

Cendres+Métaux Holding SA

Einschätzung

- Der Strukturwandel in den von C+M bearbeiteten Industrien, das Aufkommen neuer Technologien und demografische Trends sowie ein verschärfter Wettbewerb haben zu einer Strategieänderung und dem forcierten Auf- und Ausbau der Dental- und Medizintechniksparte geführt.
- Die Schaffung einer Holdingstruktur soll zu effizienten operativen Einheiten führen. „Medtech“ trägt rund zwei Drittel zum Geschäftsvolumen bei, „Luxury + Industry“ den Rest. Zukünftig wird Diavantis die dritte Division bilden.
- Die innovative Dialyse-Lösung Vivax Liva soll in das Spin-off Diavantis übertragen werden. Die C+M-Aktionäre können sich an der Tochtergesellschaft beteiligen.
- Seit dem Geschäftsjahr 2011/12 ist der Umsatz von 357.5 Mio. CHF kontinuierlich auf 123 Mio. CHF im Geschäftsjahr 2016/17 zurückgegangen. Der schwache Goldpreis nach 2011 sowie die Frankenstärke 2015/16 haben daran wesentlichen Anteil, aber auch Veränderungen in der Nachfragestruktur.
- Durch Innovationen und Kostensenkungen sowie durch Arrondierungsakquisitionen wurde gegengesteuert mit dem Ziel, zum Vollanbieter zu werden. Im letzten Geschäftsjahr musste dennoch erstmals ein Reinverlust von 1.4 Mio. CHF ausgewiesen werden. Die im Vorjahr um 40 CHF auf 180 CHF gekürzte Dividende wurde aufrechterhalten und aus den Reserven bestritten.
- **Das Geschäftsjahr 2017/18 wird ein 15 Monate dauerndes Langgeschäfts-jahr, auch um sich den Gepflogenheiten der Kunden und der Finanzmärkte anzupassen. Trotz der positiven Signale von den Märkten und wieder steigenden Umsätzen und Marktanteilen wird es allerdings ein langer Weg hin zu alten Umsatz- und Gewinnmarken sein. Die Aktie hat indes ihre Tiefs unter 6'000 CHF deutlich hinter sich gelassen und antizipiert vorsichtig einen gelingenden Turnaround.**

Datum: 05.04.2018

Branche: Industrie
 Autor: Karim Serrar / Björn Zern
 Zern & Partner GmbH

Aktie (Namen à 100 CHF)

Aktienkurs bez. (03.04.18): **8'000.00**
 Valor: **157.936**
 Anzahl Aktien: **14'000**
 Marktkapitalisierung: **112.0 Mio. CHF**
 Aktionariat: **7 Grossaktionäre, weitere 260 Kleinaktionäre**

Kennzahlen je Namenaktie in CHF

	2016/17	2015/16
Kurs (aktuell / 30.09.16)	8'000.0	6'150.0
Reingewinn	-99.9	228.3
Ausgew. Buchwert	3'355.6	3'700.6
Dividende/Ausschüttung	180.0	180.0
KGV	n/a	26.9
KBV	2.4	1.7
Div.-Rendite in %	2.3	2.9

Kursentwicklung



Termine

n. bek. **Generalversammlung**

Kontakt

Cendres+Métaux SA
 Rue de Boujean 122
 CH-2501 Biel/Bienne
 Tel. +41 58 360 20 00
 Fax +41 58 360 20 10
 www.cmsa.ch

VRP: Marco Zingg
 CEO: Arne-Christian Faisst
 CFO: Ralf Novacek

Unternehmenszahlen (per 30.9.)

(in Mio. CHF)

	2016/17	2015/16	2014/15
Umsatz	123.0	127.1	141.9
Umsatzwachstum in %	-3.3	-10.5	-12.5
EBITDA	-1.8	12.0	12.2
EBITDA-Marge in %	-1.5	9.4	8.6
EBIT	-25.6	3.5	6.3
EBIT-Marge in %	-20.8	2.8	4.4
Reingewinn	-1.4	3.2	4.0
Reingewinn-Wachstum in %	n/a	-21.0	-38.0
Ausgew. Eigenkapital	47.0	51.8	52.2
EK-Quote in %	20.1	20.9	21.1

Quelle: Geschäftsberichte 2015/16, 2016/17

Unternehmensportrait

Die traditionell in der Verarbeitung von Edelmetallen tätige Cendres+Métaux Holding SA (C+M) blickt auf eine über 130-jährige Geschichte zurück. Die 1885 von Louis Aufranc gegründete Edelmetallschmelze fusionierte 1924 mit Wettbewerber Zanelli zur Cendres+Métaux Aktiengesellschaft. Die Namensgebung „Aschen und Metalle“ weist auf die Tätigkeit in der Metallurgie hin. Damals verstand sich das Unternehmen als Material-Zulieferer der Schweizer Uhren- und Schmuckindustrie.

In den letzten Jahren hat vor allem die Schmuckindustrie als wichtiges Kundensegment für die Cendres+Métaux SA wegen des Strukturwandels in der globalen Luxusgüterindustrie stetig an Bedeutung verloren. Auch in der weiterhin wichtigen Uhrenzulieferbranche war die Cendres+Métaux SA aufgrund der immer komplexer werdenden Wertschöpfungsketten gezwungen, sich vom reinen Materiallieferant in einen Komplettanbieter zu wandeln. Mit der Übernahme von Momo Plus, einem Hersteller eines modularen mechanischen Uhrwerks, sowie der zuletzt bekanntgegebenen Kooperation mit dem dänischen, auf Oberflächenveredlung von Titan und Edelstahl spezialisierten Expanite, hat das neue Management auf diese Entwicklung reagiert. Mittlerweile ist die C+M in der Lage ihre Kunden in der Branche über die ganze Herstellung bis zur fertigen Montage von Uhren zu unterstützen. Seit August 2017 scheint diese Strategie nun auch aufzugehen, die Geschäftsleitung berichtete zuletzt über einen Umsatzanstieg des Segments Uhren um 25%.

