Verpackungsbranche ist fragmentiert und besteht aus einer breiten Palette von Anbietern, darunter kleine Anbieter wie Gallazzi oder ACG aus Indien, die den pharmazeutischen Markt bedienen. Der Bereich Chemie besteht ebenfalls aus unterschiedlichen Anbietern weltweit, darunter Nischenanbieter wie Anten Chemicals, Clariant und Eurisotop. Den Wettbewerb in allen Geschäftsbereichen der Gruppe erachten wir als **sehr hoch**.

**Bedrohung durch Ersatzprodukte:** Im Bereich Papier ist die Bedrohung durch Ersatzprodukte aufgrund des Aufkommens der digitalen Medien sehr hoch. Die Entwicklung, die 2000 ihren Anfang nahm, führt zu einer strukturellen Veränderung in der Papierbranche und ist auf lange Sicht eine Bedrohung für ihre Existenz. Im Gegensatz dazu sind die beiden anderen Bereiche, Verpackung und Chemie, die Hochbarrierefolien für Blister-Verpackungen und chemische Absorbentien produzieren, keinerlei direkten Bedrohungen durch Ersatzprodukte ausgesetzt. Da die beiden anderen Bereiche deutlich besser dastehen als der Bereich Papier, kann die Bedrohung durch Ersatzprodukte als **mittel** eingestuft werden.

Grafik 29: Fazit Porter Five Forces



Quelle: Research Dynamics

## BEWERTUNG

Unseres Erachtens ist das DCF-Modell gut für die Bewertung der CPH-Gruppe geeignet, da die Gruppe im letzten Jahrzehnt den gesamten Geschäftszyklus durchlaufen hat. Wir haben die Voraussetzungen analysiert und das DCF-Modell verwendet, um das Kursziel zu bestimmen. Des Weiteren haben wir die relative Bewertungsmethode verwendet (Details siehe unten).

Unter Verwendung der Discounted-Cashflow-Methode (DCF), liegt der innere Wert der Gruppe bei CHF 1'522. Wir kommen in Übereinstimmung mit den Zahlen der Gruppe auf gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 8%, basierend auf Eigenkapitalkosten von 10.2% und Fremdkapitalkosten von 2,8%. Angesichts der geringen Grösse der Gruppe und der Angreifbarkeit durch makroökonomische Entwicklungen haben wir ein höheres Beta verwendet als sich durch die Regressionsanalyse ergibt. Wir haben explizit die Cashflows bis Geschäftsjahr 2023E prognostiziert und in der Folge eine Wachstumsrate (Terminal Growth Rate) von 1% unterstellt.

**Grafik 30: Sensitivität WACC und Wachstumsrate mit Aktienpreis**

		Sensitivität				
		WACC				
		6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
Wachstumsrate	0.25%	1,954	1,647	1,416	1,237	1,093
	0.50%	2,021	1,693	1,449	1,261	1,112
	0.75%	2,095	1,742	1,484	1,287	1,131
	1.00%	2,175	1,796	1,522	1,315	1,152
	1.25%	2,265	1,854	1,562	1,344	1,174
	1.50%	2,364	1,917	1,606	1,375	1,197
	1.75%	2,475	1,987	1,653	1,409	1,222

Quelle: Research Dynamics

Es gibt für die CPH-Gruppe keine exakten Vergleichszahlen, da sie in drei komplett eigenständigen Geschäftsfeldern ohne Überschneidungen tätig ist. Um die Gruppe auf relativer Basis zu bewerten, haben wir für jeden Bereich der CPH-Gruppe eine eigene Peer Group für den Branchenvergleich erstellt. Im Bereich Papier haben wir uns auf europäische Peers beschränkt, da 80% der Papierprodukte in Europa verkauft werden. Wir haben den schwedischen Papierproduzenten Holmen, die finnischen Firmen Stora Enso, Metsa Board, UPM-Kymmene, die in Portugal ansässige Altri, die in Norwegen beheimatete Norske Skog und die britische James Cropper einbezogen. Für den Bereich Chemie haben wir die CPH-Gruppe mit Honeywell, Clariant, Arkema und WR Grace & Co. verglichen. Für den Bereich Verpackung kamen PSB Industries, Meadwestwaco, MacFarlane Group, Gerresheimer, West Pharmaceutical Services und Astrapak Ltd. in die engere Auswahl.

Wir haben die drei weitverbreiteten Parameter EV/EBITDA, KUV und KGV verwendet, um die relative Bewertung der Gruppe zu ermitteln. Wir haben den Durchschnittswert der Peer Groups für die einzelnen Geschäftsbereiche zunächst getrennt ermittelt und dann den gewichteten Durchschnitt auf Basis des Umsatzbeitrags der jeweiligen Bereiche berechnet. Unseres Erachtens spiegelt dieser konsolidierte Peer-Durchschnittswert die Bewertungskennzahlen der CPH-Gruppe angesichts des diversifizierten Geschäftsmodells am besten wider.

