

# CPH Chemie + Papier Holding AG

Schweiz | Industrielle Produkte & Dienstleistungen

## Ergebnisse 2014 und Update

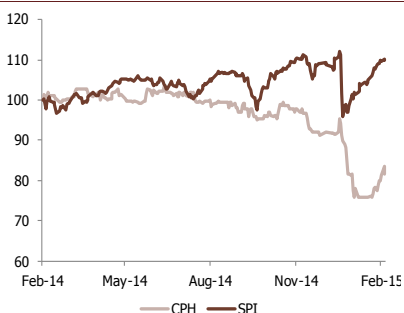
3. März 2015

### Unternehmensdaten

Preise:	CHF 1000
Marktkapitalisierung:	CHF 300mn
Free Float:	40%
Anzahl Aktien:	0.30mn
Ø gehandeltes Volumen (1J):	21
Bloomberg:	CPHN SW
Reuters:	CPHN-EB
ISIN:	CH0001624717

Quelle: SIX Swiss Exchange

### Entwicklung Aktienkurs (1 Jahr)



### Wichtigste Kennzahlen

	2013	2014	2015E	2016E
Umsatz	481.3	492.5	445.6	456.1
EBITDA %	6.4%	10.3%	3.6%	4.1%
EBIT %	(5.5%)	3.3%	(4.0%)	(3.3%)
Netto-Marge %	(56.4%)	2.1%	(4.5%)	(3.8%)
EPS (Unverw.) (904.93)	35.01	(67.37)	(58.24)	
EPS (Verw.) (904.93)	35.01	(67.37)	(58.24)	
Dividende	13.00	13.00	-	-
EK-Quote %	63.7%	64.2%	62.9%	61.8%
Inv.-Kosten	(17.8)	(19.4)	(28.3)	(20.1)
KUV	0.8x	0.6x	0.7x	0.7x
KGIV	NM	28.47x	NM	NM
EV/EBITDA	13.7x	7.2x	22.7x	19.4x

### Nächste Termine

43. Generalversammlung 1. April 2015

### Analysten

Doris Rudischhauser  
dru@researchdynamics.ch

Alexandre Müller  
amu@researchdynamics.ch

Tel: +41 43 268 3232

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

## Erfreuliche Ergebnisse 2014, Ausblick herausfordernd

CPH Chemie + Papier Holding AG (CPH/die Gruppe) ist ein diversifizierter Industriekonzern, der Papiere, Chemieprodukte und Pharmaverpackungsfolien produziert. Die Gruppe generiert zwei Drittel ihres Umsatzes im Bereich Papier, wobei fast der gesamte Absatz in Europa erfolgt. CPH ist einer von zwei Zeitungspapierherstellern im Schweizer Markt und der einzige Produzent von Magazinpapier des Landes. 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 weltweit über eine gute Marktdurchdringung. Im GJ 2014 erzielte die Gruppe einen Umsatz von CHF 492,5 Mio. und beschäftigte 860 Mitarbeitende.

### • Ergebnisse für das Geschäftsjahr 2014 im Einklang mit Guidance

CPH's Ergebnisse für das GJ 2014 waren weitgehend im Einklang mit den Erwartungen, die von der Gruppe gesetzt wurden (Richtwerte anlässlich der Halbjahreszahlen 2014). Dies weist darauf hin, dass das Management die Märkte, auf denen es agiert, richtig einschätzt. CPH erwirtschaftete einen Nettoumsatz von CHF 492,5 Mio., ein Anstieg von 2,3% im Vergleich zum Vorjahr, wobei erstmals seit 2011 alle drei Geschäftsbereiche zum Umsatzwachstum beitrugen. Trotz Preisdruck konnte ein EBITDA von CHF 50,8 Mio. und ein positiver operativer Gewinn (EBIT) von CHF 16 Mio. erzielt werden. Somit kehrte die EBIT-Marge für das Jahr entsprechend der Management Guidance in den schwarzen Bereich zurück.

### • Projekt-Umsetzung führt zu soliden Ergebnissen

Die Zahlen für das Geschäftsjahr 2014 sind solide: Der Kernbereich der Gruppe – Papier – verzeichnete einen erfreulichen Umsatzanstieg von 2,9% gegenüber Vorjahr, trotz Abnahme der Papiernachfrage (-6,3% bei Zeitungsdruck- und -3,2% bei Magazinpapieren) aufgrund struktureller Branchenveränderungen. Der Umsatz des Bereichs Chemie erhöhte sich, erstmals seit 3 Jahren, um +1,7%, dank guter Nachfrage von der Schiefergas-Industrie. Auch die Verpackungssparte vermeldete in Zusammenhang mit höherer Produktnachfrage in Nord- und Südamerika gesteigerte Umsätze. Die EBIT-Marge auf Gruppenstufe wurde durch eine überragende Betriebsleistung des Papierbereichs positiv beeinflusst. Die Fabrik war in der Lage, die PM4 Maschine zu höherer Profitabilität zu betreiben, indem sie nur für höhermargiges Magazinpapier ausgelastet wurde. Zudem reduzierte die Gruppe die Betriebskosten durch die Erhöhung der lokalen Beschaffung von Altpapier sowie den Wechsel zum freien Elektrizitätsmarkt.

### • Expansion in Wachstumsmärkte reduziert Abhängigkeit von Europa

CPH's Verpackungssegment erzielt einen signifikanten Umsatzanteil von 66% in Europa (inkl. Schweiz). Trotz guter regionaler Positionierung sieht sich die Gruppe mit Stagnation aufgrund geringer Wachstumsraten konfrontiert. Zur Verbesserung der globalen Präsenz als auch des Umsatzes hat die Gruppe beschlossen, ein Beschichtungswerk in China zu errichten. Der Bereich investierte im GJ2014 CHF 4,4 Mio. Für das Chinaprojekt sind über die nächsten Jahre rund CHF 20 Mio. an Investitionen geplant. Das Werk, welches voraussichtlich im GJ2016 in Betrieb genommen werden soll, wird der Gruppe die lokale Belieferung des stark wachsenden asiatischen Marktes ermöglichen und die EBIT-Marge dank einer geringeren Kostenbasis mittelfristig verbessern.

### • Aufhebung der Mindestgrenze zum EUR als kurzfristiger Gegenwind

Die überraschende Entscheidung der Schweiz. Nationalbank, den Mindestwechselkurs von EUR/CHF 1,20 aufzuheben, schlug Wellen unter Schweizer Unternehmen wegen möglicher struktureller Veränderung von Umsätzen und Erträgen. Weil ein Grossteil der Umsätze der Gruppe in Märkten ausserhalb der Schweiz erwirtschaftet wird, ist auch CPH von den negativen Folgen betroffen, zumal rund 70% der Wertschöpfung in der Schweiz generiert werden. Angesichts des neuen Wechselkurs Szenarios haben wir unsere Umsatz- und EBIT-Schätzungen für das Geschäftsjahr 2015 nach unten korrigiert.

