

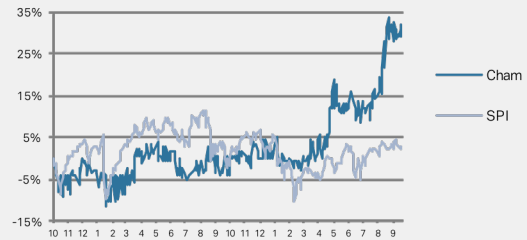


24.10.2016  
Hans Tagmann  
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 319.00  
52 Wochen Hoch: CHF 338.00  
52 Wochen Tief: CHF 243.00

744 989 Na. à CHF 65 nom.  
Symbol: CPGN  
Valor: 193 185

Börsenwert: CHF 237.7 Mio  
Grösster Aktionär: Gruppe Buhofer (41.1%)



## Cham Paper Group: Strategische Weichenstellung

### Cham sagt ja zum Papieri-Areal

An der Urnenabstimmung vom 25. September 2016 hat die Gemeinde Cham die Umzonung des Papieri-Areals gutgeheissen. Cham Paper steht jetzt nichts mehr im Wege, um die Umwandlung des ehemaligen Fabrikareals in einen neuen Stadtteil für Wohnen und Arbeiten voranzutreiben. Auslöser dieser Transformation war die starke CHF/EUR Aufwertung 2010 (+9.2%) und 2011 (+12.1%). Diese führte in der Papierfabrik Cham, bei einem hohen Anteil (88%) von Verkäufen in EUR und 32% der Kostenbasis in CHF, zu Währungsverlusten (2010: CHF 10 Mio) und 2011 zu roten Zahlen. Zur Wiederherstellung einer wettbewerbsfähigen Kostenstruktur wurden in Cham die Papiermaschinen stillgelegt und die Produktion von Spezialpapieren nach Italien verlagert. Zur Schärfung des Margenprofils erfolgte eine Bereinigung des Portfolios mit dem Fokus auf Wachstum und Marge. Der Restrukturierungsaufwand betrug CHF 85.7 Mio. Rund CHF 20 Mio wurden im Werk Carmignano in die Kapazitäts- und Effizienzverbesserung investiert. Nach vier Jahren anspruchsvoller Transformation und einem um CHF 115.0 Mio auf CHF 194.3 Mio geschrumpften Umsatz (davon fast ein Drittel währungsbedingt) kehrt Cham Paper gestärkt auf den Markt zurück.

### Transformation zeigt positive Wirkung

Das Halbjahresergebnis 2016 zeigt, dass sich die ergriffenen Initiativen zuerst auf der Stufe Profitabilität niederschlagen. Die Umsatzsteigerung von 3.0% auf CHF 103.8 Mio ergab sich aus leicht höheren Preisen, einem besseren Portfolio-Mix sowie Währungseffekten. Das Volumen verharrte hingegen auf Vorjahresniveau. Effizienzverbesserungen und eine Normalisierung der Zellstoffnotierung sorgten für ein kräftiges Wachstum des Bruttogewinns um CHF 2.7 Mio auf CHF 13.9 Mio. Dank Senkung der Fixkosten konnte der EBIT (adj.) sogar um CHF 3.7 Mio auf CHF 5.2 Mio zulegen. In der Folge verbesserte sich die EBIT-Marge auf 5.0 % (Vj. 1.5%) und erreichte erstmals das untere Ende des Zielkorridors von 5% bis 12%. Auf dieser Basis gibt sich das Management zuversichtlich, im Gesamtjahr auch die Guidance von CHF 8.9 Mio (wie EBIT 2014) zu erfüllen.