In den Vorjahren hatte C+M zunächst weiter in die Dental-, dann in die Medizintechnik diversifiziert und dort ebenfalls den Wandel von einem reinen Zulieferer hin zu einer voll integrierten Medizinaltechnikfirma eingeleitet. Schliesslich wurden die Geschäftsbereiche «Dental» und «Medtech» zusammengefasst. Zum Gesamtumsatz der Gruppe steuert CM Medtech nun zwei Drittel bei. Der Medizintechnikbereich hat stetig an Bedeutung gewonnen. Zwei Drittel der Medtech-Umsätze wiederum werden im Ausland erzielt. Da im Medizinalbereich die Internationalisierung der Märkte bereits weit fortgeschritten ist und Innovationen schnell akzeptiert werden, liegen hier auch die Chancen zu einer nachhaltigen Expansion für C+M.

Die CM Medtech besteht aus verschiedenen Tätigkeitsfeldern. Im Geschäftsfeld «Dental Prosthetics» entwickelt, produziert und vertreibt C+M Produkte unter eigenem Namen für Zahntechniker und Zahnärzte. Die Produkte werden über ein globales Vertriebsnetz direkt verkauft. CM Medtech unterhält dazu Tochtergesellschaften in Europa und Asien und deckt den Rest der Welt mit teilweise langjährigen lokalen Vertriebspartnern ab. Zu den traditionellen Leistungen gehören nach wie vor Legierungen, aus denen in zahntechnischen Laboren Kronen und Brücken gefertigt werden, und mikromechanische Präzisionsteile.

Im Rahmen der strategischen Neuausrichtung wurde 2016 ein intensives Innovationsmanagement eingerichtet, um die bisherigen Werkstofflieferungen in kundenorientierte Lösungsangebote integrieren zu können. Dieser Innovationsprozess zeigt nun erstmals Wirkung; etliche neue Produkte stehen kurz vor der Zulassung. In der sogenannten «esthetic.line» werden nun zum Beispiel rund um das vom

«In den letzten Jahren hat vor allem die Schmuckindustrie, als wichtiges Kundensegment für die Cendres+Métaux SA stetig an Bedeutung verloren.»

«Der Medizintechnikbereich hat fortlaufend an Stellenwert gewonnen.»

«Im Rahmen der Neuausrichtung wurde 2016 ein intensives Innovationsmanagement eingerichtet.»

Unternehmen selbst entwickelte Hochleistungspolymer «Pekkton» von der Verankerung bis zum keramischen Aufbau alle Produkte von CM aus einer Hand angeboten. Der Trend bei den Konsumenten geht schon geraume Zeit in Richtung Keramik, vor allem im sichtbaren Bereich. In der «prosthetic.line» wurde neben dem bereits 2016 lancierten «CM LOC» durch den Zukauf der innovativen Produktlinie Abutments4Life die Grundlage für ein eigenständiges Portfolio an Abutments, dem Verbindungselement zwischen dem Implantat und der Zahnkrone, gelegt. Zum Geschäftsfeld Dental gehören ebenfalls die Aktivitäten des Bereiches «Dental Implants» Hier ist CM Medtech als Lieferant bekannter schweizer und internationaler Hersteller der Zahnimplantologie tätig. Das Bieler Unternehmen übernimmt als Outsourcing-Partner die Produktion, die Dokumentation und die gesamte Logistik (inklusive Verpackung unter Reinraumbedingungen und Etikettierung). Durch die strategische Öffnung hin zur Herstellung auch von Titanimplantaten hat dieser Geschäftsbereich im letzten Jahr ein überproportionales Wachstum von über 30% erzielt. Mit mehr als 1.2 Mio. hergestellten Implantaten gehört die CM Medtech mittlerweile zu den weltweit führenden Zulieferern von Dentalimplantaten.

Im Bereich «Medical Devices» ist CM Medtech als Zulieferer für Implantate und Lösungen der Zulassungsklasse 3 für internationale Firmen tätig. In den letzten Jahren hat sich ein Schwerpunkt im Bereich Mittelohrimplantate gebildet, es werden aber auch Komponenten für Herzklappen und Produkte für die Neurologie und Traumatologie produziert. Eine besondere Kompetenz liegt in der Oberflächenbearbeitung von Implantaten, um deren Abstossung zu vermeiden. Auch hier bietet CM Medtech mittlerweile seinen Partnern erfolgreich Leistungen über die gesamte Wertschöpfungskette von der Herstellung über die Dokumentation, Validierung, Verpackung und Logistik an.

Im Rahmen von Forschungsprojekten arbeitet C+M auch daran, weitere innovative eigene Produkte zu entwickeln. Ein Hoffnungsträger und auch ein erster vielversprechender Durchbruch mit hohem Umsatzpotenzial ist der „Bone-Anchored-Port“ (BAP) für die Hämodialyse. Diabetiker müssen bei dieser Lösung, eine Schädelbohrung hinter dem Ohr, die einen sterilen Zugang bietet, nicht mehr die unkomfortablen langen Prozeduren der herkömmlichen Dialyse auf sich nehmen, sondern können diese ohne Stechen und Katheder auch im eigenen Heim durchführen. Die Patienten gewinnen deutlich an Lebensqualität. Gleichzeitig werden die Kosten für das Gesundheitssystem stark reduziert. Im Jahr 2016 wurde die gesamte Dokumentation für die klinische Studie überarbeitet. Seither konnten in der ersten klinischen Studienphase im Berner Inselspital fünf Patienten erfolgreich implantiert und versorgt werden. In der zweiten klinischen Phase folgen nun Studien an weiteren sechs Kliniken. Der BAP wird unter dem Produktnamen Vivaxs Liva nach erfolgter Zertifizierung und Finanzierung durch die neu geschaffene Einheit Diavantis wohl frühestens 2020 am Markt sein.