### • Attraktiver Einstiegszeitpunkt bei aktueller Bewertung

Trotz Währungsgegenwind bleibt CPH aufgrund der ausgewogenen Konzentration auf zyklisches und defensives Geschäft attraktiv. CPH wird momentan zu einem Sales-Multiple von 0,7x (GJ2015) gehandelt, was einen Diskont von 19% zum gewichteten Durchschnitt der Branchenpeers darstellt. Angesichts des Fokus des Managements auf expandierende Märkte mit hohem Wachstum sind wir der Ansicht, dass ein Abschlag zu den Peers trotz den bevorstehenden Herausforderungen im GJ2015 nicht gerechtfertigt ist. Der 20 zu 1 Aktiensplit, welcher der Generalversammlung vorgeschlagen wird, dürfte zusätzlich die Liquidität der Aktie erhöhen.

**Segmentsergebnisse**

• **Papier: Grösster Bereich erhöht Leistung**

CPHs Papierbereich meldete einen Umsatz von CHF 314,4 Mio., ein solides Wachstum von 2,9% (ggü. Vorjahr). Diesem liegt ein höheres Absatzvolumen zugrunde, welches den durch Überkapazitäten auf dem Markt hervorgerufenen Preisdruck kompensierte. Hierbei konnte die 2010 installierte Papiermaschine PM7 ganzjährig zu fast voller Kapazität betrieben werden. Zudem ist es gelungen, die PM4 vollständig für die Produktion des höhermargigen Magazinpapiers anstatt einen Mix aus Zeitungsdruck- und Magazinpapieren auszulasten. Durch den Mehrverkauf von ~20.000 Tonnen (ggü. Vorjahr) trotz struktureller Nachfragereduktion konsolidierte CPH sowohl im Heimatmarkt als auch auf dem internationalen Parkett erfolgreich seine Position. Neben der höheren Produktionseffizienz halfen der Wechsel zum freien Energiemarkt sowie die verstärkte Beschaffung von Altpapier im Inland dem Bereich bei der Kostenreduktion. In Folge konnte die Division ihr EBITDA auf mehr als CHF 37 Mio. verdoppeln, was einer EBITDA-Marge von 11,8% entspricht, gegenüber 5,2% im Vorjahr. Das Segment-EBIT betrug CHF 12,5 Mio., die EBIT-Marge 4%. CPH's Anteil am schweizerischen Zeitungsdruckpapiermarkt (37,8% im GJ2014) war leicht rückläufig, obwohl dieser durch den steigenden Anteil im höhermargigen Magazinpapiermarkt (35,5% im GJ2014) mehr als kompensiert wurde. In Europa blieb der Marktanteil im Bereich Zeitungsdruckpapier (4,8% im GJ2014) weitgehend unverändert, während der Anteil im Bereich Magazinpapier auf 6% stieg.

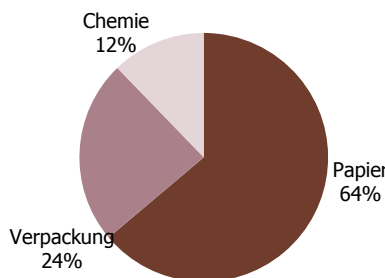
• **Verpackung: Steigende Kosten belasten Margen**

Die Umsätze der Verpackungsdivision erhöhten sich um 1,2% (vgl. Vorjahr) auf CHF 117,8 Mio. Das um 3,7% gesteigerte Volumen lässt auf einen erhöhten Preisdruck im Markt schliessen. Das starke Wachstum des Segments sowohl in Nord- als auch Südamerika glich die verlangsamte Entwicklung in Europa und Asien mehr als aus. Das Segment erwirtschaftete rund 13% seines Umsatzes durch margenstärkere Produkte, welche innerhalb der letzten fünf Jahre am Markt eingeführt wurden. Gleichzeitig drückten hohe Personalkosten und Ausgaben in Zusammenhang mit Projektentwicklungen den Betriebsgewinn auf CHF 5,1 Mio. Entsprechend reduzierte sich die EBIT-Marge im um über 180 Basispunkte auf 4,3% (Vorjahr 6.1%). Im GJ2014 trat der Bereich mit der Lancierung von PERLALUX® Ultra in den Markt für Ultrahochbarrierefolien ein. Europa blieb mit einem Umsatzanteil von zwei Dritteln auch weiterhin der Kernmarkt der Division, das übrige Drittel stammte aus Asien und Amerika. Im Bestreben die Umsätze in wachstumsträchtigeren Märkten zu erhöhen, errichtet CPH ein Beschichtungswerk in China. Dadurch können Transportwege in die lokalen Märkten verkürzt und die Kostenbasis reduziert werden.

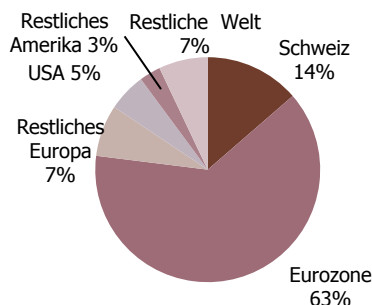
• **Chemie: Umsatzsteigerung trotz Preisdruck**

Zum ersten Mal seit 2011 erzielte das Segment Chemie ein Umsatzwachstum. Der Umsatz betrug CHF 60,2 Mio., ein Anstieg von 1,7% im Vergleich zum Vorjahr. Mit neu im Markt auftretenden Wettbewerbern – insbesondere aus Asien – sieht sich der Bereich mit Preisdruck konfrontiert. Das Umsatzwachstum des Segments resultierte hauptsächlich dank starker Nachfrage des nord- und südamerikanischen Energiesektors in Verbindung mit besseren und effizienten Beschaffungsprozessen der Werke. Aufgrund einer erhöhten Produktion von höhermargigen Produkten sowie der konsequenten Implementierung von Massnahmen zur Effizienzverbesserung konnte die Division ihren operativen Verlust von CHF 5,3 Mio. im Vorjahr auf CHF 2,2 Mio. im GJ2014 reduzieren. Der Bereich investierte CHF 3,1 Mio. (ggü. CHF 4,3 Mio. im Vorjahr) in die Produktausweitung im Bereich margenstärkere Produkte, wodurch die Division die Rückkehr in die Gewinnzone anstrebt.

