

Cendres+Métaux Holding SA

Zusammenfassung

- Nach dem schwierigen Pandemiejahr 2020 verlief das Geschäftsjahr 2021 durchaus eindrucksvoll. Der Umsatz (inkl. Edelmetall) stieg zwar nur um 2 Mio. CHF auf 122.7 Mio. CHF, doch der Gewinn erhöhte sich dank Kostendisziplin auf allen Stufen. Das Konzernergebnis erreichte 4.5 Mio. CHF, nach einem Verlust von 1.6 Mio. CHF im Vorjahr. Die für zwei Jahre ausgesetzte Dividendenzahlung wurde wieder aufgenommen. Im ersten Halbjahr 2022 setzte sich der positive Trend mit einem Anstieg des Konzernumsatzes (ohne Edelmetall) um 18.6% auf 46.1 Mio. CHF fort.
- Der eingeschlagene Konsolidierungskurs führte schon 2019 zu ersten Erfolgen, doch das erste Pandemiejahr brachte schwere Marktverwerfungen, die auch im 1. Quartal 2021 noch wirkten. Zeitweilig war Kurzarbeit erforderlich. Anschliessend sorgte die aufgestaute Nachfrage für eine nachhaltige Belebung beim Auftragseingang. Inzwischen werden neue Mitarbeiter dringend gesucht. Für Gegenwind sorgt auch das gescheiterte EU-Rahmenabkommen.
- Innovation und Nachhaltigkeit sind von zentraler Bedeutung für die kunden-zentrierte Geschäftspolitik. Im Dentalbereich wurde eine innovative Keramik in Pastenform auf den Markt gebracht, im Uhrenbereich konzentriert sich Cendres+Métaux auf Schwungmassen, Uhrengehäuse und -armbänder sowie chemische und Laser-Gravuren für das Hochpreissegment. Im Geschäftsbericht 2021 wird erstmals ausführlich über ESG-Parameter berichtet.
- Die Kursentwicklung verläuft seit drei Jahren flach um den Zentralwert 5'000 CHF, nachdem zuvor auch schon mehr als 10'000 CHF bezahlt worden waren. Mit einem aktuellen KGV von 17, einem KBV von 1.8 sowie einem EV/EBITDA-Verhältnis von 15 erscheint die Aktie fair bewertet. Weitere Kursfantasie kann aus zukünftig höheren Wachstumsraten und einer fortgesetzten Margenausweitung erwachsen.**

Datum: 15.08.2022

Branche: Industrie

Autor: Karim Serrar
Zern & Partner GmbH

Aktie (Namen Serie à 100 CHF)

Valorennummer: **157.936**
Kurs bez. (08.08.22): **5'050.0 CHF**
Anzahl Aktien: **14'000**
Marktkapitalisierung: **70.7 Mio. CHF**
Grösste Aktionäre: **10 Grossaktionäre (> 2%), weitere 320 Kleinaktionäre**

Kennzahlen je Titel (in CHF)

	2021	2020
Aktienkurs aktuell / 31.12.21	5'050.0	5'500.0
Reingewinn	321.0	-116.3
Ausgew. Buchwert	3'040.1	2'712.1
Dividende/Ausschüttung	115.0	0.0
KGV	15.7	n/a
KBV	1.7	2.0
Div.-Rendite in %	2.3	0.0

Kursentwicklung



Termine

04. Mai 2023 **Generalversammlung**

Links & Leitung

www.cmsa.ch
Geschäftsbericht 2021

VRP: Philippe Milliet
CEO Luxury+Industry: Philipp von Büren
CEO Medtech: Ronald J. Lenzeder
CFO: David Tramaux

Unternehmenszahlen	(in Mio. CHF)		
	2021	2020	2019
Nettoumsatz	122.7	120.6	146.3
Umsatzwachstum in %	1.7	-17.6	n/a
EBITDA	11.4	4.5	8.9
EBITDA-Marge in %	9.3	3.7	6.1
EBIT	4.1	-2.7	3.6
EBIT-Marge in %	3.4	-2.2	2.5
Reingewinn	4.5	-1.6	1.6
Reingewinn-Wachstum in %	n/a	n/a	n/a
Ausgew. Eigenkapital	42.6	38.0	42.6
EK-Quote in %	17.2	16.4	16.3