In der Division«CM Luxury + Industry» (ehemals Jewellery, Watches, Refining) hat sich C+M mittlerweile ganz auf den Uhrenzulieferbereich fokussiert. Die Schmuckproduktion, die im Auftrag namhafter Marken erfolgte, wurde 2016 aufgegeben. Als Folge waren bei C+M Kostensenkungen, die Einstellung von Geschäftseinheiten und auch Entlassungen nicht zu vermeiden, nicht zuletzt um die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens und damit auch die meisten

«Hier ist CM Medtech als Lieferant bekannter schweizer und internationaler Hersteller der Zahnimplantologie tätig.»

«Ein Hoffnungsträger mit langfristig hohem Umsatzpotenzial ist der Bone-Anchored-Port für die Hämodialyse.»

«In der Division Luxury + Industry hat sich C+M mittlerweile ganz auf den Uhrenzulieferbereich fokussiert.»

Arbeitsplätze zu erhalten. Im Gegenzug wurde das Leistungsangebot für die Uhrenhersteller durch Anpassungen in der Produktion und einige Zukäufe wesentlich erweitert und an den Bedürfnissen der Kunden ausgerichtet und richtet sich heute nicht mehr ausschliesslich an das schrumpfende Segment der hochpreisigen Luxusuhren. Heute zählen daher vor allem Uhrenhersteller zu den Abnehmern von Schwungmassen, die Automatikuhren antreiben, und weiterer Uhrenkomponenten. Schliesslich ist in dieser Sparte auch das ehemalige Kerngeschäft, das Schmelzen und Scheiden von Edelmetallen (Refining), angesiedelt. Die Währungsentwicklung hat sich nach 2011 sehr nachteilig für C+M ausgewirkt, da Hersteller und Schmelzunternehmen ausserhalb der Schweiz günstiger anbieten konnten und Marktanteile hinzugewonnen haben. Trotz und wegen der mittlerweile wieder abgeschwächten Frankenstärke konnten der VR und die neue Geschäftsleitung mit den Gegenmassnahmen erreichen, dass keine Kunden dauerhaft abgewandert sind. Die Geschäftsjahre seit 2012 waren durch die starken Preisrückgänge bei den Edelmetallen geprägt. Dieser Preisverfall drückte auf die Margen und liess die Umsätze sukzessive schrumpfen. Zu beachten ist hierbei, dass es branchenüblich ist, die Preise für Kunden in zwei Komponenten zu zerlegen. Der Materialpreis, also Gold oder Platin, für ein Uhrenbestandteil oder eine Krone wird fixiert. Unabhängig von dessen Höhe berechnet C+M entsprechend dem Aufwand die eigene Leistung, weshalb die eigentliche Messgrösse nicht der Umsatz ist, sondern die Bruttowertschöpfung.

Eine weitere Herausforderung besteht darin, dass sowohl bei Uhren als auch im Dental- und Medtechbereich neue Werkstoffe und Verfahren auf dem breiten Vormarsch sind. Edelmetalle werden immer stärker durch andere Werkstoffe wie Keramik, Kunststoffe oder Titan und Stahl ersetzt. Durch die intensive Ausrichtung auf die Entwicklung eigener neuer Produkte, Übernahmen und Kooperationen ist C+M daher nun in beiden Bereichen Schritt für Schritt zum Vollenbieter geworden.

In den letzten Jahren war das Unternehmen daher mit der Implementierung der neuen Strategie beschäftigt. Nun sollen auch organisatorische Veränderungen diesen Prozess abschliessen. Nach Schaffung einer Holdingstruktur wird es zwei operative Einheiten geben: Medtech und Luxury + Industry. Eine dritte Einheit soll, Erfolg bei Entwicklung, Finanzierung, Zulassung und Markteinführung vorausgesetzt, dann Diavantis werden.

Markt & Wettbewerb

Während der mittel- und langfristige Wachstumstrend in den relevanten Bereichen der Luxusgüter und im Dental- und Medizintechnikbereich noch bis 2014 weitgehend intakt war, haben die seitdem aufgetretenen geopolitischen Verwerfungen, der rapide technologische Wandel und grundlegend veränderte Konsumgewohnheiten die Märkte von C+M einem beschleunigten Wandel unterworfen. Im Schmuckbereich sind aus Währungsgründen viele internationale Kunden verloren gegangen. Luxusuhren haben nicht mehr den alten Stellenwert. Uhren sind heute ein modisches Accessoire.

Smart Watches, wie die Apple Watch, erfreuen sich wachsender Beliebtheit und steigender Nachfrage. Am Bestellvolumen gemessen wurden 2017 erstmals mehr

«Heute zählen vor allem Uhrenhersteller zu den Abnehmern von Schwungmassen und weiteren Uhrenkomponenten.»

«In den letzten Jahren war das Unternehmen mit der Implementierung der neuen Strategie beschäftigt.»

Apple-Uhren ausgeliefert als Schweizer Uhren.