**Abbildung 1: GJ2014 – Umsatzverteilung**  
Nach Segmenten



Nach Regionen



Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

## Geschäftsstrategie

Angesichts der massiven Überkapazitäten der europäischen Papierindustrie sowie struktureller Veränderungen, welche den Markt für Zeitungsdruck- und Magazinpapier prägen, plant CPH die Abhängigkeit von der Papiersparte zu reduzieren. Gleichzeitig soll die Verbesserung der geografischen Aufstellung in der Verpackungs- und Chemiedivision weiter vorangetrieben werden. Über den Ausbau von Kapazitäten ausserhalb der Schweiz zielt das Management zudem darauf ab, mittel- bis langfristig die Wertschöpfung in Schweizer Franken von aktuell 70% auf einen Wert nahe 50% zu mindern. Dies soll auch durch die Expansion in Wachstumsmärkte ausserhalb Europas (Nord- und Südamerika, Asien-Pazifik) forciert werden.

### Papier

Nach dem Brand am Rollenschneider im GJ2013 zeigt sich die Papierdivision erholt: Da die kürzlich installierte PM7 zu fast voller Kapazität produzierte, realisierte der Bereich im GJ2014 ein starkes Volumenwachstum. CPH beabsichtigt, die Auslastung weiterhin hoch zu halten und die Kostenführerschaft in ihrem Hauptabsatzgebiet zu sichern. Zudem wurde die PM4, welche sowohl Zeitungsdruck- als auch höhermargige Magazinpapiere produzieren kann, nur für die Herstellung von letzteren betrieben. Zusätzlich konzentriert sich der Bereich auf konsequentes Kostenmanagement. Die nahe gelegene Kehrriechverbrennungsanlage Renergia, welche im Q2 GJ2015 in Betrieb genommen wird, wird es CPH ermöglichen, die Energieeffizienz zu verbessern und den Bereich vollständig CO<sub>2</sub>-neutral zu machen. Des Weiteren plant der Bereich, über die vermehrte Beschaffung von Altpapier im Inland die Kosten für den Materialaufwand weiter zu reduzieren. Durch diese Massnahmen plant CPH, klarer Kostenführer in seinem Hauptabsatzgebiet zu werden.

### Verpackung

Die Verpackungsdivision mit starker Positionierung in Europa legt ihren Fokus auf die Entwicklung und Fertigung von höherwertigen Folien. Angesichts der einstelligen Wachstumsraten des regionalen Pharmamarktes beabsichtigt der Bereich, geografisch zu expandieren und in Entwicklungsmärkten, in denen niedriges zweistelliges Wachstum erwartet wird, in den nächsten Jahren stärker präsent zu sein. Im Einklang damit baut CPH derzeit ein neues Beschichtungswerk nahe Shanghai, China, dessen Inbetriebnahme für das GJ2016 geplant ist. Damit sollen Kosten reduziert und der Produktvertrieb auf dem asiatischen Markt vereinfacht werden. Zudem wird der Standort in China das Werk in Europa entlasten, was in den nächsten Jahren Beschichtungskapazitäten für weiteres Wachstum freisetzen soll.

### Chemie

Dieser Bereich zielt weiterhin auf die Entwicklung und Herstellung von höhermargigen Produkten ab. Für das Geschäft mit Molekularsieben konzentriert sich das Segment auf den nordamerikanischen Schiefergasmarkt, wobei die steigende Nachfrage nach medizinischem Sauerstoff ein zentraler Umsatztreiber bleibt. Im Chromatografiegeschäft wird zudem eine Vielzahl von Produkten entwickelt, welche mittelfristig Wachstumschancen bieten. Obwohl geo-politische Spannungen im Mittleren Osten anhalten, ist die Gruppe gut aufgestellt, um in energieproduzierenden Regionen solide Wachstumsraten zu erzielen.

## Wechselkurseinfluss auf Schätzungen und Ausblick

Am 15. Januar 2015 hob die Schweizerische Nationalbank unerwartet den Mindestkurs von EUR/CHF 1,20 auf und ermöglichte dem CHF, von Marktkräften gesteuert zu werden. Die Loslösung in Verbindung mit der robusten Schweizer Wirtschaft stärkte den CHF sofort und schuf beinahe eine Parität mit dem EUR. Inzwischen hat sich der Wechselkurs von der Loslösung erholt und scheint sich um 1,07 zu stabilisieren. Dies entspricht einer Aufwertung von ~13%. Vor dem Hintergrund, dass 86% der Umsätze ausserhalb der Schweiz generiert werden, wirkt sich ein starker CHF nachteilig auf Umsatz und Betriebsergebnis (EBIT) der CPH-Gruppe aus. Gemäss unseren Schätzungen dürfte der Wechselkurseinfluss den Umsatz um 7,7% reduzieren, wodurch zusammen mit einem leicht negativen Wachstum auf Lokalwährungsbasis eine Umsatzreduktion von 10% im GJ2015 resultieren dürfte. Da die Wertschöpfung weiterhin zu rund 70% im Schweizer Franken generiert wird, zeigt sich die Kostenseite anspruchsvoll. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass CPH im GJ2015 einen Betriebsverlust in der Höhe von rund CHF 18 Mio. verbuchen müssen.

Basierend auf unserem detaillierten Währungsmodell haben wir unsere Schätzungen für 2015E und folgende Jahre angepasst. Die Auswirkungen sind in der untenstehenden Tabelle und in dem Finanztabellenabschnitt ersichtlich. Angesichts des strukturell herausfordernden Szenarios und der Wechselkursunsicherheit ist eine exakte Umsatz- und EBIT-Vorhersage für das GJ2016 schwierig.

