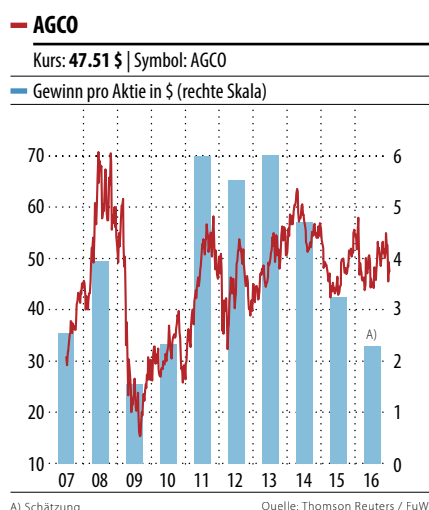
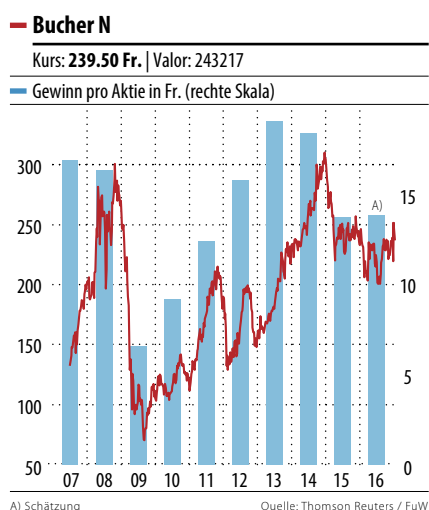
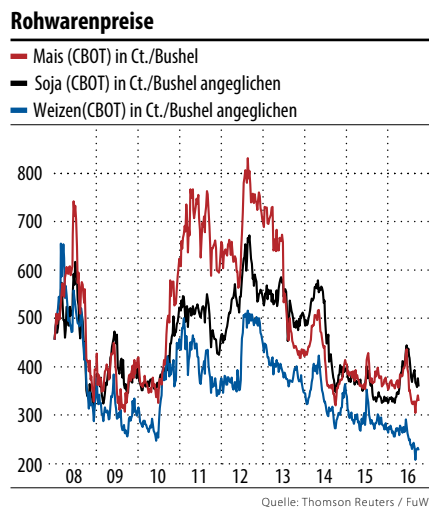
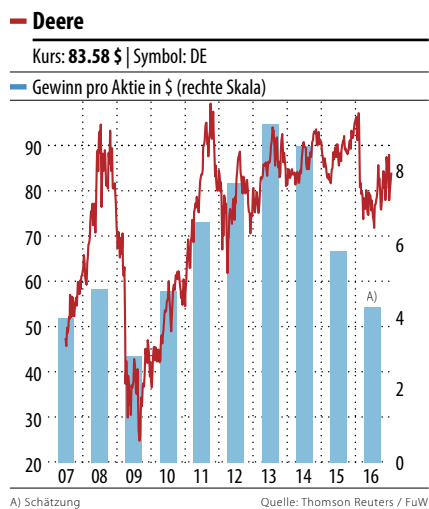


# chinenmarkt

torenhersteller sind daher korrekturanfällig.



**AVENGER BANDIT**

**BREITLING**  
1884

INSTRUMENTS FOR PROFESSIONALS™

# Aryztas Management hat wieder nicht geliefert

**SCHWEIZ** Dem Backwarenhersteller mangelt es an organischem Umsatzwachstum.

ANDREAS KÄLIN

Der von Aryzta präsentierte, gewohnt vertrackte Zahlensalat zum Jahresabschluss 2015/16 ist wieder genau nach Unappetitlichem zu untersuchen. Abzuwarten ist dazu auch der vollständige Geschäftsbericht, der erst am 3. Oktober veröffentlicht wird. Klar aber ist: Die Führung des Backwarenherstellers hat erneut keine gute Leistung geliefert.

Gefordert hatte der Markt Wachstum, nicht akquisitorisches, sondern selbst erarbeitetes. CEO Owen Killian hatte es vor Jahresfrist auch versprochen: 3 bis 4% sollte der Umsatz 2015/16 organisch steigen. Am Schluss hat sich der Zuwachs auf 0,5% belaufen – damit ist sogar die längst reduzierte Erwartung der Analysten von zuletzt plus 0,9% verfehlt worden.

Killian relativiert, mit Verweis auf Nordamerika, wo Aryzta organisch 3,1% Umsatz verlor. Dort standen schwierige Vertragserneuerungen an, wobei ein Teil des Volumens verloren ging. Ohne diesen Effekt habe das Wachstum in Nordamerika 2,2% betragen, betont Killian.

Für das laufende Geschäftsjahr ist wenig zu erwarten. Finanzchef Patrick McEniff rechnet mit einem organischen Umsatzplus von «1 bis 2%». Die um Sondereffekte bereinigte Marge auf Stufe Ebita soll auf 11,5 bis 12,5% zu stehen kommen – nachdem sie in der letzten Periode wegen «erhöhter Markeninvestitionen» schon einen Prozentpunkt auf 12,5% sank.