**Grafik 31: CPH im Branchenvergleich**

Unternehmen	EV/EBITDA			KUV			KGV		
	Ø-3J	KJ2014E	KJ2015E	Ø-3J	KJ2014E	KJ2015E	Ø-3J	KJ2014E	KJ2015E
CPH Chemie & Paper	14.1x	9.7x	8.0x	0.8x	0.7x	0.7x	2.6x	48.7x	19.2x
<b>Peers Papier</b>									
Holmen	7.8x	7.3x	6.8x	1.0x	1.2x	1.1x	15.2x	16.0x	14.1x
Stora Enso	6.3x	6.9x	6.4x	0.4x	0.5x	0.5x	11.6x	12.7x	10.5x
Altri	7.9x	9.7x	8.8x	0.7x	0.9x	0.9x	10.4x	17.0x	12.9x
Metsa Board	5.8x	6.6x	6.2x	0.4x	0.5x	0.5x	15.2x	15.5x	12.6x
UPM-Kymmene	6.1x	5.3x	5.2x	0.5x	0.6x	0.6x	11.3x	11.6x	11.6x
Norskse Scog	NA	7.3x	8.2x	NA	0.1x	0.1x	88.6x	NA	NA
James Cropper	2.6x	NA	NA	0.3x	0.0x	0.0x	9.1x	14.1x	10.1x
OJI Holdings	NA	9.3x	8.9x	NA	0.3x	0.3x	11.6x	13.6x	12.3x
<b>Peers Chemie</b>									
Honeywell Int.	8.4x	9.7x	8.9x	1.4x	1.8x	1.7x	14.2x	16.8x	15.2x
Clariant	6.6x	8.0x	7.2x	0.6x	0.9x	0.8x	11.1x	14.1x	11.5x
Arkema	5.4x	5.8x	4.9x	0.7x	0.6x	0.5x	9.8x	12.9x	10.4x
WR Grace & Co.	7.8x	11.0x	9.9x	1.7x	2.1x	2.0x	15.9x	21.2x	17.0x
<b>Peers Verpackung</b>									
Meadvestwaco	6.0x	9.0x	8.1x	0.7x	1.2x	1.2x	13.7x	23.5x	19.2x
MacFarlane Group	5.8x	0.1x	0.1x	0.2x	0.0x	0.0x	7.7x	10.3x	9.2x
Gerresheimer	7.0x	8.3x	7.7x	1.0x	1.2x	1.2x	14.2x	17.6x	15.6x
West Pharmaceutical Services	9.9x	11.5x	10.5x	1.7x	2.2x	2.0x	20.1x	24.3x	21.2x
Convertidora	8.4x	8.4x	7.3x	0.4x	0.4x	0.4x	NA	NA	NA
PSB Industries	4.6x	5.6x	5.2x	0.4x	0.6x	0.5x	8.1x	11.6x	10.4x
Astrapak Ltd	4.5x	NA	NA	0.3x	0.0x	0.0x	9.4x	12.0x	7.9x
Bilcare Ltd	3.3x	NA	NA	0.2x	NA	NA	2.7x	NA	NA
<b>Overall Peers</b>									
Median	6.2x	8.0x	7.3x	0.6x	0.6x	0.5x	11.6x	14.1x	12.3x
Höchst	9.9x	11.5x	10.5x	1.7x	2.2x	2.0x	88.6x	24.3x	21.2x
Tiefst	2.6x	0.1x	0.1x	0.2x	0.0x	0.0x	2.7x	10.3x	7.9x
Prämie (Disk.) zu Peers	128%	35%	9%	40%	23%	27%	(78%)	244%	56%

Quelle: Bloomberg (per 26.9.14)

**Grafik 32: CPH im gewichteten durchschnittlichen Peer Group-Vergleich**

Multiples	EV/EBITDA			KUV			KJV		
	Ø-3J	KJ2014E	KJ2015E	Ø-3J	KJ2014E	KJ2015E	Ø-3J	KJ2014E	KJ2015E
Gewichteter Peer Multiple	6.2x	7.7x	7.1x	0.5x	0.6x	0.6x	11.1x	14.5x	12.6x
CPH	14.1x	10.9x	8.0x	0.8x	0.7x	0.7x	2.6x	48.7x	19.2x
Prämie (Disk.) zu Peers	126%	40%	12%	51%	13%	13%	(77%)	236%	53%

Quelle: Bloomberg (per 26.9.14)

## KENNZAHLEN (HISTORISCH UND PROGNOSEN)

### UMSATZ

Die CPH-Gruppe befand sich, bei einem Umsatzwachstum von 9,8% im Geschäftsjahr 2006 und 16,9% im Geschäftsjahr 2007, auf einem starken Wachstumskurs, mit einem massgeblichen Beitrag des Bereichs Verpackung (CAGR von 44%). Unter dem Einfluss der Finanzkrise im Jahr 2008 stockte das Wachstum der Gruppe jedoch. In den Geschäftsjahren 2008 bis 2010 musste die CPH-Gruppe drei aufeinander folgende Jahre Umsatzeinbussen hinnehmen (-11,1% CAGR). Die Gruppe erholte sich im Geschäftsjahr 2011 jedoch eindrucksvoll, mit einem Umsatzwachstum von 24,8%, angeführt von einem Wachstum von 44% im Bereich Papier. Dieser Trend konnte jedoch nicht fortgesetzt werden, da die Papierpreise in den Geschäftsjahren 2012 und 2013 wesentlich zurückgingen. Zusätzlich schwächte die europäische Schuldenkrise den Euro deutlich im Vergleich zum Schweizer Franken, was wesentlich zum niedrigeren Ergebnis beitrug. Der Überhang durch schwache Währung und niedrige Papierpreise setzte sich fort und die Umsätze fielen 2013 stetig (-1,5%). Die negative Entwicklung scheint aber abzufachen, möglicherweise ein Anzeichen dafür, dass die Massnahmen des Managements Früchte tragen.

Nach Bereichen betrachtet, hat sich der Bereich Verpackung mit einem Umsatzwachstum in sechs der letzten acht Jahre, darunter die letzten vier ohne Unterbruch, als der stabilste der drei Bereiche erwiesen. Der Beitrag dieses Bereichs zu den Einkünften der Gruppe hat sich in den letzten acht Jahren verdoppelt. Dieses Wachstum kann auf die strategische Entscheidung im Geschäftsjahr 2007 zurückgeführt werden, als die CPH-Gruppe ac-Folien erwarb, einen Hersteller von PVC-Monofolien. Ausserdem hat die Gruppe mehrere Massnahmen ergriffen, um eine operative Effizienz- und Produktionssteigerung zu erreichen. Die CPH hat der Anlage eine fünfte Produktionslinie hinzugefügt, welche die Kapazität um 30% steigerte.

Das Wachstum im Bereich Papier wurde zunächst durch den Wirtschaftsabschwung 2008 gebremst, danach litt der Bereich unter den niedrigen Preisen für Papier der letzten zwei Jahre. Die neue Maschine hat die Umsätze des Bereichs jedoch enorm gesteigert. Der Bereich Chemie hat seinen Umsatzanteil in den letzten Jahren von 36% im Geschäftsjahr 2005 auf 12% im Geschäftsjahr 2013 verringert. Bei diesem Rückgang spielten jedoch Sondereffekte, nämlich der Verkauf von zwei umsatzstarken Geschäftsbereichen, eine grosse Rolle.