**Abbildung 2: Vor- und Nachwährungseinfluss-Szenario**

**Pre-currency impact numbers (In CHF mn)**

Segment-wise revenues	FY2014	FY2015E
<b>Chemistry</b>	<b>60.2</b>	<b>60.9</b>
<i>% contribution to total sales</i>		12.6%
<i>% organic growth</i>		1.1%
<b>Paper</b>	<b>314.4</b>	<b>301.8</b>
<i>% contribution to total sales</i>		62.4%
<i>% organic growth</i>		-4.0%
<b>Packaging</b>	<b>117.8</b>	<b>120.6</b>
<i>% contribution to total sales</i>		25.0%
<i>% organic growth</i>		2.4%
<b>Total Sales</b>	<b>492.5</b>	<b>483.4</b>
<i>% change y/y</i>		-1.8%
<b>EBIT</b>		<b>10.9</b>
<i>EBIT Margin</i>		2.3%

**Estimates post forex impact (In CHF mn)**

	FY2015E
<b>Chemistry</b>	<b>59.4</b>
<i>% contribution (revised) to total revenues</i>	13.3%
<i>% change (due to organic &amp; forex impact)</i>	-2.4%
<b>Paper</b>	<b>274.9</b>
<i>% contribution (revised) to total revenues</i>	61.7%
<i>% change (due to organic &amp; forex impact)</i>	-8.9%
<b>Packaging</b>	<b>111.2</b>
<i>% contribution (revised) to total revenues</i>	25.0%
<i>% change (due to organic &amp; forex impact)</i>	-7.8%
<b>Total Sales</b>	<b>445.6</b>
<i>% change y/y</i>	-9.5%
<i>% organic growth</i>	-1.8%
<i>% change due to forex impact</i>	-7.7%
<b>EBIT</b>	<b>(18.0)</b>
<i>EBIT Margin</i>	-4.0%

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten,

**Papier:** Strukturelle Veränderungen im Zeitungsverlag in Deutschland, Frankreich und Italien (Quelle: PwC) und anhaltende Überkapazitäten in der Zeitungsdruck- und Magazinpapierindustrie werden die Nachfrage weiterhin reduzieren. Allerdings haben einige europäische Peers bereits eine Reduktion ihrer Kapazitäten um ~1 Mio. Tonnen im GJ2015 angekündigt (Quelle: Branchennachrichten). Eine allfällige Erholung dadurch dürfte jedoch erst in der zweiten Jahreshälfte spürbar werden. Bis dahin wird die Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses den Umsatz des Bereichs stark negativ beeinflussen, da über ~82% in Europa (ausserhalb der Schweiz) generiert werden. Obwohl wir bereits einen leichten Rückgang der organischen Wachstumsrate dieser Division vorausgesagt hatten, wird der stärkere CHF sowie niedrigere Papierpreise aufgrund der anhaltenden Überkapazitäten den Bereichsumsatz und -gewinn signifikant belasten. Dies, da die eingeleiteten Massnahmen zur Volumen- und Effizienzsteigerung voraussichtlich nicht

sowohl Wechselkurseffekte als auch tiefere Papierpreise kompensieren können. Unsere Schätzung geht von einem Rückgang des berichteten Umsatzes in Höhe von 9% aus, wobei Preise den Umsatz um 4% negativ treffen dürfen. Insgesamt erwarten wir für das GJ2015 einen Verlust auf Stufe Betriebsgewinn (EBIT) von CHF 19,2 Mio.

**Verpackung:** Eine starke Nachfrage aus Asien und Lateinamerika zusammen mit einem stabilen europäischen Markt dürfte dazu beitragen, dass der Bereich Verpackung einen Anstieg von Umsatz und EBIT auf Lokalwährungsbasis erzielen sollte. Allerdings wird sich auch hier die Mindestkurs-Lösung negativ auf den in CHF rapportierten Umsatz im Vergleich zum Vorjahr auswirken. Wir gehen davon aus, dass die Werke in den USA und Deutschland kostenseitig gewisse Entlastung bieten. Dennoch erwarten wir für das GJ2015 eine Abnahme des EBIT (ggü. Vorjahr), wobei der Bereichs-EBIT positiv bleiben sollte.

**Chemie:** Die Entwicklung von margenstarken Produkten sowie der attraktive Markt für medizinischen Sauerstoff und Chromatografiegel stellen weiterhin die zentralen Treiber der Division dar; die geringere Schiefergasexploration aufgrund des Überangebots bleibt hingegen eine Herausforderung. Wie auch in den anderen Segmenten erwarten wir, dass die CHF-Aufwertung den Bereichsumsatz negativ beeinflusst. Wir gehen davon aus, dass das EBIT des Bereichs Chemie im Vorjahresvergleich abnimmt und im GJ2015 negativ ausfällt.

**Nicht-operative Immobilien:** Die Gruppe befindet sich noch immer in Verhandlungen mit dem Kanton Zürich und lokalen Behörden, um die Produktionsstätte der Chemiedivision Uetikon in ein alternative Immobilie zur gemischten Nutzung (für Erziehung, Gewerbe, sowie möglicherweise Wohnraum) umzugestalten. Hierzu hat CPH für den Bau eines neuen Gymnasiums auf der rechten Seite des Zürichsees (Fertigstellung voraussichtlich bis 2020) einen Projektvorschlag eingereicht. Nach Stand der Dinge wurden zwei der vier in Erwägung gezogenen Projekte abgebrochen, während Uetikon und ein Projekt im benachbarten Meilen noch "im Rennen" sind. Wir erwarten eine (politische) Entscheidung in der ersten Hälfte 2015. Sollte der Antrag durchkommen, würde ein nicht-operatives Einkommen aus Immobilien anfallen, welches CPH's Nettoergebnis stärken dürfte.

Während CPH noch andere nicht-operative Immobilien in der Nähe des Hauptsitzes in Perlen sowie in Full nahe des Rheins (Kanton Aargau) besitzt, wäre die Entwicklung hinsichtlich Uetikon am vielversprechendsten.

## Aktuelle Entwicklungen

**Dividende:** Es wird erwartet, dass die CPH-Geschäftsleitung an der kommenden Generalversammlung (GV) eine Dividende für das Geschäftsjahr 2014 in Höhe von CHF 13 pro Aktie (unverändert ggü. Vorjahresvergleich) vorschlägt.

**Aktiensplit:** Die Gruppe plant, der GV einen Aktiensplit im Verhältnis 1:20 vorzuschlagen. Im Falle einer Annahme des Antrags werden Aktionäre 19 zusätzliche Anteile für jede gehaltene Aktie erhalten. Aus unserer Sicht sollte der Aktiensplit das Handelsvolumen stimulieren, wodurch sich die Liquidität des Titels erhöhen dürfte.

## Bewertung

In Anbetracht des zyklischen Geschäftsverlaufs haben wir die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) angewendet. Hierfür haben wir den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) von 7,5% verwendet, welcher auf Eigenkapitalkosten von 10,2% und Fremdkapitalkosten von 2,8% basiert. Aufgrund der geringen Grösse der Gruppe und der Verwundbarkeit durch makroökonomische Entwicklungen wie der Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses sind wir von einem höheren Beta ausgegangen 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. Basierend auf diesen Faktoren haben wir einen intrinsischen Wert von CHF 1,197 pro Aktie errechnet.

