



20.4.2016  
Hans Tagmann  
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 67.00  
52 Wochen Hoch: CHF 71.00  
52 Wochen Tief: CHF 54.25

12 848 962 Na. à CHF 100 nom.  
Symbol: ALSN  
Valor: 2 459 027

Börsenwert: CHF 856.4 Mio  
Grösste Aktionäre: Droege Group (51.3%),  
Schindler (28.0%)



## Also Holding: fit für profitables Wachstum

### Auch 2015 ein Rekordergebnis

Der in 13 europäischen Ländern tätige Distributor für IT und Telekommunikation (ITK) konnte sich 2015 das fünfte Jahr in Folge auf allen Stufen verbessern. Trotz Widrigkeiten im tiefmargigen Volumenmarkt stieg der Umsatz um beachtliche 7.7% auf EUR 7.8 Mrd. Damit ist Also deutlich schneller als der relevante ITK-Markt gewachsen, der um 4.7% auf EUR 31.3 Mrd\* zulegte. Stärkste Treiber waren die ganzjährige Konsolidierung der 2014 akquirierten niederländischen Alpha International (Druckerzubehör-Distributor) und die Ende 2015 erfolgte Übernahme der polnischen PC Factory Group. Auf der Produktseite erzielte Also vor allem bei Smartphones (+20.9%) und Displays (+16.5%) ein über dem Branchenschnitt (+6.8% bzw. +7.9%) liegendes Wachstum. Hohe Zuwachsraten zeigten auch Notebooks (+8.2%), Speicher (+16.0%) und Server (+8.5%). Grund für diese positive Entwicklung ist die Ausrichtung des Produktportfolios auf innovationsgetriebene Wachstumsmärkte. Zu dieser Strategie gehört auch der Rückzug aus saturierten, von Preiskämpfen belasteten Märkten, was die grosse Underperformance von Tablets (-37.0%) und Desktops (-13.7%) erklärt.

### Marge hat die Nase vorn

Auf Stufe EBIT erzielte Also eine überproportionale Steigerung um 14.5% auf EUR 109.9 Mio. Bereinigt um einmalige Sonderkosten resultierte ein Wachstum von 17.8% auf EUR 113.1 Mio und eine EBIT-Marge von 1.45% (+12 Basispunkte). Im Sektorvergleich mit den europäischen Ablegern der marktführenden US-Distributoren Tech Data (Marge: 1.02%) und Ingram Micro (0.87%) ist dies eine hervorragende Leistung. Dazu beigetragen haben operative Verbesserungen und die reibungslose Integration von Alpha International. Daneben profitiert die Gruppe vom Megatrend Cloudcomputing: Software in der Cloud mieten, statt zu kaufen. Dank der Übernahme des finnischen Cloud-Spezialisten Nervogrid (2014) hat sich Also auf diesem Markt gut positioniert und ist in Kooperation mit Westcoast (seit November 2015) der führende Microsoft Cloud Solution Provider in Europa. Der Gewinn vor Steuern wuchs um 10.8% auf

EUR 90.7 Mio. Darin enthalten ist ein Verlust aus der Insolvenz des Logistikzentrums Augsburg. Adjustiert wäre das Vorsteuerergebnis mit EUR 103.3 Mio um EUR 12.6 Mio höher ausgefallen.

### Einige positive Basiseffekte

Also verzichtet für 2016 darauf, eine numerische Guidance abzugeben. CEO Möller-Hergt lässt jedoch keine Zweifel offen, dass profitables Wachstum zuoberst auf der Agenda steht. Um dem Margendruck im klassischen Transaktionsgeschäft zu begegnen, setzt er auf den Ausbau des höhermargigen Dienstleistungs- und Lösungsbereichs. Um diese Entwicklung anzukurbeln, ist der Zukauf von Know-how und Marktanteilen geplant. Im Grosshandel beabsichtigt das Management, die weissen Flecken auf der Landkarte durch Akquisitionen zu schliessen. Angepeilt sind interessante Wachstumsmärkte wie Tschechien, Rumänien oder Polen. Positive Basiseffekte dürften die Jahresergebnisse massgeblich prägen. Dazu zählen der Umsatzbeitrag aus der ganzjährigen Konsolidierung von Factory Group (geschätzte EUR 250 Mio), entfallende Kaufpreis-Allokationen (EUR 10.1 Mio) und Verluste des Logistikcenters (EUR 12.6 Mio) sowie ein tieferer Steuersatz von voraussichtlich 26.5% (Vj. 30.7%). Auf dieser Basis erwarten wir für 2016 ein Umsatzplus von 5.2% und einen Gewinnschub um 36.0%.