Eine gute Leistung in den Bereichen Papier und Verpackung konnte die flauere Leistung im Bereich Chemie weitgehend auffangen, so dass ein Umsatz von CHF 242,9 Mio. (0,9% Rückgang ggü. Vorjahr) verzeichnet wurde. Trotz des Umsatzrückgangs meldete die Gruppe ein positives EBIT von CHF 9,3 Mio., gestützt vom Bereich Papier.

Um zu diesem Ergebnis zu kommen, haben wir die Wachstumsraten für jeden Bereich separat ermittelt.

#### **Bereich Papier**

Angesichts der Stabilisierung im Bereich Papier und dem Ausbau der Kapazität der neuen Maschine prognostizieren wir in Einklang mit der Guidance der Gruppe für den Bereich ein Wachstum von 5% für das Geschäftsjahr 2014E und weiteren 2,8% für 2015E, wenn die PM7 ihre volle Auslastung erreichen wird. Unseres Erachtens wird der Bereich von Konzentrationsprozessen in der Papierbranche profitieren. Zusätzliches Wachstum wird nur bei steigenden Preisen möglich sein.

#### **Bereich Verpackung**

Der Bereich Verpackung profitiert von einer starken Nachfrage aus Fernost (insbesondere China und Indien), welche das Wachstum dieses Bereichs in den kommenden Jahren antreiben sollte. Wir erwarten, dass der Bereich im Geschäftsjahr 2014E um 4% wachsen wird, da die Gruppe für das Geschäftsjahr 2014E Ergebnisse in Einklang mit den Umsätzen des Vorjahres erwartet. Angesichts der steigenden Nachfrage erwarten wir für den Bereich Verpackung ein Wachstum von 7% im 2015E. Des Weiteren wird die Inbetriebnahme der Produktionsstätte in China die Erträge steigern. Externes Wachstum kann für diesen Bereich künftig nicht ausgeschlossen werden, insbesondere da die Gruppe ihre Bereitschaft gezeigt hat, diesen Weg einzuschlagen. Diese Möglichkeit wurde für die Prognosen jedoch nicht berücksichtigt.

#### **Bereich Chemie**

Der Bereich Chemie hatte in der Vergangenheit mit Schwierigkeiten zu kämpfen. Unseres Erachtens hat der Bereich mit der Schiefergasförderung und der Ethanolproduktion jedoch seinen Sweet Spot gefunden, wodurch er im US-Markt besser gestellt sein könnte. Der Druck auf dem Schweizer Markt bleibt jedoch hoch. Die Gruppe erwartet für das

Geschäftsjahr 2014E niedrigere Umsätze als im Vorjahr und wir haben für das Jahr einen Umsatzrückgang von 2% festgelegt. Für das Geschäftsjahr 2015E erwarten wir Verbesserungen in der Schweiz und rechnen daher mit einem Wachstum von 5%.

## PROFITABILITÄT

Bis 2008 war die operative Leistung der CPH-Gruppe in Einklang mit der starken Topline-Entwicklung. Die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage als Folge der Finanzkrise führte jedoch zu einem Einbruch in der Profitabilität und die Gewinnspannen verringerten sich in den Geschäftsjahren 2008 und 2009 deutlich. Sowohl der Bereich Chemie als auch der Bereich Verpackung mussten Einbussen hinnehmen. Das Geschäftsjahr 2010 war in Sachen Profitabilität der Tiefpunkt und die Gewinnspanne der gesamten Gruppe fiel in diesem Zeitraum auf -7,6%. Der Bereich Papier trug massgeblich zu diesem Debakel bei, denn externe Faktoren wie ungünstige Währungs- und Preisentwicklungen und die Marktbedingungen wirkten sich negativ auf die Betriebsleistung aus, während andere Bereiche sich in diesem Jahr erholten. Fallende Papierpreise und zusätzliche Abschreibungen für die PM7 waren die Hauptgründe für diese schlechte Leistung. Die Margen des Bereichs Papier blieben seither schwach und haben sich noch nicht erholt, während der Bereich Chemie unbeständig blieb. Der Rückgang bei den Margen im Bereich Chemie im Geschäftsjahr 2013 kann auf den Rückzug aus der hochprofitablen Feinchemie zurückgeführt werden. Der Bereich Verpackung hat sich im selben Zeitraum bei wachsenden Margen gut behauptet, der Höhepunkt vom Geschäftsjahr 2007 konnte jedoch bisher nicht wieder erreicht werden.

Für die Zukunft erwarten wir wieder eine bessere Entwicklung der Margen aufgrund eingeleiteter Massnahmen zur Kosteneinsparung und verbesserter Aussichten für die Kapazitätsauslastung.