Zudem nahm der expandierende Tourismus aus Asien nach 2015 zunächst rapide ab. Schweizer Uhren der Luxusklasse waren die bei Asiaten beliebtesten Kaufobjekte bei den Shopping-Touren. Aber auch in Asien selbst hatte die Nachfrage nach Luxusgütern einen vorübergehenden Dämpfer erhalten. Inzwischen haben sich Tourismus und Luxusgüternachfrage wieder kräftig erholt. Tatsächlich waren die von der Schweizer Uhrenindustrie angestimmten Klagen übertrieben. Der Wert der Exporte lag zuletzt mit 19.4 Mrd. CHF und 19.9 Mrd. CHF fast auf Rekordniveau, was allerdings viele Lagerverkäufe beinhaltet. Etwa seit Mai 2017 führt der zunehmend synchrone Aufschwung der Weltwirtschaft zu höherer Nachfrage bei Schweizer Uhren aus Frankreich, Italien, UK und Deutschland. Seit Herbst 2017 nimmt der Bestelleingang aus Hongkong und China wieder stark zu und erreichte zuletzt Rekordwerte. Im Januar 2018 gingen Bestellungen im Wert von über 400 Mio. CHF, 25.9% des Gesamtbestellwertes, aus diesen beiden Ländern ein. Aus globalen Studien ist bekannt, dass chinesische Käufer auf Auslandsreisen etwa gleich viele Schweizer Uhren wie im Inland kaufen. Daraus lässt sich ein kräftiger Nachfrageschub für die Uhrenindustrie in der Schweiz und C+M ablesen.

Abb. 1: Bestelleingänge nach Ländern (Januar 2018)

Countries	Mil. of CHF	Change	Share
Hong Kong	242.2	+21.3%	15.0%
China	176.8	+44.3%	10.9%
USA	163.1	-1.9%	10.1%
United Kingdom	91.6	+4.6%	5.7%
Japan	89.3	+12.9%	5.5%
Germany	84.3	-4.1%	5.2%
Total 6 countries	847.3	+14.1%	52.3%

Quelle: Verband der Schweizerischen Uhrenindustrie FH

In den USA, dem weltgrössten Markt für Luxusgüter und Health-Care Produkte, fallen die Wechselkursveränderungen weniger ins Gewicht, da der USD und der Franken stark korrelieren. Zudem lag das Wirtschaftswachstum in den vergangenen Jahren in den USA deutlich über dem in Europa. Seit 2017 belebt sich jedoch die Konjunktur in Europa wieder. Bislang liegt der Umsatzschwerpunkt von C+M in der Schweiz und den Nachbarländern in der EU und wurde seit 2016 sehr erfolgreich auf Asien ausgedehnt. Auf die USA entfallen allerdings bisher weniger als 10%. Dort ist der Markteintritt für europäische Unternehmen nicht einfach, doch mit innovativen Produkten der Medizintechnik, die einen echten medizinischen Bedarf decken und Kostensenkungen für das Gesundheitssystem bringen, sind die Chancen durchaus gut. Die bevorstehende Zulassung etlicher Produkte der CM Medtech lässt hier eine interessante geografische Erweiterung der Geschäftstätigkeit erwarten.

Im Dentalbereich sollte C+M von den Eigenentwicklungen und der Ausrichtung auf integrierte Lösungen für Zahntechniker und Zahnärzte profitieren. Wichtige Zulassungen werden in naher Zukunft erwartet und können ohne Verzögerung in die existierenden Vertriebskanäle eingeführt werden. Auch das Zuliefergeschäft wird weiterhin vom Mengenwachstum der Auftraggeber wie Straumann profitieren. Straumann übertraf die eigenen Erwartungen von 15% Umsatzwachstum in 2017

«Tatsächlich waren die von der Schweizer Uhrenindustrie angestimmten Klagen übertrieben.»

«Der Markt für Implantate weist zweistellige Wachstumsraten auf.»

deutlich und hat zahlreiche internationale Übernahmen getätigt. Durch die Erweiterung des Angebotes auf die Herstellung auch von Titanimplantaten konnte die Position für C+M langfristig besser gesichert werden. Da in diesem Markt immer grössere Marktanteile im Zahnersatz auf nicht-edelmetallhaltige und kostengünstigere Lösungen entfallen. Zugleich führen die immer weiter steigenden Anforderungen an die regulatorische Dokumentation zu einem Wettbewerbsvorteil gegenüber kleineren Zulieferern, die dieses komplexe System nicht ohne weiteres bereitstellen können. Der Markt für Implantate weist zweistellige Wachstumsraten auf. Dennoch kommt es auch in diesem Markt auf Innovationsführerschaft und Wettbewerbsfähigkeit an. In aller Regel teilen sich einige wenige Anbieter die jeweiligen Teilmärkte für orthopädische, neurologische oder kardiologische Anwendungen. Die Märkte sind meist so strukturiert, dass die Systemanbieter wiederum auf einige wenige Zulieferer von Komponenten zurückgreifen. Nur die Spitzen der Nahrungskette wie Medtronic, J&J und Straumann kommen auf gute Margen und eine hohe Kapitalrentabilität. Andererseits revolutionieren innovative wissenschafts- und technologiegetriebene junge Unternehmen immer wieder ganze Industriezweige. Der Trend zur zunehmenden Konzentration ist jedoch kaum zu übersehen. Mit den eingeleiteten strategischen Massnahmen hat sich CM Medtech nun als one-stop-shop Partner für diese globalen Partner positionieren können