Abbildung 3: Sensitivität des WACC und finale Wachstumsrate mit Aktienpreis

Finale Wachstumsrate	Sensitivität				
	WACC				
	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%	9.5%
0.25%	1,605	1,311	1,095	930	799
0.50%	1,672	1,356	1,127	953	817
0.75%	1,746	1,404	1,161	978	835
1.00%	1,829	1,457	1,197	1,004	855
1.25%	1,921	1,515	1,236	1,032	876
1.50%	2,024	1,579	1,279	1,062	898
1.75%	2,141	1,650	1,325	1,094	921

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

Es gibt für CPH keine exakten Vergleichsunternehmen, da die Gruppe in drei komplett eigenständigen Geschäftsfeldern ohne entsprechende Synergien tätig ist. Um CPH auf relativer Basis zu bewerten, haben wir für jeden Bereich der Gruppe eine eigene Peergroup für den Branchenvergleich erstellt.

Wir haben drei Parameter – EV/EBITDA, Sales Multiple und KGV – verwendet, um die relative Bewertung der Gruppe zu ermitteln. Zunächst haben wir den Peer-Durchschnitt für die einzelnen Geschäftsbereiche getrennt ermittelt und dann den gewichteten Durchschnitt auf Basis des Umsatzbeitrags der jeweiligen Bereiche berechnet. Angesichts des diversifizierten Geschäftsmodells spiegelt dieser konsolidierte Peer-Durchschnittswert die Bewertungskennzahlen der CPH-Gruppe am besten wider.

Derzeit wird CPH zu einem Sales Multiple von 0.7x (GJ2015E) gehandelt, ein signifikanter Diskont von 19% gegenüber dem gewichteten durchschnittlichen Multiplikator. Der EV/EBITDA-Multiplikator erscheint auf Vergleichsbasis teuer, da der Grossteil der Ausgaben in der Schweiz anfällt.

Abbildung 4: CPH im Branchenvergleich

Unternehmen	EV/EBITDA			KUV			KGV		
	Ø-3J	KJ2015E	KJ2016E	Ø-3J	KJ2015E	KJ2016E	Ø-3J	KJ2015E	KJ2016E
CPH Chemie & Papier	8.7x	22.7x	19.4x	0.7x	0.7x	0.7x	20.7x	NM	NM
<b>Peers Papier:</b>									
Holmen	8.3x	9.5x	9.3x	1.1x	1.5x	1.5x	15.6x	17.6x	16.7x
Stora Enso	6.9x	7.3x	7.0x	0.5x	0.7x	0.7x	12.1x	13.2x	12.2x
Altri	7.9x	8.2x	7.8x	0.8x	1.1x	1.1x	10.0x	9.6x	9.5x
Metsa Board	6.0x	9.0x	8.1x	0.5x	1.1x	1.1x	15.2x	18.7x	15.2x
UPM-Kymmene	6.5x	8.4x	8.1x	0.6x	0.9x	0.9x	11.6x	13.9x	13.4x
Norkse Scogindustrier	NA	8.3x	9.3x	NA	0.1x	0.1x	88.6x	-4.4x	-4.3x
James Cropper	6.6x	0.1x	0.1x	0.3x	0.0x	0.0x	9.7x	11.7x	9.4x
OJI Holdings	NA	9.8x	9.2x	NA	0.4x	0.4x	12.2x	16.3x	13.4x
<b>Peers Chemie:</b>									
Honeywell Int.	9.0x	10.1x	9.2x	1.5x	2.0x	1.9x	14.7x	17.0x	15.3x
Clariant	7.3x	8.3x	7.7x	0.7x	1.0x	0.9x	11.6x	15.4x	13.3x
Arkema	5.8x	6.2x	5.5x	0.7x	0.6x	0.6x	10.4x	15.0x	12.3x
WR Grace & Co.	9.0x	11.1x	10.2x	1.8x	2.2x	2.1x	17.0x	20.6x	17.7x
<b>Peers Verpackung:</b>									
Meadwestwaco	8.4x	10.1x	9.5x	1.1x	1.6x	1.5x	19.6x	24.8x	21.7x
MacFarlane Group	6.2x	0.1x	0.1x	0.2x	0.0x	0.0x	8.2x	9.3x	8.5x
Gerresheimer	7.5x	8.0x	7.5x	1.1x	1.2x	1.2x	16.4x	17.3x	15.7x
West Pharmaceutical Services	10.9x	13.4x	11.7x	1.8x	2.7x	2.5x	21.4x	29.6x	24.1x
Convertidora Industrial	8.3x	7.3x	7.5x	0.4x	0.4x	0.4x	NA	NA	NA
PSB Industries	5.0x	5.6x	5.2x	0.4x	0.6x	0.6x	8.5x	11.6x	10.4x
Astrapak Ltd	5.0x	0.0x	0.0x	0.3x	0.0x	0.0x	9.9x	10.2x	6.4x
Bilcare Ltd	3.5x	NA	NA	0.1x	NA	NA	2.1x	NA	NA
Median	7.1x	8.3x	7.8x	0.6x	0.9x	0.9x	12.1x	15.2x	13.3x
Max.	10.9x	13.4x	11.7x	1.8x	2.7x	2.5x	88.6x	29.6x	24.1x
Min.	3.5x	0.0x	0.0x	0.1x	0.0x	0.0x	2.1x	-4.4x	-4.3x
Prämie (Disk) zu Peers	23%	173%	147%	10%	(27%)	(28%)	72%	NM	NM

Quelle: Bloomberg (Stand 27.2.2015)

**Darstellung 5: CPH – Vergleich mit gewichtetem Durchschnitt der Peergroup**

Multiplikatoren	EV/EBITDA			KUV			KGV		
	Ø-3J	KJ2015E	KJ2016E	Ø-3J	KJ2015E	KJ2016E	Ø-3J	KJ2015E	KJ2016E
Gewichtete Peer-Multiplikatoren	6.9x	8.2x	8.0x	0.6x	0.8x	0.8x	11.7x	14.1x	13.0x
CPH	8.7x	22.7x	19.4x	0.7x	0.7x	0.7x	20.7x	NM	NM
Prämie (Disk.) zu Peers	26%	177%	142%	21%	(19%)	(19%)	77%	NM	NM

Quelle: Bloomberg (Stand 27.2.2015)

### Fazit

Trotz einer Abschwächung der Konjunktur im wichtigsten Markt – der Eurozone – erzielte CPH ein respektables Gruppenwachstum im GJ2014. Die anhaltende Fokussierung auf die Verbesserungen der Produktivität und Effizienz (durch hohe Auslastung der PM7 und einen effizienteren Einsatz der PM4) ermöglichte es dem Unternehmen, nach einer Zeitspanne von 4 Jahren einen positiven EBIT zu generieren. Wir glauben, dass CPHs Strategie, im Bereich Papier Prozesse zu optimieren und die Kostenführerschaft zu erlangen, die Konsolidierung der Industrie auf lange Sicht überleben wird. Dennoch bringt die Aufhebung des Euro-Mindestkurses mittelfristig grosse Herausforderungen mit sich und wird im GJ2015 für starken Gegenwind sorgen. Wir glauben, dass die Inbetriebnahme des Beschichtungswerks in China im GJ2016 sowohl die Kosten reduzieren als auch die Erträge stützen wird. Aufgrund der Bemühungen der Chemiedivision, höhermarginige Produkte zu entwickeln sowie geographisch zu expandieren, wird die Gruppe mittelfristig steigende Gewinne erwirtschaften zu können.