### Bereich Papier

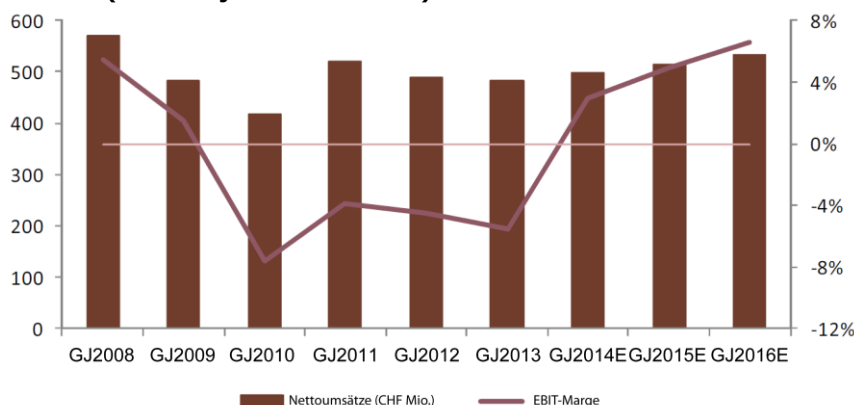
Die CPH-Gruppe hat eine Anzahl von Schritten ergriffen, um die Profitabilität in diesem entscheidenden Bereich zu steigern. Durch die PM7 Maschine wird eine signifikante Kostenreduzierung erwartet. Die Gruppe hat ihre Energiequelle auf den freien Markt verlegt und ist einen Zwei-Jahres-Vertrag eingegangen (Zwei-Jahres-Kaufabkommen mit dem Anbieter seitens CPH, keine festen Preise, gehandelter Preis der Leipziger Börse). Durch diese Massnahme werden jedes Jahr Einsparungen von CHF 10 Mio. erwartet. 2012 investierte das Unternehmen mittels Sacheinlage in die Renergia Zentralschweiz AG (Renergia). Das Unternehmen stellte Renergia das Land zur Verfügung, auf der die Kehrichtverbrennungsanlage gebaut wurde. Als Gegenleistung erhält der Bereich Papier einen Anteil von 10% an Renergia. Das Projekt, welches 2015 anläuft, wird dazu beitragen, dass der Bereich Papier seinen Schwerölverbrauch und somit die Energiekosten reduzieren kann und die Anlage CO<sub>2</sub>-neutral wird. Dies wird für den Bereich Papier ein grosser Schritt nach vorn auf dem Weg zur Kostenführung durch Energiekostenreduzierung sein. Wir erwarten in den kommenden Jahren eine deutlich bessere Profitabilität für den Bereich, angesichts höherer Produktion bei gleichbleibenden Fixkosten, niedrigerer Abschreibungskosten aufgrund einer Wertberichtigung im Geschäftsjahr 2013 (zum Grossteil in diesem Bereich) und den oben erwähnten Massnahmen. Nach einem operativen Verlust von 9,7% im Geschäftsjahr 2013 erwarten wir, in Übereinstimmung mit den eigenen Erwartungen der Gruppe, dass der Bereich im Geschäftsjahr 2014E ein positives EBIT aufweist. Wir rechnen mit einer Verbesserung der operativen Marge auf 4% im Geschäftsjahr 2014E und 6% im Geschäftsjahr 2015E.

### Bereiche Chemie und Verpackung

Durch den Verkauf der Feinchemiesparte ist die Profitabilität des Bereichs Chemie in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen. Gleichzeitig hat der Bereich Verpackung in den letzten drei Jahren mit einem starken Margenwachstum eine gute Leistung erbracht. Das Unternehmen hat Schritte eingeleitet, um die operative Marge in diesen Bereichen zu verbessern. Das Unternehmen plant, das Umsatzvolumen des Bereichs Verpackung in schnell wachsenden Regionen wie Fernost auszuweiten, um von positiven Skaleneffekten zu profitieren. Die CPH-Gruppe plant ausserdem, sich auf margenstarke Produkte zu konzentrieren, um die Profitabilität des Bereichs weiter zu verbessern. Die CPH-Gruppe plant, die operative Effizienz im Bereich Chemie zu verbessern, um das Margenszenario zu verbessern.

Insgesamt erwarten wir in beiden Bereichen höhere Margen. Wir erwarten, dass der Bereich Chemie nach den Verlusten im Geschäftsjahr 2014E eine operative Kehrtwende im Geschäftsjahr 2015E erreicht. Unseres Erachtens wird der Bereich Verpackung seine gute Arbeit fortsetzen und die Margen auf 3% im Geschäftsjahr 2014E und 6,5% im Geschäftsjahr 2015E leicht ausbauen können. Des Weiteren erwarten wir, dass sowohl der Bereich Chemie als auch der Bereich Verpackung, gemäss der Guidance der Gruppe, im Geschäftsjahr 2016E eine operative Marge von 3,5% respektive 7% aufweisen wird.

**Grafik 33: Gesamtumsatz Gruppe und Margenentwicklung (Geschäftsjahre 2008- 2016E)**



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

## Ergebnis 1. Halbjahr 2014

### Bereiche Papier und Verpackung trugen zur Ertragssteigerung bei

Trotz einer guten Leistung der Bereiche Papier und Verpackung, welche den Umsatzrückgang im Bereich Chemie auffangen konnten, gingen die Erträge der CPH-Gruppe im 1. Halbjahr 2014 um 0,9% zurück. Die Umsätze des Bereichs Papier legten vor dem Hintergrund eines marginalen Preisanstiegs und einem Anstieg beim Umsatz margenstarker Produkte mit 1,1% auf CHF 153,15 Mio. leicht zu. Das Gesamtbild blieb jedoch trüb, die Nachfrage nach Zeitungsdruck- und Magazinpapieren war im Vergleich zum Vorjahr um 3 bis 4% rückläufig. Die Branche wurde weiterhin von Überkapazitäten geplagt. Die Umsätze im Bereich Verpackung stiegen als Folge des schleppenden Wachstums des pharmazeutischen Markts um marginale 0,5% auf CHF 61,23 Mio. Gleichzeitig brachen die

Umsätze im Bereich Chemie um 12,7% auf CHF 28,55 Mio. ein. Der Markt für Molekularsiebe entwickelte sich angesichts des Bedarfs bei Schiefegas und Ethanol in Nord- und Südamerika sowie Fernost weiterhin gut. Dieses Wachstum konnte jedoch die gesunkenen Umsätze in dem vom Schweizer Produktionsstandort belieferten Märkten jedoch nicht auffangen.

Das EBIT des Bereichs Papier erreichte dank einer verbesserten Produktivität und einer niedrigeren Abschreibungsrate nach den Wertminderungen 2013 die Gewinnzone und stand erstmals seit 2009 bei CHF 8,75 Mio. (Marge 5,7%). Das EBIT des Bereichs Verpackung ging aufgrund höherer Produktions- und Projektkosten im Vergleich zum Vorjahr um 51,6% auf CHF 2,25 Mio. zurück. Der Bereich Chemie stand weiterhin unter Druck und meldete ein negatives EBIT von CHF 1,48 Mio. Insgesamt wies die Gruppe mit CHF 9,3 Mio. ein positives EBIT auf (vs. Verluste von 13,57 Mio. im 1. Halbjahr 2013).

