

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.03.2018

In diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen wieder zwei Titel aus unserem Portfolio näher vorstellen. Auf den ersten Blick haben **Mikron** und **Bilfinger** keine Gemeinsamkeiten. Auf den zweiten Blick gibt es dann doch drei Punkte, die die beiden Firmen verbindet.

Beide kommen aus einer Restrukturierungsphase. Beide investieren erhebliche Mittel in vielversprechende Zukunftsprojekte. Beide zielen auf eine nachhaltige EBIT-Marge in Höhe von 5% ab.

Mikron

Wir sind schon seit über einem Jahr bei Mikron investiert und haben jüngst weitere Anteile erworben. Bisher haben wir noch keinen Gewinn für unsere Anleger erzielen können. Wir glauben aber, dass die Bewertung und das Chance-Risiko-Profil bei Mikron zu unseren Gunsten aus fällt. Aber lassen Sie uns zuerst darüber sprechen, wie das Geschäftsmodell von Mikron aussieht:

Die Firma gliedert sich in zwei Geschäftsbereiche – Automatisierungs- und Fertigungslösungen.

Im Bereich der Automatisierung beliefert Mikron Kunden aus der Medizin-, Automobil-, Elektro- und Konsumgüterindustrie mit kundenspezifischen Montagelinien. Auf diesen Linien werden z.B. Spritzen, Airbag-Auslöser, Lautsprecher für Mobiltelefone oder die Mechanik für Leitzordner zusammengebaut. Die Ergebnisse der letzten Jahre waren schwankend, da immer wieder ein oder mehrere Projekte falsch kalkuliert waren bzw. es zu erheblichen Mehraufwendungen gekommen ist.

Im Bereich der Fertigungslösungen gehören ebenfalls die Medizin- und die Automobilindustrie zu den wichtigsten Kundengruppen. Auf diesen Anlagen können Mikrons Kunden große Stückzahlen von kleinen Komponenten fertigen. So sind dies z.B. Ventile, Steckverbinder, Gehäuse oder Kugelschreiberspitzen. Auch hier waren die Ergebnisse in den letzten Jahren hohen Schwankungen unterlegen, da die Auslastung der eigenen Produktionsstätten für diese Maschinen nicht homogen war.

Mikron hat versucht diese beiden Hauptprobleme mit verschiedenen Maßnahmen besser in den Griff zu bekommen. So wurde z.B. im Bereich der Automatisierung ein modularer Baukasten entwickelt, um bei den kundenspezifischen Anlagen möglichst viele Gleichteile verwenden zu können – angelehnt an die Strategie der Automobilhersteller.

Bei den Fertigungslösungen wird Mikron zur wichtigsten Messe, der AMB in Stuttgart, eine komplett neue Maschinengeneration auf den Markt bringen. Bisher spricht Mikron v.a. Großkunden an, die auf ihren Anlagen große Stückzahlen bearbeiten. Mit der neuen, kleineren und flexibleren Anlage will man sich neue Kundengruppen erschließen und so den adressierbaren Markt vergrößern.

Diese Anstrengungen drücken sich auch in der deutlich höheren R&D-Quote aus. Mikron investiert im Zeitraum 2017 – 2019 rund CHF 3 Mio. p.a. mehr als üblich. Die Firma spart nicht auf Kosten der Zukunft.

Kommen wir zu den Zahlen. Mikron erzielte in den letzten Jahren einen Umsatz von rund CHF 250 Mio. bei einer EBIT-Marge im Bereich von 1-3%. Das Ziel der Firma, welches wir für realistisch erachten, liegt bei einer EBIT-Marge in Höhe von 5%. Die Firma startete das Jahr 2018 mit einem hohen Auftragsbestand und hatte einen guten Auftragseingang zu Beginn des laufenden Jahres gemeldet. So rechnen wir mittelfristig mit einem Umsatz von CHF 300 Mio. und einem korrespondierenden EBIT in Höhe von CHF 15 Mio.

Die aktuelle Marktkapitalisierung beträgt CHF 130 Mio. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft rund CHF 25 Mio. Nettocash ausweist sowie eine werthaltige Immobilie besitzt, die mit rund CHF 30 Mio. in den Büchern steht.

Sollten sich unsere Annahmen als zu optimistisch herausstellen, so sind wir auf Grund der mehr als soliden Bilanz, gut nach unten abgesichert. Sofern es der Gesellschaft gelingen sollte, nachhaltig eine EBIT-Marge im Bereich 4-5% zu erzielen, so sehen wir mehr als 50% Kurspotential zu unserem fairen Wert.