Auch nach der jüngsten Reorganisation im Rahmen der Schaffung einer Holdingsstruktur in zunächst zwei operative Divisionen, Medtech sowie Luxury + Industry, bleibt C+M diversifiziert. Im Uhrenbereich besteht eine etablierte Beziehung zu den weltweit dominierenden Schweizer Herstellern. Mit den diversen Übernahmen und Kooperationen wurde die Wettbewerbsposition sukzessive verbessert. Die anhaltend schwierige Situation im Schmuckbereich hat dagegen zu einem weitgehenden Rückzug von C+M geführt, da sich mangels nachhaltiger Wettbewerbsvorteile weitere Verluste abzeichneten. Im Bereich Refining ist C+M ein kleiner Wettbewerber unter Branchengrössen wie Metalor Argor-Heraeus und PAMP. Die Margen sind für C+M zwar auskömmlich, aber im gegebenen Wettbewerbsumfeld nur durch Prozessinnovation zu steigern. Daher plant C+M hier zur Zeit eine grosse Investition zur Neueinrichtung der Produktionskette. Zudem ist der Geschäftsgang kleinerer Akteure schwer prognostizierbar und bei lokalen Playern sehr abhängig von Variablen wie aktuellen Altgoldrecycling-Quoten, Preisveränderungen bei Edelmetallen in Landeswährung, Nachfragetrends der Konsumenten. Da kaum Zahlen veröffentlicht werden, bleibt der Refining-Bereich weitgehend intransparent.

Desweiteren gilt es für C+M die Chance mit dem innovativen BAP zu nutzen. Die Fertigungsentwicklung, Zulassung und die klinische Dokumentation will C+M aus eigenen Mitteln und mit Hilfe seiner Aktionäre finanzieren. Die anschliessende Kommerzialisierung soll Diavantis aus Gründen der Risiko- und Kostenbeschränkung mit einem etablierten grösseren Partnerunternehmen durchführen, da ein eigenständiger Aufbau der gesamten Vertriebskette aus heutiger Sicht zu riskant erscheint. Der Markt wächst rapide, nicht nur in den entwickelten Ländern. Allein in China gibt es über 100 Mio. Diabetiker. Auch in Mexiko, Brasilien, Saudi-Arabien und Indien gelten Diabetes und Adipositas, die häufig gemeinsam auftreten, inzwischen als Volkskrankheiten, von denen sogar Kinder betroffen sind.

Im Medtech-Bereich inklusive Dentalgeschäft sind die Wachstumsperspektiven am

«Der Markt für Implantate weist zweistellige Zuwachsraten auf.»

«Für C+M gilt es, die Chancen mit dem innovativen BAP zu nutzen.»

besten. Es war konsequent und richtig die Gesellschaft auf dieses Segment auszurichten und die historische Expertise aus der Metallurgie sowie der Entwicklung von medizinischen Werkstoffen und Produkten im Systemgedanken zu bündeln und damit die Voraussetzungen für einen neuen Wachstumskurs ohne Altlasten zu schaffen.

Geschäftsverlauf

Auch das jüngste Geschäftsjahr 2016/17 brachte noch keine Trendwende in der jahrelangen Serie von rückläufigen Umsätzen. Der Umsatz auf Konzernebene ging um weitere 3.3% auf 123 Mio. CHF zurück. Allerdings schlägt sich auch nieder, dass die Aktivitäten im Schmuckbereich eingestellt wurden. Bei der Division Luxury + Industry sanken die Umsätze um 3 Mio. CHF. Weitere Einflüsse waren die relativ schwächere Nachfrage der Uhrenindustrie zu Beginn des Geschäftsjahres, nachteilige Währungsverhältnisse sowie die gedämpfte Preisentwicklung der Edelmetalle. Im Bereich Medtech belief sich der Umsatzrückgang auf 1.7 Mio. CHF. Die zur Luxury + Industry Division gehörende Firma Cendres+Métaux Microtech AG verzeichnete dagegen ein Umsatzplus von 0.5 Mio. CHF.

Auf der Kostenseite fällt der starke Anstieg der Warenkosten um 14.3 Mio. CHF auf 69.6 Mio. CHF auf. Gleichzeitig gingen die Veränderungen der Warenlager zulasten der Erfolgsrechnung im Vorjahresvergleich um 4.6 Mio. CHF auf 1.2 Mio. CHF zurück. Im Ergebnis führte dies zu einem Rückgang des Bruttoergebnisses um 13.8 Mio. CHF auf 52.1 Mio. CHF. Hierbei zu berücksichtigen sind die zulasten der Bruttomarge des Berichtsjahres 2016/17 verbuchten Wertkorrekturen der Warenlager in Höhe von 4.4 Mio. CHF. Im Vorjahr hingegen war die Bruttomarge gemäss Angaben des Geschäftsberichts durch einen Gewinn auf die Edelmetallbestände in Höhe von 3 Mio. CHF und die Auflösung von Rückstellungen für Wertschwankungen im Umfang von 2.2 Mio. CHF positiv beeinflusst worden. Der effektive Rückgang der Bruttomarge betrug somit 4.3 Mio. CHF auf 56.5 Mio. CHF, was in etwa dem Umsatzminus entspricht.

Die Betriebskosten im Berichtsjahr lagen mit 53.9 Mio. CHF leicht tiefer als im Vorjahr, in dem sie 54.1 Mio. CHF betragen. Der Rückgang geht auf das Konto der um 0.9 Mio. CHF gesunkenen Personalkosten. Im Ergebnis führte dies zu einem Betriebsverlust vor Abschreibungen (EBITDA) von -1.8 Mio. CHF (Vorjahr: +12 Mio. CHF). Die Sachabschreibungen betragen 23.8 Mio. CHF nach 8.4 Mio. CHF. Hierin enthalten sind Sonderabschreibungen von 15.1 Mio. CHF auf Betriebsliegenschaften am Standort Biel, nachdem eine Anpassung an vergleichbare Marktwerte vorgenommen worden war. Den hohen Abschreibungen stehen Auflösungen von Reserven in Höhe von insgesamt 27.3 Mio. CHF gegenüber. Hiervon gehen 20 Mio. CHF auf die Reduktion der Wertschwankungsreserve für die Edelmetallbestände. Im Rahmen einer Neubeurteilung wird nun eine Wertschwankungsreserve zwischen 20% und 30% als ausreichend erachtet. Weiterhin wurden Rückstellungen im Umfang von 7.3 Mio. CHF aufgelöst. Gleichzeitig wurden neue Rückstellungen von 5.3 Mio. CHF gebildet. Insgesamt resultierte ein a.o. positiver Beitrag zugunsten der Erfolgsrechnung in Höhe von 6.9 Mio. CHF. Ein weiterer Sonderfaktor sind die Wertkorrekturen der Warenlager in Biel mit