### Aktie gewinnt an Attraktivität

Der Handel in der Also Aktie ist wenig liquide, da der Streubesitz bei einer Börsenkapitalisierung von CHF 858 Mio geringe 20.7% beträgt. Dies dürfte sich am 5. Juni 2017 ändern, wenn eine mit Also Aktien (Anteil 28.2%) besicherte Wandelanleihe des Liftherstellers Schindler ausläuft. Bei einem geschätzten P/E 2017 von 8.4x weisen die Titel einen Abschlag von knapp 30% zum historischen Mittelwert auf. Die Gesellschaft hat die Ausschüttung fünf Jahre in Folge erhöht, zuletzt auf CHF 1.90 je Aktie, für Privatanleger steuerfrei aus Kapitalreserven. Dies entspricht einer Rendite von 2.9%, bereinigt um einen Grenzsteuersatz von 25% knapp 3.9%. Die Titel sind eine Überlegung wert.

\* Quelle: Context Panel

Kennzahlen in EUR Mio	2015	2016e	2017e
Umsatz	7 792	8 197	8 485
Veränderung	7.7%	5.2%	3.5%
EBIT	109.9	132.0	143.3
Marge	14.5%	20.1%	26.7%
Gewinn	62.9	85.5	94.7
Veränderung	3.3%	36.0%	10.8%
Eigenkapital	492.8	555.7	624.3
Eigenkapitalquote	28.0%	32.4%	35.1%
Nettofinanzschulden	216.3	198.2	212.1

je Aktie / Bewertung	2015	2016e	2017e
Gewinn (CHF)	5.26	7.20	7.98
Eigenkapital (CHF)	41.56	46.85	52.63
Operativer Cashflow (CHF)	3.34	4.98	5.62
Dividende (CHF)	1.90	2.20	2.50
Payout Ratio	36.1%	30.6%	31.3%
Preis/Buchwert	1.6x	1.4x	1.2x
Preis/Gewinn	12.7x	9.3x	8.4x
EV/Umsatz	0.13x	0.12x	0.12x
EV/EBITDA	7.4x	6.5x	6.3x