Quelle: Geschäftsberichte 2019-2021

Unternehmensprofil

Hervorgegangen ist die heutige Cendres + Métaux Gruppe (CM) aus der Fusion der Edelmetallschmelzen Louis Aufranc und Zanelli im Jahr 1924. Die Wurzeln reichen jedoch bis 1885 zurück. Der Unternehmensname – «Asche und Metalle» – verweist auf die Kernkompetenz: das Schmelzen und Homogenisieren von Edelmetallen. Seit den 1920er-Jahren war das Unternehmen als Material-Lieferant für die Schweizer Uhren- und Schmuckindustrie tätig. Der Strukturwandel der letzten beiden Jahrzehnte erforderte jedoch Anpassungen. Nicht zuletzt aufgrund der hohen Kostenbasis in der Schweiz und des verschärften Wettbewerbs durch asiatische Anbieter mussten die Aktivitäten im Bereich Schmuck 2016 mangels Wirtschaftlichkeit eingestellt werden. Zuletzt war CM Hersteller von Schmuck für bekannte Marken gewesen.

Im Bereich hochpreisiger Uhren nehmen Schweizer Marken dagegen unverändert die globale Spitzenposition ein. CM ist insbesondere als Lieferant anspruchsvoller mikromechanischer Teile für das Luxus-Segment tätig sowie als Hersteller von Schwungmassen, Gehäusen und weiteren Teilen für Uhrenhersteller des höherpreisigen Segments. Die Marktposition wurde über die Jahre gezielt durch Zukäufe arrondiert und verbessert. Allerdings war die bis 2018 verfolgte Ambition, zum Vollanbieter zu werden, kontraproduktiv, da die langjährigen Auftraggeber sowohl Konkurrenz als auch mögliche Abhängigkeiten vermeiden wollten. Anlässlich der seit Frühling 2019 verfolgten Refokussierung auf die Kernkompetenzen und das Kerngeschäft wurden alle nicht dazu passende Aktivitäten wieder eingestellt. Der Uhrenbereich war vor der Pandemie für einen Drittel der Gesamtumsätze verantwortlich, trägt jedoch im ersten Halbjahr 2022 zu 57% zum Gruppenumsatz bei.

Zwei Drittel des Geschäfts entfielen vor der Pandemie auf den zweiten Bereich Medtech, doch im ersten Halbjahr 2022 liegt der Umsatzbeitrag als Folge von Nachfragedämpfungen und Restrukturierung bei 43%. Traditionell ist CM ein Hersteller von Dentalimplantaten für namhafte Hersteller sowie von Legierungen für Kronen und Brücken, die von Dentisten verwendet werden. Die zunächst vielversprechende und innovative Eigenentwicklung «bone-anchored port» sollte ausgegliedert und durch externe Investoren bis zur Marktreife finanziert werden, was jedoch scheiterte. Die 100%-Tochter Diavantis wurde daraufhin 2019 wieder vollständig in die Medtech-Sparte eingebracht, das Projekt per Juli 2022 beendet. Auch im Geschäftsfeld Medtech konnten sich die vor allem im eigenen Dentalbereich forcierten Bestrebungen, zum Vollanbieter zu werden, am Markt nicht durchsetzen und daher bereits 2019 eingestellt respektive rückgängig gemacht.

Durch zwei gezielte Akquisitionen in 2020 wurden die Kompetenzen auch in der Restrukturierungsphase der letzten Jahre bei Gravuren und Gehäusen sinnvoll erweitert. Eine neue Refininganlage in Lyss veräusserte CM dagegen 2020 an Metalor. Die Fokussierung auf die Kernkompetenzen und die Kundenzufriedenheit hat bereits zu einer Erweiterung des Kundenstamms geführt und die Abhängigkeit von grösseren Kunden reduziert. Bei der italienischen Tochtergesellschaft kam es zu einem Management Buy-out durch den früheren Generaldirektor. Die Gesellschaft wird weiterhin CM-Produkte in Italien vermarkten.

«Der Unternehmensname – «Asche und Metalle» – verweist auf die Kernkompetenz: das Schmelzen und Homogenisieren von Edelmetallen.»

