

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 30.09.2017

Sehr geehrte Damen und Herren,

im vorliegenden Bericht möchten wir Ihnen wie gewohnt zwei Unternehmen aus unserem Fonds näher vorstellen.

Einhell

Wir kennen Einhell, seitdem wir sie im April 2006 erstmals in Landau vor Ort besuchten. Die Firma werden auch die meisten von Ihnen kennen – die Handwerker unter Ihnen mit großer Sicherheit. Einhell ist in praktisch jedem Baumarkt gelistet und bietet diverse Werkzeuge und Gartengeräte wie Akkuschrauber, Stichsägen, Motorsägen, Rasenmäher und vieles mehr. Einhell gilt als „B-Marke“, die preislich deutlich unter den „A-Marken“ wie Bosch oder Black & Decker angesiedelt ist.

Europa steht für 2/3 der Umsätze, wichtigster Überseemarkt ist Australien mit der vor einigen Jahren akquirierten Marke „Ozito“.

Einhell gilt gemeinhin als ziemlich langweilig mit einer eher durchwachsenen Ergebnisentwicklung in der letzten Dekade. Das im Jahr 2007 erreichte Peak-EBIT in Höhe von knapp € 27 Mio. konnte bis heute nicht wieder erreicht werden, oder doch?

Wir bekommen öfters die Frage gestellt, was uns beim Lesen eines Geschäftsberichtes wichtig ist. Anhand von Einhell möchten wir Ihnen erläutern, auf was wir achten und warum es in diesem Fall besonders wertvoll war, den Geschäftsbericht und vor allem den Anhang genau zu studieren:

Wer direkt mitmachen will, findet den Geschäftsbericht 2016 unter folgendem Link:

http://www.einhell.de/fileadmin/Einhell_Germany_AG/user_upload/pdfs/Finanzberichte/Geschaeftsberichte/DE/Einhell_Geschaeftsbericht_2016.pdf

Starten wir auf Seite 51 im Geschäftsbericht. In der Gewinn- und Verlustrechnung sehen wir ein Ergebnis vor Ertragssteuern in Höhe von € 16,98 Mio. Wenn wir das Zinsergebnis von € -3,5 Mio. draufrechnen, landen wir bei einem EBIT (Ergebnis vor Zinsen & Steuern) in Höhe von rund € 20,5 Mio. Das EBIT ist für uns die wichtigste Ergebnisgröße. Die entscheidende Frage ist aber: „Ist dieses „gezeigte“ EBIT wirklich korrekt oder wurde es zu negativ oder zu positiv durch Bilanzierungsspielräume dargestellt?“

Auf Seite 28 erläutert die Gesellschaft, dass Effekte aus der Purchase Price Allocation (PPA) aus der Ozito Akquisition das Ergebnis mit € 1,8 Mio. belastet haben. Dies lässt sich aus dem Anlagenspiegel auf Seite 92/93 querchecken. Diese € 1,8 Mio. stecken in den erworbenen immateriellen Vermögenswerten, die in Summe mit € 2,27 Mio. abgeschrieben wurden. Somit können wir die PPA in Höhe von € 1,8 Mio. als cash-unwirksamen Sondereffekt identifizieren.

Auf Seite 76 („Sonstige betriebliche Aufwendungen“) fallen Aufwendungen aus Kaufpreisanpassungen in Höhe von € 2,05 Mio. auf. Da Ozito besser läuft als erwartet, steigen deshalb die Earn-Out-Zahlungen an den Verkäufer. Zusätzliche Wertminderungen fielen aufgrund des geplanten Rückzugs aus Brasilien unter dem Posten „Neubewertung der Veräußerungsgruppe“ in Höhe von € 1,57 Mio. an. Beides sind Effekte, die ebenfalls als einmalig anzusehen sind. Auch im Materialaufwand auf der gleichen Seite sieht man einen Wertminderungsaufwand aus Brasilien, den wir jedoch nicht berücksichtigen, weil auf Seite 75 unter „Erträge aus dem Eingang ausgebuchter Forderungen“ ein ähnlich hoher Einmalertrag steht.

