

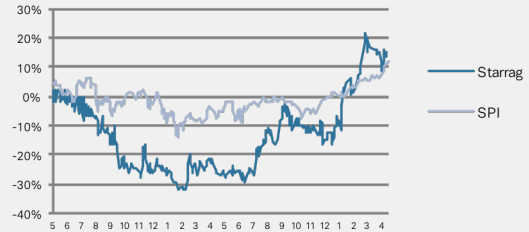


8.5.2017
Hans Tagmann
hans.tagmann@nebenwerte.ch

Kurs: CHF 66.75
52 Wochen Hoch: CHF 73.20
52 Wochen Tief: CHF 42.35

3 360 000 Na. CHF 8.50 nom.
Symbol: STGN
Valor: 236 106

Börsenwert: CHF 224.3 Mio
Grösste Aktionäre: Walter Fust (53.8%),
Eduard Stürm (9.7%), Max Rössler (5.3%)



Starrag: auf Wachstumskurs

Durchzogenes Ergebnis

Der von Starrag vorgelegte Jahresabschluss 2016 reflektiert zum einen die unbefriedigende Rentabilität der Gruppe. Demgegenüber zeigt ein rekordhoher Auftragseingang, dass die Wachstumsinitiativen greifen. Der Werkzeugmaschinenhersteller erzielte ein Umsatzwachstum von 2.2% auf CHF 371.6 Mio, davon 0.9% währungsbedingt. Treiber war der strategisch bedeutende Endmarkt Aerospace. Negativ wirkte sich die schwächere Investitionsneigung in der Luxus- und Uhrenindustrie aus. Die Profitabilität erlitt auf EBIT-Stufe einen Einbruch um 49.8% auf CHF 7.4 Mio und die EBIT-Marge halbierte sich auf 2.0%. Hauptgrund war der veränderte Produktmix, mit höheren Zukauf- und geringeren Wertschöpfungsanteilen, was einen Anstieg des Materialkostenanteils um 3.5% auf 58.3% bewirkte. Zudem belasteten punktuelle Kostenüberschreitungen in der Produktion mit rund CHF 3 Mio das Betriebsergebnis. In Folge lag der Reingewinn mit CHF 4.6 Mio um 51.8% unter dem Vorjahreswert. Eine unverändert solide Bilanz (EK-Quote 53.4%, Nettoverschuldung/EBITDA 1.0x) sorgt weiterhin für finanzielle Unabhängigkeit und operativen Spielraum.

Prall gefüllte Auftragsbücher

Starrag hat in der 2015 gestarteten Fokussierungsstrategie die Vertriebsorganisation und das Produktportfolio konsequent auf wachstums- und renditestarke Marktsegmente und Regionen ausgerichtet. Die ergriffenen Massnahmen entfalteten eine überraschend starke Wirkung. In Asien kletterte der Auftragseingang um 66% auf CHF 174 Mio und in den USA gar um 216% auf CHF 101 Mio. Ursache sind v.a. substanzielle Investitionen in die Vertriebskraft in diesen Regionen und zwei Grossaufträge aus den USA. Einschliesslich Europa (CHF 205 Mio +5%) erreichten die Neuaufträge den Rekordwert von CHF 480 Mio (+44%). Der Auftragsbestand stieg auf CHF 347 Mio (+35%), was gut einem Jahresumsatz bei den Neumaschinen entspricht. Besonders erfreulich entwickelte sich der adressierte Endmarkt Aerospace (CHF 200 Mio +72%), auf dem Starrag mit einer Bestellung von Orizon für sechs Hochge-

schwindigkeits-Bearbeitungszentren den Durchbruch in der US-Luftfahrtindustrie erzielte. Auch dem Bereich Industrial (CHF 194 Mio +36%) ist dank einem Referenzprojekt im mittleren zweistelligen Millionenbereich ein grosser Schritt nach vorn gelungen. In China wird weiterhin in Dampfkraftwerke investiert, wovon der kleinere Bereich Energie (CHF 50 Mio +72%) profitierte. Dagegen machte sich die gesunkene Investitionsbereitschaft in der Landwirtschaft und im Strassenbau bei Transportation (CHF 36 Mio -20%) bemerkbar.