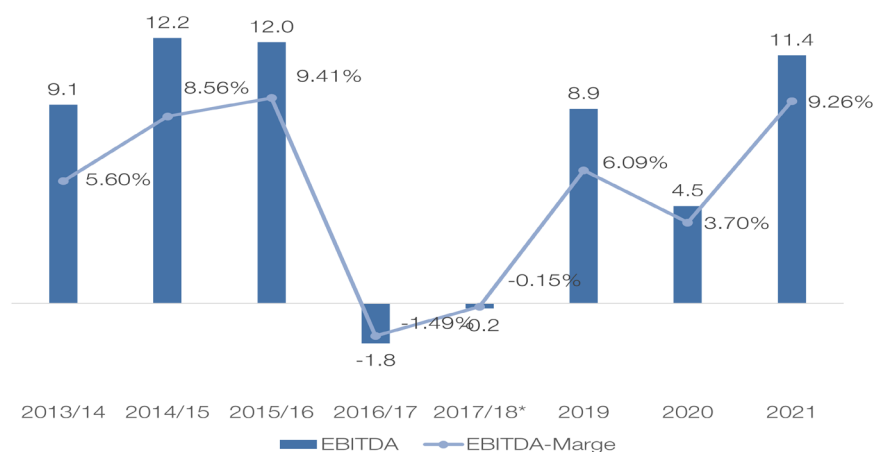
«Die Fokussierung auf die Kernkompetenzen und die Kundenzufriedenheit hat bereits zu einer Erweiterung des Kundenstamms geführt.»

Geschäftsverlauf

Das erste Quartal 2021 stand noch weitgehend im Zeichen der Covid-Pandemie. Doch mit dem Frühling belebte sich die Nachfrage in beiden Geschäftsbereichen spürbar. Im Dentalbereich stieg das Bestellaufkommen und -volumen sogar so stark, dass erstmals seit Jahren ein positives Ergebnis verzeichnet wurde. Dies ist umso überraschender, als der Bedarf an Dentallegierungen und traditionellen Konstruktionselementen insgesamt rückläufig ist, da beispielsweise der 3D-Druck auch in Zahnarztpraxen Einkehr hält. Vor allem im Bereich Uhren kam es im zweiten Halbjahr 2021 ebenfalls zu einer unerwartet kräftigen Belebung der Nachfrage. Die Statistiken der Uhrenindustrie weisen gegenüber 2019 ein Mengenwachstum im oberen Preissegment von 7% aus. Der Bereich Luxury+Industry erreichte ein Umsatzwachstum (ohne Edelmetall) von 21.3% und liegt 3% unter dem Wert von 2019.

Während der Pandemie wurde die Zeit für die reibungslose Integration der Akquisitionen verwendet. Die Produktionsstätte wurde effizienter gestaltet, was die Produktivität erhöht. Schon im Verlauf 2021 zeigte sich, dass die Arbeitsmärkte leergefegt waren. Inzwischen wird intensiv nach Mitarbeitenden mit unterschiedlichen Fachausbildungen, aber auch im kaufmännischen Bereich gesucht. Der Mangel an geeigneten Mitarbeitenden erweist sich bereits als limitierender Faktor. Mit Initiativen wie Filmprojekten soll der Attraktivität als Arbeitgeber mehr Visibilität verliehen werden. 2021 wurden 3 Mio. CHF in neue Maschinen investiert, um die Wettbewerbsfähigkeit im Bereich Luxury+Industry zu erhöhen. Das EBITDA-Ergebnis nahm um 154% auf 11.4 Mio. CHF zu.

Abb. 1: EBITDA und EBITDA-Marge 2013/14-2021 (in Mio. CHF)



Quelle: Geschäftsberichte 2014-2021; *Langgeschäftsjahr 15 Monate

Die Abschreibungen beliefen sich auf 7.2 Mio. CHF, sodass das EBIT auf 4.1 Mio. CHF anstieg. Durch Immobilienverkäufe entstanden ausserordentliche Erträge, der Reingewinn summierte sich so auf 4.5 Mio. CHF. Die Dividendenzahlung für 2021 wurde mit 115 CHF je Aktie wieder aufgenommen. Gegenüber 2020 wurde dabei die Kurzarbeitsentschädigung um 3 Mio. CHF auf 1.5 Mio. CHF reduziert. Dank der Kostendisziplin konnte so trotz höherer Personalkosten eine starke Verbesserung des Resultats erreicht werden.

«Mit dem Frühling 2021 belebte sich die Nachfrage in beiden Geschäftsbereichen spürbar.»

«Der Mangel an geeigneten Mitarbeitenden erweist sich bereits als limitierender Faktor.»