### Hohes Entwicklungspotenzial

Der Bebauungsplan Papieri zeigt eine Kombination von freistehenden Hochhäusern mit historischem Kesselhaus und Fabrikhallen auf dem rund elf Hektar umfassenden Industrieareal. Es ist vorgesehen, mit 72% den Löwenanteil der Nutzfläche für Wohnungen und 25% gewerblich zu verwenden. Der Finanzplan (Stand 4. Mai 2016) geht für die Arealentwicklung von einem Investitionsvolumen von CHF 700 Mio aus. Ein wichtiger Faktor für die Finanzierung wird der beabsichtigte Verkauf von Stockwerkeigentum (25% der Flächen) für insgesamt CHF 260 Mio. Der weitere Finanzbedarf soll durch Baukredite gedeckt werden. Die geplante Bruttorendite von 4.6%, bei einem jährlichen Mietertrag von CHF 30.4 Mio, erscheint angesichts der intakten Wohnnachfrage und dem knappen Angebot an Bauland im Kanton Zug realistisch. Von CEO Susanne Oste wurde an der Investora Zürich (20.09.16) bestätigt, dass Cham Paper finanziell ausreichend stark aufgestellt sei, um das Projekt ohne Kapitalerhöhung aus eigener Kraft zu finanzieren.

### Perle für den Value-Investor

Das Management hat die ertragsschwache Papierfabrik zu einem schlagkräftigen Papierproduzenten mit führenden Marktpositionen transformiert. Gleichzeitig wurde mit dem Immobilienbereich ein entwicklungsfähiges zweites Standbein geschaffen. Das Unternehmen verfügt über eine grundsätzliche Bilanz (Eigenkapitalquote > 50%, Nettofinanzschulden < CHF 5 Mio). Das Grundstück in Cham ist zu Anschaffungskosten von CHF 19.1 Mio bilanziert, während die Finanzplanung (bei 4.6% Bruttorendite) mit einem Residuallandwert von CHF 220 Mio rechnet. Unseres Erachtens ist bei einer Börsenkaptalisierung von CHF 237.7 Mio dieses Entwicklungspotenzial im Aktienkurs noch nicht eskomptiert. Von den Anlegern ist jedoch Geduld gefragt. Die Bagger werden frühestens 2018 auffahren. Ein früheres Spin-off der Immobilien- oder Papiersparte würde uns jedoch nicht überraschen.

Kennzahlen in CHF Mio	2015	2016e	2017e
Umsatz	194.3	201.1	208.3
Veränderung	-10.4%	3.5%	3.6%
EBIT	2.4	9.0	11.4
Marge	1.2%	4.5%	5.5%
Reingewinn	0.5	5.4	7.4
Veränderung	-73.9%	1018.5%	38.1%
Eigenkapital	102.1	105.2	110.4
EK-Quote	50.6%	50.8%	51.7%
Nettofinanzschulden	1.4	5.3	2.1

je Aktie / Bewertung	2015	2016e	2017e
Gewinn (in CHF)	0.65	7.21	10.00
Buchwert (in CHF)	137.03	141.27	148.23
Operativer Cashflow (in CHF)	5.96	16.97	19.10
Dividende (in CHF)	3.00	3.00	3.00
Payout Ratio	461.5%	41.6%	30.0%
Preis/Buchwert	2.3x	2.3x	2.2x
Kurs/Gewinn	490.8x	44.3x	31.9x
EV/Umsatz	1.3x	1.2x	1.2x
EV/EBITDA	26.8x	13.7x	12.0x