«Das jüngste Geschäftsjahr 2016/17 brachte noch keine Trendwende in der jahrelangen Serie von rückläufigen Umsätzen.»

minus 3.2 Mio. CHF und in den Filialen mit minus 1.2 Mio. CHF. Nach Abzug dieser Kosten lag der positive Effekt der Sonderfaktoren bei netto 2.7 Mio. CHF. Für das Berichtsjahr musste CMSA einen Betriebsverlust von 25.6 Mio. CHF nach einem positiven EBIT von 3.5 Mio. CHF im Vorjahr ausweisen. Positiv auf das Reinergebnis wirkten sich die a.o. Faktoren von 23.9 Mio. CHF nach 0.8 Mio. CHF im Vorjahr aus. Dennoch musste CMSA unter dem Strich einen Reinverlust von 1.4 Mio. CHF nach einem Vorjahresgewinn von 3.2 Mio. CHF ausweisen. Die Aktionäre haben trotz des Verlustausweises eine gegenüber dem Vorjahr unveränderte Dividende in Höhe von 180 CHF pro Aktie erhalten, die aus den Reserven ausgeschüttet wurde.

Der nun abgeschlossene Restrukturierungskurs forderte seit Jahren einen hohen Tribut. Im Geschäftsjahr 2016/17 musste nun sogar erstmals ein Verlust ausgewiesen werden. Das EBIT je Aktie ging vor allem wegen der hohen Abschreibungen auf negative 1'827 CHF zurück, der ausgewiesene Verlust je Aktie stellte sich auf 99.93 CHF. Zwar ist die traditionell konservative Bilanz- und Rückstellungspolitik immer eine der Stärken von C+M gewesen, doch ist nun der ausgewiesene Buchwert im letzten Jahr von 3'700 CHF je Aktie auf 3'355 CHF gefallen. Die stillen Reserven in den Rückstellungen machen jedoch immer noch 40% der Bilanzsumme aus. Dies relativiert die inzwischen niedrig scheinende Eigenkapitalquote von 20.1%. Selbst bei konservativer Bilanzanalyse lässt sich somit ein Eigenfinanzierungsgrad von 50% oder mehr ermitteln.

Aussichten

Nach der erfolgten Reorganisation der Unternehmensgruppe in zunächst nur noch zwei operative Divisionen, von ehemals fünf, dann drei Divisionen, ist C+M heute schlanker und effizienter. In der Medizintechnik stehen für 2018 und die folgenden Jahre Markteinführungen der neuen Produktgeneration an. Darunter sind auch einige, für die zwar bereits Bestellungen eingegangen sind. Diese können aber bisher nicht ausgeliefert werden, da die CE-Zertifizierung noch nicht vorliegt. Besonders hohe Erwartungen sind an die Eigenentwicklung, den Vivaxs Liva von Diavantis, geknüpft. Nach Abschluss der klinischen Studien hat die innovative Lösung das Potential, den Dialysemarkt für Patienten und Versicherungsträger grundlegend zu ändern und sukzessive auch grosse Marktanteile zu gewinnen. Nur mit solchen innovativen Produkten, die Mehrwert bringen, sind langfristig nachhaltige Gewinnmargen zu realisieren. Der Dentalbereich wird bei C+M ebenfalls durch Innovationen wie den polymerbasierten Werkstoff „Pektkon“ geprägt. Der Markt wächst und als White Label Zulieferer von rund 1,2 Mio. Zahnimplantaten p.a. für Straumann und weitere Grössen im Dentalgeschäft profitiert auch C+M davon.

Demgegenüber sind die Perspektiven in der Division „Luxury + Industry“ stark von der weiteren Entwicklung der Schweizer Uhrenindustrie abhängig. Die deutliche Sortimentsausdehnung die mit zugekauften Technologien wie zum Beispiel das Härten von Titan, neu positioniert wurde, lässt jedoch auch in dieser Division ein deutliches Umsatzwachstum erwarten.. Das Refining-Geschäft bleibt wohl weiterhin auskömmlich, so dass insgesamt auch in dieser Division mit einer Ertragsverbesserung zu rechnen ist. Der zukünftig dritte Geschäftsbereich

«Besonders hohe Erwartungen sind an die erste Eigenentwicklung, den Vivaxs Liva von Diavantis, geknüpft.»

Diavantis muss erst noch einige Hürden nehmen bevor die neugeschaffene Struktur der C+M Holding und ihre Aktionäre von der Entwicklung und Markteinführung der Innovation profitieren können. Zunächst müssen breitere Studien durchgeführt werden, wofür sechs weitere Kliniken vorgesehen sind, von denen vier bereits feststehen. Die Kosten bis zur potenziellen Markteinführung beziffert C+M in Stufe I mit sechs Mio. CHF, welche die Gesellschaft selbst aufbringt, und 14-16 Mio. CHF in Stufe II. Zur Risikominimierung sollen bei diesem Schritt sowohl die bestehenden Aktionäre die Gelegenheit erhalten sich direkt beteiligen zu können als auch ein noch zu findender industrieller Partner, der dann auch Vertrieb, Logistik und Infrastruktur entwickeln bzw. bereitstellen soll. Der eigenständige Roll-out wäre für eine kleine Gesellschaft realistisch betrachtet kaum zu bewerkstelligen. Es wird jedoch darauf ankommen, dass der Partner sich auch wirklich engagiert. Nicht selten enden innovative Technologien in Sackgassen, weil „Partner“ lieber ihre eigenen Lösungen langfristig verkaufen wollen.