«Dank der Kostendisziplin konnte trotz höherer Personalkosten eine starke Verbesserung des Resultats erreicht werden.»

Aussichten

Das Jahr 2021 zeigte die zyklischen Abhängigkeiten deutlich. Noch im März waren viele Mitarbeitende in Kurzarbeit, nur zwei Monate später wurde neues Personal gesucht. Die Personalsuche hat sich zwischenzeitlich stark intensiviert. Teilweise kann der Auftragsbestand nicht abgearbeitet werden. Durch zahlreiche Massnahmen will die Gesellschaft eine grössere Anzahl neuer Mitarbeiter gewinnen. Herausfordernd stellt sich auch die Teuerung von Energie und Transport dar. Bei den Rohstoffen ist einzig Titan signifikant im Preis gestiegen, doch die langfristige Versorgung ist sichergestellt. Vom Krieg in der Ukraine und den Folgen ist das Unternehmen nur geringfügig betroffen. Als Absatzmärkte spielen Russland und die Ukraine sowie Osteuropa für die gesamte Schweizer Uhrenindustrie mit einem Umsatzanteil von kaum 2% keine bedeutende Rolle. Der Uhrenbereich erlebt eine Sonderkonjunktur. Durch die sich zuspitzende Immobilienkrise in China kaufen Anleger dort lieber hochpreisige Uhren als Immobilien oder Aktien, die an Wert verlieren. Die starke Nachfrage hält an, mag sich aber auch schnell wieder ändern. CM erwägt sogar, die Auftragsfertigung für die Schmuckindustrie wieder aufzunehmen. Der Bereich war wegen zu geringer Rentabilität erst vor wenigen Jahren aufgegeben worden. Auch anorganisches Wachstum durch Akquisitionen wird vom Management nach fast zwei Jahren ohne Zukäufe nicht ausgeschlossen.

Nachhaltigkeit

In den letzten Jahren hat CM die Nachhaltigkeitsberichterstattung konsequent erweitert und veröffentlicht nun einige der wichtigsten Parameter. So hat der Wasserverbrauch 2021 nochmals um 7.5% abgenommen, die CO2-Emissionen wurden um weitere 15% reduziert, und der Energieverbrauch sank um 13%. Bei der ESG-Umfrage von schweizeraktien.net 2021 erzielte das Unternehmen eine Transparenznote von 93%. Während im Bereich Soziales alle 10 möglichen Sterne durch Ja-Antworten verdient wurden, bleibt im Bereich Governance mit 5 Ja-Antworten noch Raum für Verbesserungen.

Abb 2: ESG-Bewertung und Transparenzscore



Quelle: schweizeraktien.net

Fazit

Nachdem die Fehler einer unglücklichen Diversifikationsstrategie des vorigen Managements durch eine Refokussierung und Restrukturierung bis Beginn der Pandemie weitgehend bereinigt waren, folgte ein herausforderndes erstes

«Als Absatzmärkte spielen Russland und die Ukraine sowie Osteuropa für die gesamte Schweizer Uhrenindustrie mit einem Umsatzanteil von kaum 2% keine bedeutende Rolle.»

«Die CO2-Emissionen wurden um weitere 15% reduziert.»

Pandemiejahr. Beide Geschäftsbereiche litten unter den Einschränkungen des öffentlichen und wirtschaftlichen Lebens. Dann jedoch setzte eine unerwartet kräftige Belebung der Nachfrage insbesondere im Bereich der hochpreisigen Uhren ein. Aber auch das Medtech-Segment erfuhr eine Belebung durch aufgestaute Nachfrage. Die durchaus überzeugenden Ergebnisse des Geschäftsjahres 2021 dokumentieren den Erfolg der «Back-to-Basics-Strategie».

Allerdings gibt es auch Risiken, die nun teilweise plötzlich an Bedeutung gewinnen. Dazu zählen Kostensteigerungen für Energie und Materialien, die aber wohl an die Kunden weitergegeben werden können. Gravierender sind strukturelle Änderungen, zu denen der hartnäckige Fachkräftemangel zählt. Aktuell werden infolge erhöhtem Auftragsvolumens über 40 Mitarbeitende gesucht, eine Erhöhung von rund 10% des derzeitigen Personalbestandes. Ob es mit Imagefilmen und der marketingorientierten Darstellung als attraktiver Arbeitgeber gelingen wird, die gesuchten Fachkräfte nach Biel zu locken, bleibt abzuwarten, wenngleich das erkennbare Commitment zu ESG-Zielen wie den 17 Sustainable Development Goals der UN eine Hürde für verantwortungsbewusste Kandidaten wegnimmt. Dennoch bleiben Fragen für mögliche Bewerber offen, beispielsweise für wen sie eigentlich arbeiten würden; die Namen der Kernaktionäre sind bis heute nicht öffentlich bekannt.