Geglückter Jahresauftakt

VR-Präsident Frutig informierte anlässlich der GV vom 28. April, dass die Ergebnisse der ersten vier Monate über den Planzahlen liegen. Zudem wurden die mittelfristigen Ziele, mit jährlich 5.0% Umsatzwachstum und einer EBIT-Marge von 8.0% (CAGR), bestätigt. Das hervorragende Book-to-Bill Ratio von 1.29x (Vj. 0.92x), die technologische Spitzenstellung und die strategische Positionierung auf dynamischen Märkten zeigen, dass Starrag sich auf Kurs befindet, um das angestrebte Wachstumsziel zu erreichen. Sportlicher erscheint uns die anvisierte Profitabilität. Mit Blick auf die Branchen-Benchmarks Okuma (EBIT-Marge 2016: 11.8%), DMG Mori (7.0% adj.) und Hermle (25.3%) halten wir diese aber für durchaus realistisch. In diesem Jahr geht es vor allem darum, die hohen Auftragspolster operativ profitabel abzuwickeln. Hierzu wurden im Projektmanagement effiziente Strukturen und personelle Voraussetzungen geschaffen sowie Massnahmen zur Kostensenkung getroffen. Helfen dürfte auch die gute Margenqualität im Backlog, die gemäss Management um einiges besser als im Vorjahr ausgefallen ist. Nicht zu unterschätzen sind auch die Skaleneffekte, die bei steigenden Volumen überproportional zur Margenexpansion beitragen. 2018 könnte das erste Jahr seit 2009 sein, in dem die Gruppe bei der Profitabilität die Marke von 6.0% übertrifft. Auf Basis des P/E 18e von 10.6x und des EV/EBITDA von 6.2x ist die Aktie im historischen Kontext vorteilhaft bewertet.

Kennzahlen CHF Mio	2016	2017e	2018e
Umsatz	371.6	417.6	446.3
Veränderung	2.2%	12.4%	6.9%
EBIT	7.4	23.2	29.2
Marge	2.0%	5.6%	6.5%
Reingewinn	4.6	16.6	21.3
Veränderung	-51.8%	261.1%	28.5%
Eigenkapital	186.8	185.1	201.1
EK-Quote	53.4%	52.4%	53.0%
Nettofinanzschulden	18.7	19.4	13.1

je Aktie / Bewertung	2016	2017e	2018e
Gewinn	1.33	4.90	6.30
Operativer Cashflow	6.49	5.89	7.23
Eigenkapital	55.4	54.8	59.6
Dividende	1.00	2.10	2.70
Payout Ratio	75.2%	42.9%	42.8%
Kurs/Gewinn	50.2x	13.6x	10.6x
Preis/Buchwert	1.21x	1.22x	1.12x
EV/Umsatz	0.66x	0.59x	0.54x
EV/EBITDA	12.5x	7.6x	6.2x