Fazit

Die C+M hat als etabliertes Unternehmen mit breiter Kompetenz zu lange an den traditionellen Verfahren und Materialien für die angestammten Geschäftsbereiche festgehalten, was zu beträchtlichen Verlusten führte. Es war die richtige Entscheidung sich auf den überdurchschnittlich wachsenden Medizintechnik- und Dentalmarkt zu konzentrieren und dabei das Ertragspotential des Uhrenzuliefergeschäfts nicht zu vernachlässigen. Mit echten Innovationen, die Wettbewerber aufgrund der fehlenden Kompetenzen nicht hervorbringen können, besteht die Chance das Unternehmen nun auf einen neuerlichen Wachstums- und Gewinnkurs zu bringen.

Mit personellen Veränderungen wurde die Vorwärtsstrategie ebenso wie durch die Straffung der Organisation und Schaffung der Holdingstruktur mit rechtlich eigenständigen Tochtergesellschaften untermauert. Jetzt geht es darum die neuen Produkte erfolgreich an den jeweiligen Märkten einzuführen. Die Aktionäre müssen sich noch weiterhin gedulden, da vor Abschluss des Langgeschäftsjahres 2017/18 von Oktober 2017 bis Dezember 2018 nicht wirklich evaluiert werden kann, ob und in welchem Ausmass die Produktinnovationen vom Markt akzeptiert werden. Die Transformationsphase dauert somit an. Die Goldpreise haben ihre Tiefstände hinter sich gelassen und auch der Franken ist zuletzt nicht weiter geklettert, womit zumindest diese Faktoren nicht mehr negativ sind. Positiv zu werten ist die seit dem zweiten Kalenderhalbjahr 2017 wieder steigende Nachfrage nach Schweizer Luxusuhren in den wichtigsten Abnehmerländern.

Das Doppeltief des Aktienkurses unter 6'000 CHF ist mittlerweile überwunden. Selbst der erstmalige Verlustausweis für das Geschäftsjahr 2016/17 hat die selten gehandelten Aktien nicht unter grösseren Druck gebracht, wenngleich das zwischenzeitliche Hoch bei 10'500 CHF mit aktuell 8'200 CHF unterboten wird. Diese Bandbreite entspricht auch grob dem Unternehmenswert, gemessen an Buchwert und stillen Reserven, die sich auf 10'000 CHF schätzen lassen. Angesichts der zahlreichen Sonderfaktoren im Geschäftsjahr 2016/17 sind gewinnbezogene Bewertungskennzahlen wie KGV oder EV/EBITDA derzeit kaum aussagekräftig. Die bestehenden Gross- und Kleinaktionäre stören sich nicht

«Der zukünftige dritte Geschäftsreich Diavantis muss erst noch einige Hürden nehmen bevor die neugeschaffene C+M Holding und ihre Aktionäre von der Entwicklung und Markteinführung der Innovation profitieren können.»

«Mit personellen Veränderungen wurde die Vorwärtsstrategie ebenso wie durch die Straffung der Organisation und Schaffung der Holdingstruktur mit rechtlich eigenständigen Tochtergesellschaften untermauert.»

daran und bringen weiterhin den erforderlichen langen Atem mit. Da sie das Unternehmen gut und lange kennen, ist daraus wohl eine begründete Zuversicht abzulesen, die optimistisch stimmt. Abgesehen von den operativen und strategischen Herausforderungen für Verwaltungsrat und Management stellt eine professionalisierte Kapitalmarktkommunikation eine weitere Aufgabe dar. Das würde auch der Nachfrage nach Aktien nicht schaden. 2017 war zwar mit Aktienumsätzen auf OTC-X von 2.6 Mio. CHF in 113 Trades das beste Jahr seit langem, doch entspricht es lediglich 2% des Unternehmenswertes.

«Eine professionalisierte Kapitalmarktkommunikation stellt eine weitere Aufgabe für das Unternehmen dar.»

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> – Hohe Fertigungstiefe (vom Metall bis zum Produkt) – Gute Diversifikation – Solide Finanzierung, konservative Buchhaltung – Langjährige, feste Kundenbeziehungen – Starke Innovationskraft durch eigene Forschung und Entwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> – Geringe Transparenz und Vergleichbarkeit durch OR-Abschluss – Verbesserungsfähige Kommunikation mit den Aktionären – Kritische Grösse, um in den von Grossunternehmen dominierten Märkten bestehen zu können
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> – Profitiert vom aktuellen Wachstum der Uhrenindustrie – Neu entwickelte Produkte im Dental- und Medtechbereich – Weiterer Ausbau von Forschung+ Entwicklung (Innovationen) – Know-how-Transfer zwischen den Sparten – Steigerung der Effizienz durch verbesserte Abläufe – Generationenwechsel in Management und Verwaltungsrat – Markteintritt «Bone-anchored-Port» (BAP) im Dialysemarkt 	<ul style="list-style-type: none"> – Volatile Preise für Edelmetalle – Starke Abhängigkeit von Schlüsselkunden in allen Sparten – Wechselkursrisiken gegenüber EUR- und USD-Raum – Neue Technologien in der Produktion wie bspw. den 3D-Druck – Veränderungen im Verhalten der Endkunden im Luxusgüterbereich – steigende Qualitätsanforderungen und erhöhter Wettbewerbsdruck – Neue Entwicklungen im Uhrenbereich wie z.B. SmartWatches