## Aussagen des CEO verwirren

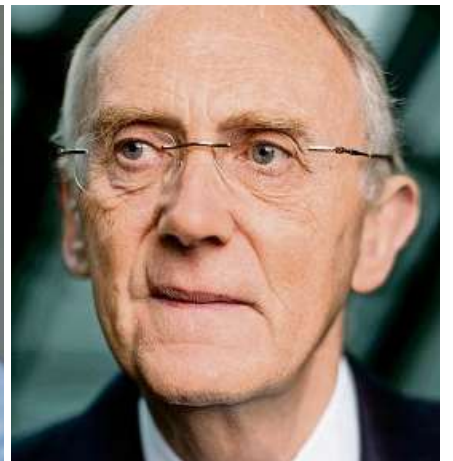
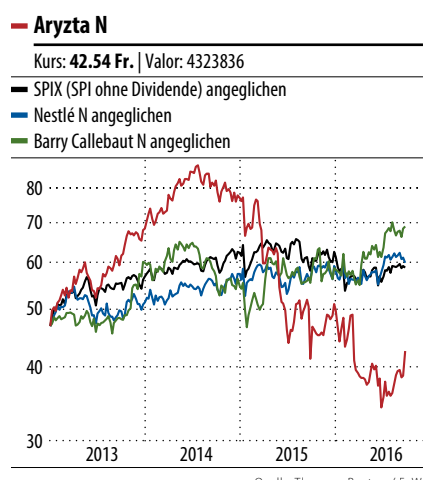
Ein grosses Augenmerk richtet der Markt auch auf den freien Cashflow, an dem es zuvor mangelte. Er übertraf diesmal mit 267 Mio. € die Analystenschätzungen. Die Verbesserung rührt nicht von einer guten operativen Leistung her, sondern vorab von der Reduktion der Investitionen: Sie waren in den Vorjahren ungewöhnlich hoch ausgefallen, für manche Investoren nicht mehr nachvollziehbar. Nun gingen sie 197 Mio. € zurück.

Das Management rechnet für die laufende Periode mit einem freien Cashflow von 225 bis 275 Mio. € – allerdings vor Abzug der hohen Kosten von 180 Mio. € infolge einer Umfinanzierung bzw. der vorzeitigen Rückzahlung teurer Privatplatzierungen. Der freie Cashflow wird letztlich also sinken. Am Investorentreffen vor anderthalb Jahren hatten Killian und Co. noch von einem Betrag von 450 Mio. € für das Geschäftsjahr 2016/17 gesprochen.

Hoch umstritten ist die letztjährige Beteiligungnahme von 49% an der Tiefkühlkette Picard, die teuer zu stehen kam und strategisch für Investoren und Analysten kaum nachvollziehbar ist. Aryzta hat eine Option, im Zeitraum von 2019 bis 2021 die restlichen 51% an dem französischen Unternehmen zu erwerben.

Auch in dieser Frage macht Killian keine gute Figur. An einer Telefonkonferenz am Montag pries er Picard als hervorragenden Marktführer in Frankreich im Bereich Tiefkühlkost. Man habe seither nichts gesehen, was Picard «für uns weniger attraktiv macht». Auf die Nachfrage, ob Aryzta diesem Engagement immer noch gleichermassen verpflichtet sei, sagte er: «Das ist richtig.»

Am nachfolgenden Meeting mit Analysten hat sich das etwas anders angehört:



Aryzta CEO Owen Killian (links oben) hat ungenügende Leistung geliefert. Im Markt verbinden sich Hoffnungen auf einen Aufbruch mit Gary McGann, der neuer VR-Präsident werden soll (oben rechts), und Anwalt Rolf Watter, der als Verwaltungsrat vorgeschlagen wird.

BILDER: GAETAN BALLY/KEYSTONE, SIMON DAWSON/BLOOMBERG, ZVG

## Der Filz

So läuft schlaue Kommunikation ab. Am Donnerstagabend hat Aryzta mitgeteilt, dass der Ire Gary McGann (66) an der Generalversammlung den Iren Denis Lucey (79) als VR-Präsident von Aryzta ablösen soll. Zudem wird Rolf Watter zur Wahl in den Verwaltungsrat vorgeschlagen. Üblicherweise wäre die Nomination zeitgleich mit den Jahreszahlen am Montag bekanntgegeben worden.

In diesem Fall kam die gute Nachricht zuerst. Ihre Wirkung hat sich am Freitag voll entfalten können, Aryzta Aktienkurs sprang fast 10% nach oben. Analysten zeigten sich erfreut, Kepler Cheuvreux sah die Nominierungen als potenziellen Auslöser für eine Erholung der «weitherum ungeliebten Aktien».

Darauf ist die schlechte Nachricht vom Montag, ein weitgehend ungenügender Jahresabschluss, gut verdaut worden. Die Erwartung, dass mit den Neuen im VR ein Aufbruch einsetzt, hat die Titel gestützt.