## HAUPTRISIKEN

### Papierpreise erholen sich nicht wie erwartet

Der Bereich Papier macht einen Grossteil des Betriebseinkommens aus und ist massgeblich für den künftigen Erfolg der Gruppe. In den letzten Jahren stand der Bereich unter grossem Druck, da die Papierpreise stark gesunken sind und die Profitabilität des Bereichs beeinträchtigt war. Durch die Schliessung mehrerer Papierproduktionsstätten in ganz Europa hat sich die Angebots- und Nachfragesituation etwas entspannt, während sich die Papierpreise stabilisierten.

Die Entwicklung der Papierpreise spielt eine zentrale Rolle für den Bereich Papier. Falls die Papierpreise jedoch nicht ansteigen sollten, werden Erträge und Ergebnisentwicklung der CPH-Gruppe unter Druck geraten.

### Erfolgreiche Eingliederung erworbener Unternehmen

Für die Region Asien-Pazifik wird ein starkes Wachstum (zweistellig bis 2018) und Entwicklung zum grössten Markt in pharmazeutischen Verpackungen erwartet. Die CPH-Gruppe plant, aus dem starken Wachstum der Region Gewinn zu ziehen und anorganisches Wachstum ist eine Möglichkeit, durch die die Geschäftsführung ihre Umsätze in der Region steigern kann. Die CPH-Gruppe investiert in den Neubau einer Produktionsstätte in China um den dortigen schnell wachsenden Markt zu bedienen. Anfang 2007 hat die Gruppe den Monofolien Hersteller ac-Folien in ihren Verpackungsbereich übernommen.

Die Strategie des anorganischen Wachstums ist jedoch immer mit wohlbekanntem Risiken verbunden. Es gilt, den passenden Übernahmekandidaten auszumachen, der zu den bestehenden Geschäftsfeldern passt. Zudem kann nach der Übernahme zu Eingliederungsschwierigkeiten kommen. Das Management muss in beiden Bereichen sorgfältig vorgehen, um die Zukunftsaussichten der Gruppe nicht zu beeinträchtigen.

#### **Hohes Währungsrisiko**

Die CPH-Gruppe ist aufgrund ihrer weltweiten Standorte und Kunden diversen finanziellen Risiken ausgesetzt. Im Geschäftsjahr 2013 machte die Gruppe nur 16% der Erlöse in der Berichtswährung (CHF), während die übrigen Erlöse auf den internationalen Märkten erwirtschaftet wurden. Wechselkursänderungen können sich massiv auf die Finanzen der Gruppe auswirken.

Abgesehen vom Risiko für die Umsätze kann auch die Profitabilität schwer getroffen werden, wenn die Wechselkurse sich schlecht entwickeln. Dies liegt daran, dass 70% der Kosten der Gruppe in der Berichtswährung anfallen. Ein Beispiel hierfür wurde in den letzten Jahren sichtbar, als die Finanzleistung der Gruppe, aufgrund des im Vergleich zum Schweizer Franken schwachen Euros, stark litt.

#### **Schwache Erholung in Europa**

Während die Bereiche Chemie und Verpackung weltweit Umsätze erzielen, ist der grösste Geschäftsbereich der CPH-Gruppe (Papier) lokal stark begrenzt und erwirtschaftet seine gesamten Umsätze in Europa. Insgesamt bezieht die Gruppe 84% ihrer Erlöse aus der Eurozone, und der europäische Beitrag liegt schon seit Jahren bei über 80%. Aufgrund dieser Konzentration ist der Bereich stark von den makroökonomischen Faktoren der Region abhängig. Das starke Wirtschaftswachstum der Region hat sich verlangsamt, zunächst aufgrund der Finanzkrise von 2008 und erneut aufgrund der Staatsschuldenkrise. Beides kann die Zukunftsaussichten der Gruppe beeinträchtigen.

Obwohl sich die Schweiz vergleichsweise gut hält, ist das Wachstum in den Volkswirtschaften einiger wichtiger Märkte der Gruppe stark verlangsamt. Die Region hat sich in letzter Zeit stabilisiert und der IMF prognostiziert für die Eurozone 2014 ein, wenn auch langsames, positives Wachstum von 1 bis 1,5%. Für die Zukunft erwartet die CPH-Gruppe ein Wachstum im mittleren einstelligen Bereich für die Bereiche Chemie und Verpackung. Falls sich die Staatsschuldenkrise jedoch fortsetzen sollte, oder das Wachstum in den Regionen stagniert, könnte die Leistung der CPH-Gruppe in der Folge ebenfalls leiden.

#### **Fallende Ölpreise machen Schiefergasförderung unwirtschaftlich**

In der letzten Zeit haben die US-Geschäfte des Bereichs Chemie von einer gestiegenen Nachfrage der Schiefergasindustrie profitiert und der Sektor ist weiterhin einer der wichtigsten Wachstumstreiber für den Bereich. Damit diese Nachfrage in den nächsten Jahren stabil bleibt oder wächst, sind weitere Investitionen in den Sektor von grosser Bedeutung.

In der Schiefergasförderung wird mit dem Preis pro Barrel Öl gerechnet, da dies die Energiequelle ist, die das Schiefergas letztlich ersetzt. Die Förderkosten für Schiefergas liegen jedoch bedeutend höher als die für Öl. Die Schiefergasförderung ist Schätzungen zufolge nur dann wirtschaftlich, wenn der Preis für Rohöl in den USA über USD 80 pro Barrel liegt. Fallen die Preise unter dieses Niveau, dann könnte die Schiefergasförderung deutlich zurückgehen. Dies würde den Bereich Chemie stark beeinträchtigen.