## DETAILLIERTE JAHRESRECHNUNG

### Erfolgsrechnung

CHF Mio. (ausser Angaben pro Aktie)	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14	GJ15E	GJ16E
Umsatz Chemie	97	101	68	59	60	59	61
Umsatz Papier	218	315	314	306	314	275	280
Umsatz Verpackung	102	106	106	116	118	111	115
<b>Nettoumsatz</b>	<b>417</b>	<b>521</b>	<b>489</b>	<b>481</b>	<b>492</b>	<b>446</b>	<b>456</b>
Umsatzkosten	(259)	(338)	(325)	(323)	(313)	(299)	(305)
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>158</b>	<b>182</b>	<b>163</b>	<b>158</b>	<b>180</b>	<b>147</b>	<b>151</b>
Personalaufwand	(89)	(93)	(85)	(86)	(88)	(88)	(89)
Fremdreparaturen/Instandhaltung	(17)	(20)	(19)	(19)	(18)	(18)	(18)
Übriger Betriebsaufwand	(23)	(23)	(21)	(22)	(23)	(25)	(25)
<b>Total Betriebsaufwand</b>	<b>(129)</b>	<b>(136)</b>	<b>(125)</b>	<b>(127)</b>	<b>(129)</b>	<b>(131)</b>	<b>(132)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>47</b>	<b>38</b>	<b>31</b>	<b>51</b>	<b>16</b>	<b>19</b>
Abschreibung auf Sachanlagen	(58)	(65)	(59)	(57)	(34)	(34)	(33)
Abschreibung auf immaterielles Anlagevermögen	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Betriebsergebnis (EBIT) vor Wertbeeinträchtigung</b>	<b>(31)</b>	<b>(20)</b>	<b>(22)</b>	<b>(27)</b>	<b>16</b>	<b>(18)</b>	<b>(15)</b>
Wertbeeinträchtigung	0	0	0	(251)	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>(31)</b>	<b>(20)</b>	<b>(22)</b>	<b>(278)</b>	<b>16</b>	<b>(18)</b>	<b>(15)</b>
Finanzaufwand	(10)	(13)	(7)	(5)	(7)	(6)	(6)
Finanzertrag	1	1	1	1	2	1	1
<b>Finanzergebnis</b>	<b>(9)</b>	<b>(12)</b>	<b>(6)</b>	<b>(4)</b>	<b>(6)</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>
<b>Ordentliches Ergebnis vor Steuern</b>	<b>(40)</b>	<b>(32)</b>	<b>(28)</b>	<b>(281)</b>	<b>10</b>	<b>(23)</b>	<b>(20)</b>
Betriebsfremde Posten	13	12	38	2	1	0	0
Ertragssteuern	7	2	(2)	8	(1)	3	3
<b>Nettoergebnis</b>	<b>(20)</b>	<b>(18)</b>	<b>8</b>	<b>(271)</b>	<b>11</b>	<b>(20)</b>	<b>(17)</b>
<b>Unverwässertes EPS</b>	<b>(66.7)</b>	<b>(60.0)</b>	<b>26.9</b>	<b>(904.9)</b>	<b>35.0</b>	<b>(67.4)</b>	<b>(58.2)</b>
<b>Verwässertes EPS</b>	<b>(66.7)</b>	<b>(60.0)</b>	<b>26.9</b>	<b>(904.9)</b>	<b>35.0</b>	<b>(67.4)</b>	<b>(58.2)</b>
<b>Dividende (pro Aktie)</b>	<b>0.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>	<b>13.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

### Bilanz

In CHF Mio.	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14	GJ15E	GJ16E
<b>Aktiven</b>							
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>							
Sachanlagevermögen	853.9	769.2	719.7	433.7	419.1	413.2	399.5
Immaterielles Anlagevermögen	3.8	2.9	1.5	1.2	1.3	1.4	1.5
Langfristige Finanzanlagen	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Langfristige Finanzforderungen	0.1	2.5	0.0	0.0	2.8	2.8	2.8
Übrige langfristige Vermögenswerte	26.1	23.9	21.2	22.4	22.7	22.7	22.7
Total langfristige Vermögenswerte	883.9	798.5	752.4	467.3	456.0	450.1	436.5
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>							
Vorräte	63.7	57.3	58.8	56.9	63.4	57.1	58.4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	60.9	75.6	74.0	70.8	79.5	67.1	68.7
Sonstige Forderungen	19.5	13.2	10.7	7.3	7.7	7.7	7.7
Aktive Abgrenzungen	4.6	3.9	3.0	5.3	6.6	6.6	6.6
Kurzfristige Finanzforderungen	0.3	0.9	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
Flüssige Mittel und Wertschriften	73.6	42.6	73.3	74.2	75.1	75.5	70.0
<b>Total Aktiven</b>	<b>1106.5</b>	<b>992.1</b>	<b>972.4</b>	<b>681.8</b>	<b>688.4</b>	<b>664.3</b>	<b>648.1</b>
<b>Eigenkapital und Verpflichtungen</b>							
Aktienkapital	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
Kapitalreserven	13.3	24.0	20.1	16.2	12.3	8.4	8.4
Gewinnreserven	686.9	670.3	651.6	659.5	389.2	399.7	379.5
Nettojahresergebnis	(20.0)	(18.0)	8.1	(271.5)	10.5	(20.2)	(17.5)
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>							
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	225.9	169.3	144.0	117.9	128.0	135.6	135.6
Passiva aus Vorsorgeplänen	0.3	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0.1	0.0	0.0	2.5	2.4	2.4	2.4
Langfristige Rückstellungen	40.6	32.0	31.3	21.3	20.8	20.8	20.8
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>							
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	93.6	40.0	52.9	59.4	53.8	53.7	55.0
Sonstige Verbindlichkeiten	3.5	6.9	2.6	4.4	3.9	3.9	3.9
Passive Abgrenzungen	8.8	12.7	15.8	11.0	9.1	9.1	9.1
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	12.7	11.3	9.8	23.0	22.6	15.1	15.1
Kurzfristige Rückstellungen	10.9	12.9	5.7	7.2	5.1	5.1	5.1
<b>Total Verbindlichkeiten</b>	<b>396.3</b>	<b>285.8</b>	<b>262.6</b>	<b>247.5</b>	<b>246.4</b>	<b>246.4</b>	<b>247.7</b>
<b>Total Eigenkapital und Verbindlichkeiten</b>	<b>1106.5</b>	<b>992.1</b>	<b>972.4</b>	<b>681.8</b>	<b>688.4</b>	<b>664.3</b>	<b>648.1</b>