# Also Holding

Erfolgsrechnung in Mio EUR	2011*	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Umsatz	6 209	6 297	6 532	7 237	7 792	8 197	8 485
Veränderung in %	67.5%	1.4%	3.7%	10.8%	7.7%	5.2%	3.5%
Herstellkosten des Umsatzes	-5 809	-5 879	-6 104	-6 775	-7 285	-7 660	-7 925
Bruttogewinn	400.2	418.0	428.6	462.8	507.5	536.8	559.4
Bruttomarge	6.44%	6.64%	6.56%	6.39%	6.51%	6.55%	6.59%
Personalaufwand	-164.0	-172.0	-180.3	-198.5	-212.2	-224.6	-233.3
in % des Umsatzes	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
Sonstiger Betriebsaufwand	-144.8	-136.6	-134.8	-140.4	-155.2	-158.7	-165.4
in % des Umsatzes	2.3%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%
Betriebsaufwand	-308.8	-308.7	-315.1	-338.9	-367.5	-383.3	-398.7
in % des Umsatzes	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
EBITDA	91.4	109.4	113.5	123.9	140.0	153.5	160.7
Veränderung in %	57.8%	19.7%	3.8%	9.2%	13.0%	9.6%	4.7%
in % des Umsatzes	1.47%	1.74%	1.74%	1.71%	1.80%	1.87%	1.89%
Abschreibungen/Amortisationen	-24.1	-25.9	-26.2	-27.9	-30.1	-21.5	-17.4
EBIT	67.3	83.5	87.4	96.0	109.9	132.0	143.3
Veränderung in %	57.9%	24.1%	4.7%	9.9%	14.5%	20.1%	26.7%
in % des Umsatzes	1.08%	1.33%	1.34%	1.33%	1.41%	1.61%	1.69%
Anteil assoziierte Gesellschaften	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	0.5	0.5
Nettofinanzergebnis	-27.4	-19.5	-14.8	-14.4	-19.7	-16.2	-14.9
Gewinn vor Steuern	39.8	64.0	72.6	81.9	90.7	116.3	128.9
in % des Umsatzes	0.64%	1.02%	1.11%	1.13%	1.16%	1.42%	1.52%
Steuern	-28.2	-18.5	-21.0	-22.5	-27.9	-30.8	-34.1
Steuersatz	70.7%	28.9%	29.0%	27.5%	30.7%	26.5%	26.5%
Reingewinn	26.7	45.5	50.1	60.9	62.9	85.5	94.7
Veränderung in %	20.5%	70.1%	10.2%	21.5%	3.3%	36.0%	10.8%
in % des Umsatzes	0.43%	0.72%	0.77%	0.84%	0.81%	1.04%	1.12%
ROE	7.6%	11.7%	11.9%	13.4%	12.8%	16.3%	16.1%
ROIC	8.8%	9.2%	9.5%	10.2%	8.9%	13.9%	13.2%

Geldflussrechnung in Mio EUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Operativer Cashflow	50.2	30.3	60.9	56.4	39.5	59.1	66.7
in % des Umsatzes	0.8%	0.5%	0.9%	0.8%	0.5%	0.7%	0.8%
Invest. Sachanlagen/immat. AV	-4.6	-6.4	-7.8	-11.6	-13.2	-20.0	-20.0
Operativer FCF	45.6	23.9	53.1	44.8	26.3	45.6	23.9
Ausschüttung an Aktionäre	na	-7.4	-12.5	17.9	20.5	0.0	-7.4

Bilanz in Mio EUR	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Bilanzsumme	537.2	1 262.1	1 336.0	1 492.3	1 711.8	1 715.7	1 777.3
Eigenkapital	351.7	388.8	421.3	454.0	492.8	555.7	624.3
Eigenkapitalquote	27.9%	29.1%	28.2%	26.5%	28.0%	32.4%	35.1%
Goodwill	124.2	130.7	131.2	139.6	140.9	140.9	140.9
Nettofinanzschulden	114.7	113.9	76.6	178.9	216.3	198.2	212.1
Gearing	32.6%	29.3%	18.2%	39.4%	43.9%	35.7%	34.0%

Kennzahlen je Na. in CHF	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Gewinn	2.72	4.28	4.81	5.82	5.26	7.20	7.98
Eigenkapital	33.32	36.35	40.25	42.49	41.56	46.85	52.63
Operativer Cashflow	4.76	2.85	5.83	5.29	3.34	4.98	5.62
Dividende	0.70	1.20	1.40	1.60	1.90	2.20	2.50
Payout Ratio	25.7%	28.0%	29.1%	27.5%	36.1%	30.6%	31.3%
Ausschüttungsrendite	1.7%	2.6%	2.8%	3.1%	2.8%		
Total Shareholder Return	na	11.8%	11.3%	8.0%	36.4%		

Bewertung	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Preis/Buchwert					1.6x	1.4x	1.2x
Preis/Gewinn					12.7x	9.3x	8.4x
EV/Umsatz					0.13x	0.12x	0.12x
EV/EBITDA					7.4x	6.5x	6.3x

**Disclaimer**

Diese Publikation von nebenwerte.ch/Tagmann & Partner AG dient ausschliesslich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertschriften oder anderen Anlageinstrumenten dar. Die Informationen stehen unter dem Vorbehalt jederzeitiger Änderung. Sie werden nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Deren Richtigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit werden weder ausdrücklich noch stillschweigend zugesichert oder garantiert. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben, wird ausgeschlossen. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Ländern deren Recht eine Nutzung verbietet.