## ZUSATZANGABEN

### Verwaltungsrat

Name	Mitglied seit
Peter Schaub	1994
Max Walter	1990
Mauro Gabella	2005
Tim Talaat	1994
Christian Wipf	2008

Quelle: Unternehmensdaten

### Mitglieder der Geschäftsleitung

Name	Titel	Bei CPH seit
Peter Schildknecht	CEO	2008
Manfred Haener	CFO (inklusive Real Estate & IT)	2012
Alois Waldburg-Zeil	Bereichsleiter Chemie	2010
Klemens Gottstein	Bereichsleiter Papier	2012
Wolfgang Grimm	Bereichsleiter Verpackung	1998

Quelle: Unternehmensdaten

### Bedeutende Aktionäre

Name	Eigentümerstellung (%)
UBV Uetikon Betriebs- & Verwaltungs AG	49,9%
Schnorf-Schmid Ella	7,2%
Sarasin Investmentfonds AG	6,1%
Verwaltungsrat/Gruppenleitung inklusive diesen nahestehende Personen	2,8%
Publikumsaktionäre	29,0%
Dispo	5,0%

Quelle: Unternehmensdaten

Obwohl die Leistung der Gruppe sich in den letzten Jahren verschlechterte, hat sich die Struktur der grossen Aktionäre kaum verändert. Dies spiegelt die langfristigen Erwartungen der Aktionäre wider, die dem Entscheidungsfindungsprozess der Geschäftsleitung Vertrauen schenken.

## DETAILLIERTE JAHRESRECHNUNG

### Erfolgsrechnung

CHF Mio. (ausser Angaben pro Aktie)	GJ 09	GJ 10	GJ 11	GJ 12	GJ 13	GJ 14E	GJ 15E
Umsatz Chemie	123	97	101	68	59	58	61
Umsatz Papier	261	218	315	314	306	321	330
Umsatz Verpackung	98	102	106	106	116	121	129
<b>Nettoumsatz</b>	<b>482</b>	<b>417</b>	<b>521</b>	<b>489</b>	<b>481</b>	<b>500</b>	<b>520</b>
Umsatzkosten	(270)	(259)	(338)	(325)	(323)	(323)	(333)
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>212</b>	<b>158</b>	<b>182</b>	<b>163</b>	<b>158</b>	<b>177</b>	<b>187</b>
Personalaufwand	(96)	(89)	(93)	(85)	(86)	(90)	(89)
Fremdreparaturen/Instandhaltung	(21)	(17)	(20)	(19)	(19)	(20)	(20)
Übriger Betriebsaufwand	(24)	(23)	(23)	(21)	(22)	(23)	(25)
<b>Total Betriebsaufwand</b>	<b>(141)</b>	<b>(129)</b>	<b>(136)</b>	<b>(125)</b>	<b>(127)</b>	<b>(133)</b>	<b>(135)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>71</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>38</b>	<b>31</b>	<b>44</b>	<b>52</b>
Abschreibung auf Sachanlagen	(60)	(58)	(65)	(59)	(57)	(29)	(24)
Abschreibung auf immateriellem Anlagevermögen	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>Betriebsergebnis (EBIT) vor Wertbeeinträchtigung</b>	<b>9</b>	<b>(31)</b>	<b>(20)</b>	<b>(22)</b>	<b>(27)</b>	<b>14</b>	<b>28</b>
Wertbeeinträchtigung	0	0	0	0	(251)	0	0
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>(31)</b>	<b>(20)</b>	<b>(22)</b>	<b>(278)</b>	<b>14</b>	<b>28</b>
Finanzaufwand	(4)	(10)	(13)	(7)	(5)	(6)	(6)
Finanzertrag	6	1	1	1	1	1	1
<b>Finanzergebnis</b>	<b>2</b>	<b>(9)</b>	<b>(12)</b>	<b>(6)</b>	<b>(4)</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>
<b>Ordentliches Ergebnis vor Steuern</b>	<b>10</b>	<b>(40)</b>	<b>(32)</b>	<b>(28)</b>	<b>(281)</b>	<b>9</b>	<b>23</b>
Betriebsfremde Posten	26	13	12	38	2	0	0
Ertragssteuern	(7)	7	2	(2)	8	(2)	(5)
<b>Nettoergebnis</b>	<b>29</b>	<b>(20)</b>	<b>(18)</b>	<b>8</b>	<b>(271)</b>	<b>7</b>	<b>19</b>
<b>Unverwässertes EPS</b>	<b>98.2</b>	<b>(66.7)</b>	<b>(60.0)</b>	<b>26.9</b>	<b>(904.9)</b>	<b>24.4</b>	<b>61.8</b>
<b>Verwässertes EPS</b>	<b>98.2</b>	<b>(66.7)</b>	<b>(60.0)</b>	<b>26.9</b>	<b>(904.9)</b>	<b>24.4</b>	<b>61.8</b>
<b>Dividende (pro Aktie)</b>	<b>30.0</b>	<b>0.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>	<b>9.8</b>	<b>24.7</b>