Ein Augenmerk legen wir immer auch auf die Rückstellungen, die man auf Seite 73 nachvollziehen kann. Vor allem der Posten Gewährleistungsrückstellungen ist prädestiniert, um Ergebnis zu verstecken. Es fällt direkt auf, dass diese von € 4,7 Mio. auf € 6,4 Mio. gestiegen sind. Die übrigen Rückstellungen legten sogar noch stärker zu. In Summe stiegen die gesamten Rückstellungen um rund € 4 Mio. von € 11,6 Mio. auf € 15,7 Mio. Hier lässt sich darüber streiten, wie viel dem operativen Geschäft zuzuordnen ist und wieviel einer vorsichtigen Bilanzierung. Wir schätzen den Effekt auf rund € 2 Mio.

Lassen Sie uns die relativ klaren einmaligen negativen Effekte zusammenrechnen: PPA (1,80), Earn-Out (2,04), Brasilien (1,57) und Rückstellungen (2,00) macht in Summe rund € 7,5 Mio.

Damit liegt das tatsächlich erzielte operative EBIT nicht bei € 20,5 Mio., sondern eher bei € 28 Mio. und damit ähnlich hoch wie das Peak-EBIT aus dem Jahr 2007.

Weiterhin fällt auf Seite 76 auf, dass Einhell diese Ergebnissteigerung auch nicht durch Marketingkürzungen „erspart“ hat. Diese Aufwendungen wurden sogar um € 2 Mio. von € 6,6 Mio. auf € 8,6 Mio. erhöht.

Auf Seite 4 im Vorstandsbericht erläutert der CEO, dass es im abgelaufenen Geschäftsjahr Probleme bei der Tochter kwb Germany GmbH, in den nordeuropäischen Ländern und in Brasilien gab. Auf Nachfrage hat die Gesellschaft angegeben, dass die operativen Verluste (ohne Sondereffekte) bei diesen drei Töchtern bei rund € 4 Mio. lagen.

Brasilien wird 2017 aufgegeben, die anderen beiden Hausaufgaben sind in Umsetzung. Daher ist es durchaus im Rahmen des Möglichen, dass auch diese € 4 Mio. Verlust „gehoben“ werden können. Damit liegen wir bei rund € 32 Mio. Ergebnispotential. Wir gehen davon aus, dass Einhell inklusive operativem Wachstum in den nächsten zwei bis drei Jahren ein EBIT von € 35 Mio. erzielen kann, was für uns die maßgebliche Größe für die tatsächliche Ertragskraft und somit den fairen Wert des Unternehmens darstellt.

Auch wenn wir seit unserem Einstieg im ersten Halbjahr 2017 einen schönen Kursgewinn erzielen konnten, notiert die Aktie auf Basis dieser Überlegung mit einem EV/EBIT von etwa 8. Wir sehen deshalb die Bewertung noch nicht als ausgereizt an. Zumal die Gesellschaft mit einem Halbjahres-EBIT in Höhe von knapp € 21 Mio. deutlich besser abgeschnitten hat als von und erwartet.

Schaeffler

Schaeffler ist mit rund € 8 Mrd. Marktkapitalisierung der mit Abstand höchstkapitalisierte Titel in unserem Portfolio. Üblicherweise fokussieren wir uns eher auf Small & Mid Caps. Als die Firma Ende Juni 2017 aber mit einer Gewinnwarnung die Märkte geschockt hat, haben wir uns den Titel doch näher angesehen. Zu aller erst haben wir uns ein Bild von der groben Bewertung gemacht. Nach Jahren mit stabilen EBIT-Margen von ca. 12,5% erwartet die Firma für dieses Jahr „nur“ eine Marge von 11-12% (ursprüngliche Guidance war 12-13%). Auf dieser Basis würde daraus ein EBIT von ca. € 1,6 Mrd. resultieren. Bei einer Nettoverschuldung inkl. Pensionsrückstellung von rund € 5 Mrd. liegt das EV/EBIT für 2017 bei rund 8, das KGV ebenfalls bei 8.