Halten die Neuen, was man sich von ihnen erhofft? Aryzta Machtstrukturen sehen gefestigt aus. Im inklusive Sekretär neunköpfigen Verwaltungsrat sitzen fünf Iren, darunter CEO Owen Killian, dem seine Kollegen

breiten Spielraum zu gewähren scheinen. Dem neuen VR-Präsidenten McGann, lange CEO des irischen Verpackungsherstellers Smurfit Kappa, ist zuzutrauen, dass er das Management unter Kontrolle bringen kann. Aus Schweizer Anlegerkreisen ist aber die Befürchtung zu hören, er gehöre mit zum «irischen Filz». McGann sass u.a. im Aufsichtsgremium der Anglo Irish Bank, die abgewickelt werden musste.

Zu hinterfragen ist die Nomination von Watter. Er war als Anwalt in die Fusion von Hiestand und IAWS zu Aryzta involviert, auf Hiestands Seite. Auf die Frage, ob er seither für Aryzta tätig ist, sagt der Konzernsprecher: Watter habe als Anwalt in gewissen Angelegenheiten für das Unternehmen gearbeitet. Doch es sei «nicht vorgesehen», dass er es nach der Wahl in den VR tun werde. Christophe Volonté, Leiter Corporate Governance von Inrate, sagt dazu: «Wir würden da wohl von einem potenziellen Interessenkonflikt sprechen und ihn dann vermutlich als nicht unabhängig klassieren.» Der Aktionärsdienstleister merkt an, sich in der Sache noch nicht festgelegt zu haben.

Nach Kepler Cheuvreux sagte Killian da, dass die Picard-Beteiligung unter dem neuen VR-Präsidenten Gary McGann überprüft und die Option zum Kauf der Restanteile möglicherweise nicht ausgeübt werde. Klar ist, dass der Kauf für den Backwarenhersteller finanziell eine Herausforderung darstellt. Aryzta ist hoch verschuldet – und Picard noch höher.

## Kein Vertrauen, kein Kauf

Mit ungenügenden Leistungen, verfehlten Prognosen, verwirrenden Aussagen und dem ständigen Verweis auf Sonder-

effekte hat die Führung kein Vertrauen verdient. Mehr noch, Killian und Co. sind als Kern des Problems zu sehen.

Auf operativer Ebene sind für 2016/17 kaum wesentliche Verbesserungen zu erwarten. Das Management hält die Marktschätzung für realistisch, wonach der bereinigte Gewinn je Aktie 2% auf 3,58€ steigen sollte. Auf dieser Basis ergäbe sich ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 11. Doch da sind die hohen Sondereffekte. Unbereinigt ist von einem KGV von 25 oder höher auszugehen. Kein Kaufargument ist auch die Dividende: Sie wird 13% gekürzt auf 0,57 Fr., die Rendite beträgt so 1,3%.

Aktienstatistik	
<b>Bewertung</b>	Na.
Kurs am 27. September 2016, 15 Uhr, in Fr.	42.54
Rendite in % (per 2016)	1,3
KGV 2016	11
KGV 2017	11
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,1
Börsenwert (in Mio. Fr.)	3774
<b>Angaben pro Titel in Fr.</b>	
Bereinigter Gewinn 2015	6.62
Bereinigter Gewinn 2016	3.78
Bereinigter Gewinn 2017, geschätzt	3.85
Dividende per 2015	0.66
Dividende per 2016	0.57
Pay-out Ratio in %	15
<b>Aktienkapital: 1,84 Mio. Fr.</b>	
– eingeteilt in: 91 810 534 Na. à 0,02 Fr. nom.	
Bedeutende Aktionäre: Mass Mutual (5,9%), BlackRock (4%), Eigenbesitz (3,3%)	

Unternehmenszahlen		
in Mio. € per 31. Juli	2014/15	2016/17
<b>Umsatz</b>	<b>3820,2</b>	<b>3878,9</b>
– organische Veränd. in %	-2,2	+0,5
Betriebsergebnis (Ebita) <sup>1</sup>	514,0	484,9
– in % des Umsatzes	13,5	12,5
Betriebsergebnis (Ebit)	64,5	223,2
Gewinn	532,3 <sup>2</sup>	69,8
Freier Cashflow	21,4	266,7
<b>Bilanzsumme per 31.7.</b>		
Immaterielle Werte	3797,3	3617,2
Ausgewiesenes Eigenkapital	3221,9	3187,8
Eigenkapital ohne Hybridanleihen	2447,9	2413,7

<sup>1</sup>Ebita vor Akquisitionen, Devisen- und Restrukturierungskosten <sup>2</sup>inkl. Gewinn und Verkaufserlös Origin 529,4 Mio. €

Alle Finanzdaten zu Aryzta im Online-Aktienführer: [www.fuw.ch/ARYN](http://www.fuw.ch/ARYN)