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

### Bilanz

In CHF Mio.	GJ09	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14E	GJ15E
<b>Aktiven</b>							
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>							
Sachanlagevermögen	709.5	853.9	769.2	719.7	433.7	424.0	425.1
Immaterielles Anlagevermögen	5.6	3.8	2.9	1.5	1.2	1.3	1.4
Langfristige Finanzanlagen	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Langfristige Finanzforderungen	0.3	0.1	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Übrige langfristige Vermögenswerte	27.9	26.1	23.9	21.2	22.4	22.4	22.4
<b>Total langfristige Vermögenswerte</b>	<b>743.3</b>	<b>883.9</b>	<b>798.5</b>	<b>752.4</b>	<b>467.3</b>	<b>457.7</b>	<b>458.9</b>
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>							
Vorräte	60.4	63.7	57.3	58.8	56.9	61.7	63.0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	67.2	60.9	75.6	74.0	70.8	75.4	78.4
Sonstige Forderungen	14.6	19.5	13.2	10.7	7.3	7.3	7.3
Aktive Abgrenzungen	5.4	4.6	3.9	3.0	5.3	5.3	5.3
Kurzfristige Finanzforderungen	2.4	0.3	0.9	0.2	0.0	0.0	0.0
Flüssige Mittel und Wertschriften	101.4	73.6	42.6	73.3	74.2	76.6	87.9
<b>Total Aktiven</b>	<b>994.6</b>	<b>1106.5</b>	<b>992.1</b>	<b>972.4</b>	<b>681.8</b>	<b>683.9</b>	<b>700.8</b>
<b>Eigenkapital und Verpflichtungen</b>							
Aktienkapital	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Kapitalreserven	13.3	13.3	24.0	20.1	16.2	12.3	9.4
Gewinnreserven	678.7	686.9	670.3	651.6	659.5	388.1	395.4
Nettojahresergebnis	29.5	(20.0)	(18.0)	8.1	(271.5)	7.3	18.6
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>							
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	116.0	225.9	169.3	144.0	117.9	126.8	126.8
Passive aus Vorsorgepläne	0.5	0.3	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0.7	0.1	0.0	0.0	2.5	2.5	2.5
Langfristige Rückstellungen	54.0	40.6	32.0	31.3	21.3	21.3	21.3
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>							
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	29.2	93.6	40.0	52.9	59.4	58.1	59.3
Sonstige Verbindlichkeiten	4.4	3.5	6.9	2.6	4.4	4.4	4.4
Passive Abgrenzungen	11.1	8.8	12.7	15.8	11.0	11.0	11.0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	14.3	12.7	11.3	9.8	23.0	14.1	14.1
Kurzfristige Rückstellungen	12.7	10.9	12.9	5.7	7.2	7.2	7.2
<b>Total Verbindlichkeiten</b>	<b>243.1</b>	<b>396.3</b>	<b>285.8</b>	<b>262.6</b>	<b>247.5</b>	<b>246.2</b>	<b>247.5</b>
<b>Total Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>	<b>994.6</b>	<b>1106.5</b>	<b>992.1</b>	<b>972.4</b>	<b>681.8</b>	<b>683.9</b>	<b>700.8</b>

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

## Geldflussrechnung

In CHF Mio.	GJ09	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14E	GJ15E
Nettoergebnis	29.5	(20.0)	(18.0)	8.1	(271.5)	7.3	18.6
Cash unwirksame Anpassungen	30.6	28.7	47.9	20.8	298.8	29.6	24.2
<b>Veränderung kurzfristige Aktiven und Verbindlichkeiten</b>							
(Zunahme) Vorräte	23.4	(6.5)	(2.7)	(1.7)	(2.6)	(4.8)	(1.3)
Abnahme Forderungen aus Lieferungen/Leistungen	23.8	2.1	(20.2)	1.3	3.4	(4.5)	(3.1)
Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen/Leistungen	(4.1)	65.3	(52.0)	13.0	6.4	(1.3)	1.2
Sonstige Veränderungen des Nettoumlaufvermögens	79.1	9.9	27.5	0.8	(3.0)	-	-
<b>Geldfluss aus Geschäftstätigkeiten</b>	<b>182.1</b>	<b>79.4</b>	<b>(17.5)</b>	<b>42.3</b>	<b>31.4</b>	<b>26.3</b>	<b>39.7</b>
Investitionen	(266.2)	(220.9)	(24.4)	(10.9)	(18.2)	(19.4)	(24.8)
Devestitionen	29.0	24.9	39.9	30.1	0.9	-	-
Sachanlagevermögen	(1.5)	(0.3)	(1.4)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
Investitionen immaterielle Anlagen	-	-	33.1	-	-	-	-
Verkauf von Tochtergesellschaft	-	-	33.1	-	-	-	-
Rückzahlung langfristige Finanzforderungen	0.1	0.1	0.1	2.5	0.0	-	-
<b>Rückzahlung von langfristigen Finanzanlagen</b>	<b>(238.6)</b>	<b>(196.1)</b>	<b>47.4</b>	<b>21.4</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(20.0)</b>	<b>(25.5)</b>
Geldfluss aus Investitionstätigkeit	-	-	3.7	(1.5)	(2.0)	(8.9)	-
(Abnahme) kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	45.7	114.9	(56.2)	(25.1)	(10.8)	8.9	-
(Abnahme) langfristige Finanzverbindlichkeiten	-	(0.6)	(0.0)	0.0	2.5	-	-
Zunahme sonstiger langfristiger Verbindlichkeiten	-	-	-	-	-	-	-
Gewinnausschüttung (Dividende)	(10.5)	(9.0)	-	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(2.9)
<b>Geldfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>35.2</b>	<b>105.3</b>	<b>(52.6)</b>	<b>(30.6)</b>	<b>(14.2)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(2.9)</b>
Einfluss Währungsumrechnung	0.0	(1.1)	(0.1)	0.1	(0.2)	-	-
<b>Veränderung flüssige Mittel</b>	<b>(21.3)</b>	<b>(12.5)</b>	<b>(22.8)</b>	<b>33.2</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(2.4)</b>	<b>11.3</b>
Anfangsbestand flüssige Mittel	62.3	41.0	28.4	5.6	38.8	38.1	40.4
<b>Endbestand flüssige Mittel</b>	<b>41.0</b>	<b>28.4</b>	<b>5.6</b>	<b>38.8</b>	<b>38.1</b>	<b>40.4</b>	<b>51.8</b>