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

**Geldflussrechnung**

In CHF Mio.	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14	GJ15E	GJ16E
Nettoergebnis	(20.0)	(18.0)	8.1	(271.5)	10.5	(20.2)	(17.5)
Cash unwirksame Anpassungen	28.7	47.9	20.8	298.8	30.3	34.1	33.7
<b>Veränderung kurzfristige Aktiven und Verbindlichkeiten</b>							
(Zunahme) Vorräte	(6.5)	(2.7)	(1.7)	(2.6)	(5.5)	6.3	(1.4)
Abnahme Forderungen aus Lieferungen/Leistungen	2.1	(20.2)	1.3	3.4	(11.2)	12.3	(1.6)
Zunahme Verbindlichkeiten aus Lieferungen/Leistungen	65.3	(52.0)	13.0	6.4	(5.8)	(0.0)	1.3
Sonstige Veränderungen des Nettoumlaufvermögens	9.9	27.5	0.8	(3.0)	1.5	-	-
<b>Geldfluss aus Geschäftstätigkeiten</b>	<b>79.4</b>	<b>(17.5)</b>	<b>42.3</b>	<b>31.4</b>	<b>19.8</b>	<b>32.5</b>	<b>14.5</b>
Investitionen Sachanlagevermögen	(220.9)	(24.4)	(10.9)	(18.2)	(19.2)	(27.6)	(19.4)
Devestitionen Sachanlagevermögen	24.9	39.9	30.1	0.9	0.4	-	-
Investitionen immaterielle Anlagen	(0.3)	(1.4)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
Verkauf von Tochtergesellschaften	-	33.1	-	-	-	-	-
Rückzahlung langfristige Finanzforderungen	0.1	0.1	2.5	0.0	-	-	-
<b>Geldfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>(196.1)</b>	<b>47.4</b>	<b>21.4</b>	<b>(17.8)</b>	<b>(19.4)</b>	<b>(28.3)</b>	<b>(20.1)</b>
(Abnahme) kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	-	3.7	(1.5)	(2.0)	(0.4)	(7.6)	-
(Abnahme) langfristige Finanzverbindlichkeiten	114.9	(56.2)	(25.1)	(10.8)	9.8	7.6	-
Zunahme sonstiger langfristiger Verbindlichkeiten	(0.6)	(0.0)	0.0	2.5	(0.2)	-	-
Minderheitsanteil und Veränderung von Minderheitsbeteiligung	-	-	-	-	-	-	-
Gewinnausschüttung (Dividende)	(9.0)	-	(3.9)	(3.9)	(3.9)	(3.9)	-
<b>Geldfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>105.3</b>	<b>(52.6)</b>	<b>(30.6)</b>	<b>(14.2)</b>	<b>5.3</b>	<b>(3.8)</b>	<b>-</b>
Einfluss Währungsumrechnung	(1.1)	(0.1)	0.1	(0.2)	0.2	-	-
<b>Veränderung flüssige Mittel</b>	<b>(12.5)</b>	<b>(22.8)</b>	<b>33.2</b>	<b>(0.7)</b>	<b>6.0</b>	<b>0.4</b>	<b>(5.5)</b>
Anfangsbestand flüssige Mittel	41.0	28.4	5.6	38.8	38.1	44.0	44.4
<b>Endbestand flüssige Mittel</b>	<b>28.4</b>	<b>5.6</b>	<b>38.8</b>	<b>38.1</b>	<b>44.0</b>	<b>44.4</b>	<b>38.9</b>

Quelle: Research Dynamics, Unternehmensdaten

**Kennzahlen**

	GJ10	GJ11	GJ12	GJ13	GJ14	GJ15E	GJ16E
<b>Wachstumskennzahlen</b>							
Umsatzwachstum	(13%)	25%	(6%)	(2%)	2%	(10%)	2%
Bereich Chemie	(21%)	3%	(33%)	(13%)	2%	(1%)	3%
Bereich Papier	(16%)	44%	(0%)	(3%)	3%	(13%)	2%
Bereich Verpackung	4%	4%	1%	9%	1%	(6%)	3%
Veränderung Betriebsergebnis	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Veränderung Ergebnis	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
<b>Profitabilitätskennzahlen (%)</b>							
EBIT-Marge (vor Wertminderung)	(7%)	(4%)	(5%)	(6%)	3%	(4%)	(3%)
Bereich Chemie	(3%)	1%	(0%)	(9%)	(4%)	(2%)	(3%)
Bereich Papier	(13%)	(8%)	(8%)	(10%)	4%	(7%)	(6%)
Bereich Verpackung	1%	4%	5%	6%	4%	2%	2%
EBITDA-Marge %	7%	9%	8%	6%	10%	4%	4%
Netto-Marge	(5%)	(3%)	2%	(56%)	2%	(5%)	(4%)
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>							
Gewinnmarge (%)	(5%)	(3%)	2%	(56%)	2%	(5%)	(4%)
Kapitalumschlag	0.4x	0.5x	0.5x	0.6x	0.7x	0.7x	0.7x
Leverage Ratio	1.4x	1.5x	1.4x	1.4x	1.6x	1.6x	1.6x
DuPont ROE (%)	(3%)	(3%)	1%	(47%)	2%	(5%)	(4%)
ROCE (%)	(3%)	(2%)	(3%)	(5%)	3%	(3%)	(3%)
ROA (%)	(2%)	(2%)	1%	(33%)	2%	(3%)	(3%)
<b>Fremdfinanzierungskennzahlen</b>							
Verschuldungsgrad	0.3x	0.3x	0.2x	0.3x	0.3x	0.4x	0.4x
Netto-Verschuldungsgrad	0.3x	0.2x	0.1x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
Zinsdeckungsgrad	(6.9x)	(2.0x)	(3.2x)	(6.0x)	5.2x	(2.7x)	(2.2x)
<b>Liquiditätskennzahlen</b>							
Liquiditätskoeffizient	1.7x	2.3x	2.5x	2.0x	2.5x	2.5x	2.4x
Liquidität zweiten Grades	1.2x	1.6x	1.9x	1.5x	1.8x	1.8x	1.7x
<b>Bewertungskennzahlen</b>							
EV/EBITDA	23.4x	9.4x	12.3x	13.7x	7.2x	22.7x	19.4x
KGV	NM	NM	48.4x	NM	28.5x	NM	NM
KBV	0.7x	0.4x	0.5x	0.8x	0.7x	0.7x	0.7x

Quelle: Research Dynamics, Bloomberg, Unternehmensdaten

## DISCLAIMER

CPH Chemie + Papier Holding AG ("CPH") ist ein Klient von Research Dynamics. Der Bericht (bzw. die Berichte) zur Kapitalanalyse werden ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Research Dynamics ist eine Division der Dynamics Group AG. Dynamics Group ist eine unabhängige Beratungsfirma mit Fokus auf strategische Beratung, Kommunikationsmanagement sowie Forschung und Analytik.