# Cham Paper Group

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e
Nettoumsatz	309.3	279.7	231.3	216.8	194.3	201.1	208.3
Veränderung in %	-8.9%	-9.6%	-17.3%	-6.3%	-10.4%	3.5%	3.6%
Spezialpapier	-	-	-	216.0	193.4	199.3	206.2
Veränderung	-	-	-	-	-10.4%	3.0%	3.4%
Immobilien	-	-	-	0.744	1.413	1.780	2.169
Veränderung	-	-	-	-	89.9%	26.0%	21.9%
Herstellkosten des Umsatzes	-284.9	-253.7	-208.7	-187.9	-176.2	-174.8	-179.7
in % des Umsatzes	92.1%	90.7%	90.2%	86.7%	90.7%	86.9%	86.3%
Bruttogewinn	24.4	26.0	22.6	27.4	18.1	26.3	28.6
in % des Umsatzes	7.9%	9.3%	9.8%	12.6%	9.3%	13.1%	13.7%
Betriebsaufwand	-12.7	-11.3	-10.7	-8.6	-8.9	-8.4	-8.2
in % des Umsatzes	4.1%	4.1%	4.6%	4.0%	4.6%	4.2%	3.9%
EBITDA	11.7	14.7	11.9	18.8	9.2	17.9	20.4
in % des Umsatzes	3.8%	5.2%	5.1%	8.7%	4.7%	8.9%	9.8%
Abschreibungen/Amortisationen	-19.8	-13.9	-10.1	-9.9	-8.6	-8.9	-9.0
EBIT vor Restrukturierung	-8.1	0.7	1.8	8.9	0.6	9.0	11.4
in % des Umsatzes	2.6%	0.3%	0.8%	4.1%	0.3%	4.5%	5.5%
Restrukturierungskosten/ -erträge	-80.4	-2.5	-1.5	-3.1	1.8	0.0	0.0
EBIT nach Restrukturierung	-88.5	3.2	3.2	5.9	2.4	9.0	11.4
in % des Umsatzes	-28.6%	1.1%	1.4%	2.7%	1.2%	4.5%	5.5%
Finanzergebnis	-2.3	-2.1	-1.6	-1.0	-0.6	-0.5	-0.4
Fremdwährungsdifferenzen	0.2	-0.6	0.3	-0.5	-1.1	-0.2	-0.1
Gewinn vor Steuern	-90.7	0.4	1.9	4.4	0.7	8.3	10.9
Veränderung in %	-5260.0%	-100.5%	358.0%	132.4%	-83.7%	1060.1%	32.0%
Steuern	-1.4	-1.6	-1.5	-2.5	-0.3	-2.9	-3.5
Steuerrate	-1.6%	401.0%	79.3%	57.4%	45.4%	35.0%	32.0%
Reingewinn	-92.1	-1.2	0.4	1.8	0.5	5.4	7.4
Veränderung in %	5024.4%	-98.7%	-131.5%	373.3%	-73.9%	1018.5%	38.1%
in % des Umsatzes	-29.8%	-0.4%	0.2%	0.8%	0.2%	2.7%	3.6%
ROE	-61.4%	-0.8%	0.4%	1.7%	0.5%	5.2%	6.9%
ROIC	-46.0%	-4.1%	0.4%	1.6%	0.9%	3.8%	4.9%
<b>Geldflussrechnung</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Operativer Cashflow	19.8	14.5	23.5	13.2	4.4	12.6	14.2
in % des Nettoumsatzes	6.4%	5.2%	10.2%	6.1%	2.3%	6.3%	6.8%
CAPEX	-19.5	-6.5	-6.9	-13.4	-12.1	-13.2	-11.2
Operativer FCF	0.3	8.1	16.6	-0.2	-7.6	-0.6	3.0
<b>Bilanz</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Bilanzsumme	260.2	248.0	232.5	204.3	201.7	207.1	213.6
Eigenkapital	197.9	100.8	107.8	107.9	102.1	105.2	110.4
Eigenkapitalquote	76.0%	40.7%	46.3%	52.8%	50.6%	50.8%	51.7%
Nettoverschuldung	25.9	18.0	-3.5	-3.1	1.4	5.3	2.1
Gearing	13.1%	17.9%	-3.3%	-2.9%	1.4%	5.0%	1.9%
<b>Kennzahlen je Na. in CHF</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Gewinn	-131.83	-1.76	0.55	2.48	0.65	7.21	10.00
Eigenkapital	145.8	143.4	145.8	144.8	137.0	141.3	148.2
Dividende	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Payout Ratio	0.0%	-170.5%	545.5%	121.0%	461.5%	41.6%	30.0%
Ausschüttungsrendite	-84.0%	-1.1%	0.2%	1.0%	0.3%		
Total Shareholder Return	-28.0%	1.9%	44.6%	8.9%	8.7%		
<b>Bewertung</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
Preis/Buchwert					2.3x	2.3x	2.2x
Kurs/Gewinn					490.8x	44.3x	31.9x
EV/Umsatz					1.3x	1.2x	1.2x
EV/EBITDA					26.8x	13.7x	12.0x

**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.