Diese auf den ersten Blick günstige Bewertung hat uns neugierig gemacht. Der zweite Blick richtete sich auf die Frage, ob die Firma vernünftige Kapitalrenditen erwirtschaftet (ROCE). Auch diese sind mit rund 25% für einen Automobilzulieferer am oberen Ende der Peer Group angesiedelt.

Sehr günstige Bewertung, hohe Kapitalrenditen, äußerst liquider Titel. Wir haben uns als dritte Frage gestellt, warum die Märkte so pessimistisch auf Schaeffler „zu sprechen“ sind.

Liegt es an der Tatsache, dass die Familie Schaeffler die Firma dominiert, oder eher daran, dass die Firma vor einigen Jahren fast vor der Pleite stand, als sie Conti schlucken wollte und sich dabei selbst fast verschluckt hätte?

Es könnte aber auch an der Angst liegen, dass Schaeffler für das anstehende Zeitalter der Elektromobilität die falschen Produkte herstellt und den Transformationsprozess nicht schnell genug bewältigen kann.

Wir glauben, dass der Hauptgrund eher in der letzten Frage seinen Ursprung hat. Deshalb haben wir versucht diese Frage für uns zu beantworten.

Wir haben uns verschiedenster Quellen bedient, um uns ein besseres Bild von der bevorstehenden Transformation der Automobilindustrie hin zur Elektromobilität zu machen. Internetrecherche über die Entwicklung der Batteriepreise, Selbstversuch in einem Elektroauto und dem Besuch der IAA 2017 (Investorenveranstaltung von BMW, Standrundgang bei Schaeffler, Gespräch mit einem namhaften Ladesäulenproduzenten). Aus all diesen Quellen kamen wir am Ende zur Schlussfolgerung, dass sich die Elektromobilität eher früher und schneller als später und langsamer durchsetzen wird. Folgende Gründe sind aus unserer Sicht ausschlaggebend dafür:

- Die Batteriepreise fallen seit Jahren mit prozentual zweistelligen Raten, mit einem beschleunigten Preisverfall in jüngster Vergangenheit
- Politisch gewollter Druck
- Subventionen für Ladesäulen und in Zukunft deutlich kürzere Ladezeiten
- Ruhe und Beschleunigung in einem E-Auto („wer einmal ein E-Auto gefahren hat, wird nicht mehr zu einem Verbrenner zurückkehren“)

Kommen wir zurück zu Schaeffler. Das Unternehmen ist mit seinen Produkten noch überwiegend im Motor- und/oder Getriebebereich vertreten, was bei einem schnellen

Wandel hin zur reinen Elektromobilität ein Nachteil ist. Schaeffler steuert aber gegen. Sie haben veröffentlicht, dass sie ebenfalls mittelfristig von einem eher schnelleren als langsameren Durchbruch der E-Mobilität ausgehen. Sie haben bereits verschiedene Produkte für Hybrid- und reine E-Autos entwickelt und haben bereits zahlreiche neue Kunden dafür gewonnen, auch in China. Wir haben das Gefühl, dass Schaeffler die Zeichen der Zeit erkannt und sich frühzeitig auf den Wandel vorbereitet hat.

Ein weiterer Grund für unseren Kauf liegt in den gewonnenen Neuaufträgen (design wins) in den letzten drei Jahren. Diese Neuaufträge lagen zwischen 30-50% über den Umsätzen, was zumindest für die kommenden Jahre Rückenwind für Schaeffler bedeuten wird.

Wir können heute nicht sicher sein, ob unsere Annahmen so eintreten werden, oder nicht? Was wir aber wissen ist, dass Schaeffler Stand heute einer der günstigen Automobilzulieferer ist, der noch dazu sehr auskömmliche Kapitalrenditen erwirtschaftet und den Trend hin zur E-Mobilität aus unserer Sicht ernst nimmt. Sollte Schaeffler das Peak-EBIT in Höhe von € 1,7 Mrd. aus dem Jahr 2016 wieder erreichen, dann sehen wir den fairen Wert der Aktie bei rund € 20. Wir glauben deshalb, dass wir mit unserem Einstandskurs von rund € 12 genügend Sicherheitsmarge haben, sollten sich unsere Annahmen als falsch erweisen.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Hinweis: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind die Verkaufsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.