Dieser Bericht (im Folgenden das "Dokument") wurde von seinen Autoren als eine unverbindliche Meinung zu der Marktsituation und den betreffenden Investitionsinstrumenten verfasst und von Dynamics Group zum dem Zweck erstellt, Hintergrundinformation über das Unternehmen zu bieten. Es dient ausschliesslich dem Zweck der Information.

Dynamics Group hat die Informationen und Daten, auf denen das Dokument basiert, nicht individuell geprüft. Sämtliche Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus allgemein zugänglichen Daten, welche der Autor oder Dynamics Group als zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments als zuverlässig erachtet. Dennoch wird keine Haftung für ihre Richtigkeit, Exaktheit, Vollständigkeit oder Angemessenheit – weder ausdrücklich noch stillschweigend – übernommen. Der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Versicherung oder Garantie seitens des Autors oder der Dynamics Group dar. Zukunftsorientierte Informationen oder Aussagen in diesem Dokument enthalten Information, welche auf Vermutungen, Vorhersagen zukünftiger Ergebnisse oder noch nicht bestimmbarer Mengenschätzungen und Performanceerfolgen basieren. Somit umfassen sie bekannte als auch unbekannte Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren, welche erheblichen Abweichungen der jeweiligen tatsächlichen Ergebnisse, Performance oder Erfolge von den aktuellen Erwartungen verursachen können.

Dynamics Group ist nicht haftbar für jegliche daraus folgende Schäden des Besitzes – gleich aus welchem Rechtsgrund. Die Haftbarkeit der Dynamics Group aufgrund von Vorsätzlichkeit oder grober Fahrlässigkeit bleibt davon ausgenommen.

Dynamics Group hat keine Erlaubnis, Versicherungen oder Garantien im Auftrag des Unternehmens oder einer in diesem Dokument genannten dritten Partei zu geben. Weder die erwähnten Unternehmen noch jegliche andere Individuen übernehmen Haftung für etwaigen Verlust, Schaden oder Nachteil, der aus der Verwendung dieses Dokuments, insbesondere im Rahmen von Investitionsentscheidungen, oder aus anderen Gründen entsteht. Dynamics Group kannst nicht für nachteilige Konsequenzen verantwortlich gemacht werden, welche durch die Berücksichtigung oder Nichtberücksichtigung der Ansichten und Schlussfolgerungen in diesem Dokument entstehen. Vergangenheitsbasierte Performancetrends des Werts, Preises oder von Quoten bieten keinerlei Hinweise auf zukünftige Trends einer Anlage. Dynamics Group übernimmt keine Garantie für die vorgeschlagenen Rendite oder das Erreichen der berichteten Ziele.

Dieses Dokument stellt weder ein Kauf-, Halten- oder Verkaufsangebot jeglicher Wertpapiere, Geldmarktinstrumente oder Derivate dar, noch enthält es eine Vertrags- oder Verpflichtungsbasis jeglicher Art. Jede Investition in beispielsweise Anleihen, Aktien oder Optionen ist mit einem immensen Risiko verbunden. Die Entscheidung hinsichtlich der Investition in ein Wertpapier sollte nicht auf Basis dieses Dokuments erfolgen. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf jeglicher Wertpapiere, Geldmarktinstrumente oder Derivate dar.

Dynamics Group geht keinem Investmentgeschäft nach und nimmt entsprechend keinerlei Positionierung zu den in diesem Dokument erwähnten Wertpapieren ein. Nichtsdestotrotz können die Vorstände, Mitarbeiter oder Auftragnehmer der Dynamics Group eine Stellung zu den beschriebenen Wertpapieren und/oder Optionen, Futures oder anderen Derivaten, welche auf diesen Wertpapieren basieren, einnehmen.

Dieses Dokument wurde ausschliesslich zum Zweck der Information zur Verfügung gestellt. Die teilweise oder vollständige Vervielfältigung oder Verbreitung auch in jeglicher anderer Form ist nicht gestattet.

Die Verbreitung dieses Dokuments und der darin enthaltenen Informationen kann in anderen Rechtsprechungen per Gesetz begrenzt sein. Personen, die in Besitz dieses Dokument kommen, müssen sich den möglichen Restriktionen bewusst sein und an diesen festhalten. Die Ver säumnis, diesen Einschränkungen nachzukommen, kann die Verletzung des US-amerikanischen oder kanadischen Gesetzes bezüglich der Wertpapiere oder jeglicher anderer Rechtsprechung darstellen.

Diese Studie ist urheberrechtlich geschützt. Eine Verwendung ist nur im Rahmen der in diesem Disclaimer definierten Bestimmungen möglich. Zitierte Teile der Studie müssen durch Angabe der Quelle ersichtlich gemacht werden. Eine etwaige anderweitige Verwendung bedarf der vorherigen Genehmigung durch Dynamics Group. Vervielfältigung, Verbreitung, Veröffentlichung und die Bereitstellung eines Online-Zugangs zum Dokument gilt als Verwendung und bedarf entsprechender Genehmigung. Die Verbreitung dieses Dokuments, insbesondere im Ausland, ist nur unter der Angabe des Disclaimers und der entsprechenden Regulationen gestattet. Unbefugte Verwendung der Studie oder Auslassung von Details der Quelle oder der Anerkennung des Urheberrechts kann zur Einleitung einer Klage auf Schadenersatz führen und strafrechtlich verfolgt werden.

Sollte ein Teil oder individuelle Formulierungen dieses Disclaimers ungültig sein oder zu einem zukünftigen Zeitpunkt ungültig werden, ist der verbleibende Inhalt davon nicht betroffen und behält seine Gültigkeit.

## 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)

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