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

## Kennzahlen

	GJ09	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14E	GJ15E
<b>Wachstumskennzahlen</b>							
Umsatzwachstum	(16%)	(13%)	25%	(6%)	(2%)	4%	4%
Bereich Chemie	(29%)	(21%)	3%	(33%)	(13%)	(2%)	5%
Bereich Papier	(8%)	(16%)	44%	(0%)	(3%)	5%	3%
Bereich Verpackung	(13%)	4%	4%	1%	9%	4%	7%
Veränderung Betriebsergebnis	(74%)	NM	NM	NM	NM	NM	99%
Veränderung Ergebnis	(4%)	NM	NM	NM	NM	NM	153%
<b>Profitabilitätskennzahlen (%)</b>							
EBIT-Margen (vor Impairment)	2%	(7%)	(4%)	(5%)	(6%)	3%	5%
Bereich Chemie	(5%)	(3%)	1%	(0%)	(9%)	(4%)	0%
Bereich Papier	5%	(13%)	(8%)	(8%)	(10%)	4%	6%
Bereich Verpackung	0%	1%	4%	5%	6%	3%	7%
EBITDA-Marge %	15%	7%	9%	8%	6%	9%	10%
Netto-Marge	6%	(5%)	(3%)	2%	(56%)	1%	4%
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>							
Gewinnmarge (%)	6%	(5%)	(3%)	2%	(56%)	1%	4%
Kapitalumschlag	0.5x	0.4x	0.5x	0.5x	0.6x	0.7x	0.8x
Leverage Ratio	1.3x	1.4x	1.5x	1.4x	1.4x	1.6x	1.6x
DuPont ROE (%)	4%	(3%)	(3%)	1%	(47%)	2%	4%
ROCE (%)	1%	(3%)	(2%)	(3%)	(5%)	3%	5%
ROA (%)	3%	(2%)	(2%)	1%	(33%)	1%	3%
<b>Fremdfinanzierungskennzahlen</b>							
Verschuldungsgrad	0.2x	0.3x	0.3x	0.2x	0.3x	0.3x	0.3x
Netto-Verschuldungsgrad	0.1x	0.3x	0.2x	0.1x	0.2x	0.2x	0.1x
Zinsdeckungsgrad	2.2x	(6.9x)	(2.0x)	(3.2x)	(6.0x)	2.3x	4.5x
<b>Liquiditätskennzahlen</b>							
Liquiditätskoeffizient	3.5x	1.7x	2.3x	2.5x	2.0x	2.3x	2.5x
Liquidität zweiten Grades	2.7x	1.2x	1.6x	1.9x	1.5x	1.7x	1.8x
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV/EBITDA	7.9x	23.4x	9.4x	12.3x	14.1x	9.7x	8.1x
KGV	17.8x	nm	nm	48.4x	nm	50.4x	19.9x
KBV	0.7x	0.7x	0.4x	0.5x	0.8x	0.8x	0.8x

Quelle: Research Dynamics, Bloomberg, Unternehmensdaten

**DISCLAIMER**

CPH Chemie + Papier Holding AG ("CPH") is a client of Research Dynamics. The equity research report(s) are prepared for informational purposes only and are paid for by the company portrayed in the report. Research Dynamics is a division of Dynamics Group AG. Dynamics Group is an independent consultancy firm focused on strategic advisory, communication management and research and analysis. This report (henceforth known as "document") has been drafted by the authors concerned as a non-binding opinion on the market situation and on the instruments of investment in question and compiled by Dynamics Group in order to provide background information about the companies. It is intended exclusively for the purpose of information.

Dynamics Group has not individually verified the information and data on which this document is based. All information and data in this document originate from generally available sources which the author concerned or Dynamics Group viewed as reliable at the time of drafting this document. However, no liability can be assumed for their correctness, accuracy, completeness and appropriateness – neither expressly nor tacitly. The contents of this document do not represent an assurance or guarantee by the authors concerned or Dynamics Group. Forward-looking information or statements in this document contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

Dynamics Group shall not be liable for any consequential damage to properties – on whatever legal grounds it may be. Liability of Dynamics Group on account of premeditation or gross negligence shall remain unaffected by this.

Dynamics Group has no permission to provide assurances or assume guarantees on behalf of the companies or a third party mentioned in this document. Neither the companies mentioned in this document nor any other individual assumes liability for any loss, damage or detriment that may result from the use of this document, especially when taking decisions on investments, or from other reasons. Dynamics Group cannot be held responsible for detrimental consequences that occur or may occur due to the use or its omission based on the views and inferences contained in this document. Past performance trends of value, price or rates do not provide any indications to the future trends for an investment. Dynamics Group does not provide any guarantees for the suggested yield or the achievement of referred targets.

This document does neither represent an offer of purchase, holding or sale of any securities, money market instruments or of derivatives, nor does it contain the basis for a contract or a commitment of any kind. Every investment, for example, in debentures, shares and options, is associated with enormous risks. A decision on investment with regard to any security may not be based on this document. This document is neither an advice on investment, nor a recommendation or invitation for purchasing, holding or selling any securities, money market instruments or derivatives.

Dynamics Group does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this document. However, the respective directors, employees and contractors of Dynamics Group may hold positions in the described securities and/or options, futures and other derivatives that are based on these securities.

This document has been provided to you for information only. It may not be reproduced or distributed to others or published in any other form partially or fully.

The distribution of this document and the information contained therein may be restricted in other jurisdictions by law and persons who may come into possession of this document must be aware of possible restrictions and adhere to the same. Failure to comply with such restrictions may constitute an infringement of the laws in USA or Canada governing the securities or of the laws of any other jurisdiction.

This study is protected by the copyright laws. It may be used only for the purpose as defined in this disclaimer. Portions of the study, if quoted, must be acknowledged by indicating the source. Any use other than this shall require prior written permission by Dynamics Group. Reproduction, circulation, publication and provision of online access to the document shall be regarded as its use and the same shall require permission. Circulation of this document, especially in a foreign country, may be permitted only under the provisions of the disclaimer and the applicable regulations. Unauthorized use of the study or omission of details of the source or the acknowledgement of copyright may lead to initiation of a civil suit for damages and be liable for prosecution.

If any part or individual formulations of this disclaimer are found to be unsustainable or become unsustainable at a future date, the rest of the contents and their validity shall not be affected by it.

**Dynamics Group AG**

Utoquai 43  
CH-8008 Zürich  
Tel. +41 43 268 32 32  
Fax +41 43 268 32 39

Zeughausgasse 22  
CH-3011 Bern  
Tel. +41 31 312 28 41  
Fax +41 31 312 28 49

21, rue des Caroubiers  
CH-1227 Carouge/GE  
Tel. +41 22 308 62 20  
Fax +41 22 308 62 36

[contact@dynamicsgroup.ch](mailto:contact@dynamicsgroup.ch)

[www.dynamicsgroup.ch](http://www.dynamicsgroup.ch)