Starrag

Erfolgsrechnung in Mio CHF	2012	2013	2014	2015	2016	2017e*	2018e
Umsatz	384.0	390.7	393.2	363.7	371.6	417.6	446.3
Veränderung	10.2%	1.7%	0.6%	-7.5%	2.2%	12.4%	6.9%
Neumaschinen	293.3	296.7	301.1	277.1	285.5	330.5	356.9
Veränderung	8.4%	1.1%	1.5%	-8.0%	3.0%	15.7%	8.0%
Kundendienst	90.7	94.0	92.1	86.6	86.1	87.1	89.4
Veränderung	8.1%	3.7%	-2.0%	-5.9%	-0.6%	1.2%	2.6%
Materialaufwand/Bestandesänderung	-162.7	-156.6	-162.0	-152.0	-166.5	-182.3	-192.1
Bruttogewinn	221.3	234.1	231.2	211.8	205.1	235.3	254.2
in % des Umsatzes	57.6%	59.9%	58.8%	58.2%	55.2%	56.3%	57.0%
Betriebsaufwand	-186.9	-201.7	-198.0	-184.7	-185.5	-202.8	-215.6
in % des Umsatzes	48.7%	51.6%	50.4%	50.8%	49.9%	48.6%	48.3%
EBITDA	34.4	32.4	33.2	27.1	19.6	32.5	38.6
in % des Umsatzes	9.0%	8.3%	8.4%	7.4%	5.3%	7.8%	8.6%
Abschreibungen	-13.3	-13.4	-14.0	-12.4	-12.3	-9.3	-9.4
EBIT	21.1	19.0	19.1	14.7	7.4	23.2	29.2
in % des Umsatzes	5.5%	4.9%	4.9%	4.0%	2.0%	5.6%	6.5%
Nettofinanzergebnis	-2.5	-1.0	-0.9	-2.8	-1.5	-2.0	-2.0
Gewinn vor Steuern	18.5	18.0	18.2	11.9	5.9	21.2	27.2
Ertragssteuern	-5.6	-4.5	-3.8	-2.4	-1.3	-4.6	-5.9
Steuerquote	30.0%	25.2%	20.7%	19.9%	21.7%	21.8%	21.7%
Reingewinn Gruppe	13.0	13.5	14.4	9.5	4.6	16.6	21.3
Veränderung in %	19.6%	3.9%	7.0%	-33.9%	-51.8%	261.1%	28.5%
ROE	7.3%	7.3%	7.5%	4.9%	2.5%	8.9%	11.0%
Anteil Minderheiten	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Reingewinn Aktionäre	12.8	13.3	14.3	9.4	4.5	16.5	21.2
Geldflussrechnung	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Operativer Cashflow	24.9	8.8	7.3	11.0	21.8	19.8	24.3
Veränderung in %	30.2%	-64.8%	-16.3%	49.6%	98.7%	-9.3%	22.7%
in % des Umsatzes	6.5%	2.2%	1.9%	3.0%	5.9%	4.7%	5.4%
Investitionen Sachanlagen	-15.0	-12.1	-14.8	-22.8	-19.7	-17.1	-12.5
Operativer FCF	9.9	-3.4	-7.5	-11.9	2.1	2.7	11.8
Bilanz	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Bilanzsumme	347.2	348.7	356.3	341.5	349.6	353.2	379.2
Eigenkapital	183.6	193.6	195.9	186.1	186.8	185.1	201.1
Eigenkapitalquote	52.9%	55.5%	55.0%	54.5%	53.4%	52.4%	53.0%
Nettofinanzschulden	-24.9	-16.1	-2.4	15.9	18.7	19.4	13.1
Nettofinanzschulden/EBITDA	-0.7x	-0.5x	-0.1x	0.6x	1.0x	0.6x	0.3x
Gearing	-13.6%	-8.3%	-1.2%	8.6%	10.0%	10.5%	6.5%
Kennzahlen je Aktie CHF	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Gewinn	3.81	3.97	4.26	2.78	1.33	4.90	6.30
Operativer Cashflow	7.42	2.61	2.18	3.27	6.49	5.89	7.23
Eigenkapital	54.4	57.3	58.0	55.1	55.4	54.8	59.6
Dividende	1.80	1.80	1.80	1.20	1.00	2.10	2.70
Payout Ratio							
Bewertung	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e
Kurs/Gewinn					50.2x	13.6x	10.6x
Preis/Buchwert					1.21x	1.22x	1.12x
EV/Umsatz					0.66x	0.59x	0.54x
EV/EBITDA					12.5x	7.6x	6.2x
Dividendenrendite					1.5%	3.1%	4.0%
Gewinn/Börsenkapitalisierung					2.0%	7.3%	9.4%

*Umstellung von IFRS auf Swiss GAAP FER

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.