Bilanz- und Erfolgsrechnung nach OR in TCHF (Auszug; Geschäftsjahresende: 30.09.2017)

Cendres+Métaux Holding SA	2016/17	2015/16	Veränd. in %
Aktiven			
Flüssige Mittel & Wertschriften	21'968	15'967	37.6
Übriges Umlaufvermögen	181'571	185'296	-2.0
Anlagevermögen	29'986	47'180	-36.4
Total Aktiven	233'525	248'443	-6.0
Passiven			
Fremdkapital			
kfr. Fremdkapital	56'792	87'408	-35.0
lfr. Fremdkapital	129'754	109'226	18.8
Total Fremdkapital	186'546	196'634	-5.1
davon Rückstellungen	97'654	99'728	-2.1
Eigenkapital			
Aktienkapital	1'400	1'400	0.0
Allg. gesetzliche Reserven	47'281	47'208	0.2
Reserven für eigene Aktien	-390	-234	66.7
Gewinnreserven	87	239	-63.6
Total Eigenkapital	46'979	51'809	-9.3
Total Passiven	233'525	248'443	-6.0
Erfolgsrechnung			
Umsatz	122'957	127'100	-3.3
Materialaufwand	69'618	55'284	25.9
Bruttomarge	52'120	65'967	-21.0
Geschäftsaufwand	53'947	54'011	-0.1
EBITDA	-1'827	11'956	n/a
Abschreibungen	23'752	8'431	181.7
EBIT	-25'579	3'525	n/a
Finanzaufwand	441	720	-38.8
Steuern	173	586	-70.5
Reingewinn	-1'399	3'196	n/a

Quelle: Geschäftsbericht 2016/17

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschliesslich zur Information. Es wurde durch die Zern & Partner GmbH erstellt und ist zur Verteilung in der Schweiz bestimmt. Es darf im Ausland nur in Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verteilt werden. Personen, die in Besitz dieser Informationen und Materialien gelangen, haben sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften zu informieren und diese zu befolgen.

Alle Informationen und Daten aus diesem Report stammen aus Quellen, welche die Zern & Partner GmbH für zuverlässig hält. Trotzdem kann keine Gewähr für deren Richtigkeit übernommen werden. Darüber hinaus können Informationen unvollständig sein. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch enthält dieses Dokument oder irgendetwas darin die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung. Dieses Dokument wird Ihnen ausschliesslich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an andere Personen weiterverteilt werden.

Eine Anlageentscheidung hinsichtlich irgendwelcher Wertpapiere des Emittenten muss auf Grundlage eines Verkaufsprospektes erfolgen, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist, und darf nicht auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen.

Die in diesem Dokument besprochenen Anlagen können für den einzelnen Anleger je nach dessen Anlagezielen und finanzieller Lage nicht geeignet sein. Anleger sollten vor der Erteilung eines Auftrages in jedem Fall mit ihrer Bank, ihrem Broker oder ihrem Anlage- oder Vermögensberater Kontakt aufnehmen.

Die Zern & Partner GmbH und/oder ihre Repräsentanten, Anteilseigner, Führungskräfte und/oder deren Angestellte können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren, oder andere Anlagen, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten. Anteilseigner der Zern & Partner GmbH können diese Wertpapiere am offenen Markt für Kunden oder für eigene Rechnung kaufen und/oder verkaufen. Weiterhin können Zern & Partner und/oder ihre Tochter- oder Beteiligungsgesellschaften die in diesem Bericht genannten Gesellschaften beraten oder bereits beraten haben und, soweit im Rahmen gesetzlicher Vorgaben erlaubt, die beinhalteten Informationen und/oder Analysen bereits vor deren Veröffentlichung für eigene Zwecke genutzt haben. Die Zern & Partner GmbH und die BEKB | BCBE sind nicht verantwortlich für Konsequenzen, speziell für Verluste, welche durch die Verwendung oder die Unterlassung der Verwendung aus den in diesem Bericht enthaltenen Meinungen und Rückschlüssen resultieren oder resultieren werden.

Die Zern & Partner GmbH ist ein unabhängiges Medienunternehmen, an dem die BEKB | BCBE keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB | BCBE erstellt. Für den Inhalt ist einzig und allein die Zern & Partner GmbH verantwortlich.

Der Wert der Anlage, auf den sich dieser Bericht bezieht, kann entweder direkt oder indirekt gegen die Interessen des Anlegers fallen oder steigen. Wenn eine Anlage in einer Währung oder basierend auf einer Währung getätigt wird, die sich von derjenigen Währung, auf die sich dieser Bericht bezieht, unterscheidet, können Wechselkursschwankungen einen nachteiligen Effekt auf den Wert, den Preis und den Erfolg der Anlage haben. Preise und Kursentwicklungen aus der Vergangenheit geben keine Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Anlage. Die Zern & Partner GmbH und die BEKB | BCBE übernehmen keine Garantie dafür, dass der angedeutete erwartete Ertrag oder allfällig genannte Kursziele erreicht werden. Änderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieser Bericht basiert, können einen materiellen Einfluss auf die erwarteten Erträge haben. Der Erfolg aus Anlagen unterliegt Marktrisiken.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Information zu Verflechtungen:

Der Autor dieser Studie ist nicht mit dem untersuchten Unternehmen in irgendeiner Weise verflochten, weder über Beteiligungsbesitz, wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse. Der Verfasser dieser Studie sowie die damit vertrauten Personen dürfen vier Wochen vor Erscheinen der Studie sowie bis zu zwei Wochen nach Erscheinen dieser Studie keine Transaktionen in den Aktien tätigen.