Zu den Gegenwinden zählen auch neue Verfahren und Materialien in der Dentalmedizin, die sukzessive mit immer weniger Edelmetalllegierungen auskommen. Nach den kostenträchtigen Erfahrungen der Vorjahre mit einer problematischen Akquisitionsserie und dem gescheiterten Versuch der Ausgliederung von «Diavantis» ist nach zwei Jahren ohne M&A-Aktivitäten erstmals wieder die Ertragskraft visibel geworden und somit die Grundlage für eine Rückkehr des Anlegervertrauens gelegt worden. Neue Akquisitionen sollten angesichts der Erfahrungen aus der Vergangenheit mit Bedacht und nur erfolgen, wenn sie einen echten strategischen Fit ermöglichen und zur Stärkung der Rentabilität beitragen.

Die lange Seitwärtsbewegung der Aktie signalisiert, dass das Traditionsunternehmen trotz vorübergehend roter Zahlen und schwierigen Marktbedingungen ein hohes Vertrauen genießt, das nun durch die erfreuliche Geschäftsentwicklung in beiden Segmenten sowie insbesondere die Rückkehr in die Gewinnzone auch verdient wird. Der Buchwert je Aktie von 3'000 CHF zuzüglich der etwas abgeschmolzenen stillen Reserven bietet Anlegern ein Sicherheitsnetz. Um jedoch wesentlich höhere Kurse zu sehen, muss das Unternehmen erst einmal Kontinuität in der Umsatz- und Gewinnentwicklung liefern. Der Anfang ist 2021 gemacht worden, die Widrigkeiten und Gegenwinde wie Kostensteigerungen und Fachkräftemangel sowie die hohe Volatilität im Kaufverhalten bei hochpreisigen Uhren und Trends wie der 3D-Druck stellen jedoch beträchtliche Herausforderungen dar, die das Unternehmen erst einmal bewältigen muss. Angesichts der marktkonformen Bewertung und der gemischten Perspektiven drängt sich ein Aktienengagement unter den aktuellen Marktbedingungen nicht auf.

«Nach den kostenträchtigen Erfahrungen der Vorjahre mit einer problematischen Akquisitionsserie und dem gescheiterten Versuch der Ausgliederung von «Diavantis» ist nach zwei Jahren ohne M&A-Aktivitäten erstmals wieder die Ertragskraft visibel geworden.»

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 analysierten Emittenten darf nicht allein auf der Grundlage dieses Dokumentes erfolgen. In jedem Fall muss hierfür ein Verkaufsprospekt beigezogen werden, der vom Emittenten genehmigt und bei der zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt ist.

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 der Autor dieser Studie unterstellen sich den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch Swiss Banking).

Der Autor dieser Studie hält persönlich oder über mit ihm verbundene Dritte keine Wertpapiere und Wertrechte des analysierten Emittenten sowie auch keine aus diesen abgeleitete Derivate. Der Autor ist mit dem untersuchten Unternehmen/Emittenten in keiner Weise verflochten, weder über wesentliche Forderungen, Mandate oder verwandtschaftliche Verhältnisse.

Die Zern & Partner GmbH kann Wertpapiere, Wertrechte oder Derivate des beschriebenen Emittenten halten. Die Positionen werden bei Erstellung der Studie veröffentlicht (ohne Anzahl oder Wert). Während einer Sperrfrist von 30 Tagen vor und 30 Tagen nach Erstellung der Studie erfolgen keine Käufe oder Verkäufe in Wertpapieren oder Wertrechten des analysierten Emittenten sowie in daraus abgeleiteten Derivaten.

Die Zern & Partner GmbH ist 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 Berner Kantonalbank AG (nachfolgend BEKB genannt) keinerlei Beteiligungen hält. Die Analysen werden von den Mitarbeitenden unabhängig und ohne Einfluss der BEKB 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 übernimmt 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 Dokuments 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.