Bilfinger

Bilfinger hatte in den letzten Jahren eine sehr bewegte Geschichte hinter sich. Erst der Wandel vom Bauunternehmen zum Baudienstleister unter der Ägide des ehemaligen CEOs Herbert Bodner. Danach die Chaosjahre unter Roland Koch. Herbert Bodner wurde dann 2014 wieder zum Interims-CEO bestellt. Darauf folgte Per H. Utnegaard, der gerade mal 1 Jahr durchhielt. 2016 wurde schlussendlich mit dem Marathonläufer Tom Blades, wie es scheint, der richtige Mann für diesen schwierigen Job gefunden. An seiner Seite steht der ehemalige CFO von Osram, Klaus Patzak.

Nach dem Capital Markets Day Anfang 2017 und den Erläuterungen vom CEO zu seiner Strategie haben wir uns Mitte 2017 entschieden, eine Position in Bilfinger aufzubauen. Wir sind von seiner Strategie, wie er das schlingernde Schiff Bilfinger wieder fit bekommen will, sehr überzeugt.

Lassen Sie uns zunächst erläutern, wie Bilfinger nach den vielen Restrukturierungs- und Veräußerungsmaßnahmen aktuell aufgestellt ist.

Bilfinger gliedert sich in zwei Geschäftsbereiche – „Engineering & Technologies“ sowie „Maintenance, Modifications & Operations“.

Im ersten Teilbereich plant, fertigt und montiert Bilfinger größere Umbauten oder Erweiterungen bestehender Industrieanlagen von Kunden aus den Bereichen Chemie,

Energie, Öl & Gas, Pharma, Metallurgie und Zement. Hierbei handelt es sich für die Käufer um hohe CAPEX, also größere kapitalintensive Investitionen.

Im zweiten Bereich geht es eher um die Wartung- und Instandhaltung von großen Industrieanlagen. Das sind dann eher regelmäßig wiederkehrende Tätigkeiten und besser planbar.

Ein Kern dieses Geschäftsmodells muss ein starkes Projektmanagement sein. Meist laufen solche Projekte mehrere Jahre. Wenn man sich bei der Angebotskalkulation „verrechnet“ und die Projekte nicht eng verfolgt, kann es vorkommen, dass man am Ende draufzahlt. Dies ist bei Bilfinger in den letzten Jahren noch zu häufig passiert.

In einem der Calls hat der neue CEO erwähnt, dass es bisher überhaupt kein Projektcontrolling gegeben hat. Auf der einen Seite erschreckend, auf der anderen Seite ergibt es viel Verbesserungspotential. Dies ist eine von mehreren Schwachstellen, die der neue CEO bereits zu Beginn versucht hat auszumerzen.

Neben den Optimierungen auf der Kosten- und Prozessseite hat Bilfinger auch die Zukunft im Blick und will die Chance, die die Digitalisierung bietet, nutzen. Dazu wird 2018 ein Budget in Höhe von EUR 20 Mio. kostenwirksam zur Verfügung gestellt. Es handelt sich um das Projekt BCAP „Bilfinger Connected Asset Performance“. Dabei werden Industrieanlagen mittels Sensoren vernetzt, digitalisiert und analysiert. Das Ziel dabei ist, den Ausfall einer Anlage vorherzusagen und entsprechend frühzeitig die Wartungsarbeiten durchzuführen („predictive maintenance“). Der Kundennutzen liegt bei einer höheren Verfügbarkeit der Anlage, geringeren Wartungskosten und einer höheren Arbeitsproduktivität.

Die ersten Pilotprojekte bei Kunden verliefen sehr vielversprechend. Mitte Juni wird Bilfinger das Konzept auf einem Kapitalmarkttag näher vorstellen.

Kommen wir zu den Zahlen und der Bewertung.

Nach dem Verkauf des einst wichtigsten Ertragsbringers Facility Management, ist Bilfinger (inkl. Pensionsrückstellungen) schuldenfrei und weist einen geringen Nettocashbestand auf. Damit wird aktuell ein Aktienrückkauf finanziert.

Die Gesellschaft hat sich bis 2020 zum Ziel gesetzt, einen Umsatz von rund EUR 5 Mrd. und eine EBIT-Marge in Höhe von 5% zu erzielen. Es ist ein weiter Weg dorthin. Allerdings konnte man mit den Zahlen von Q4 2017 bereits erkennen, dass der Weg stimmt. Die Marge in Höhe von 3,7% war durchaus beachtlich.

Die aktuelle Marktkapitalisierung liegt bei rund EUR 1,5 Mrd.

Sollte es der Firma gelingen, dieses Ziel zu erreichen, dann sehen wir rund 80% Kurspotential zu unserem fairen Wert. Wir sind bereit, diesen Marathon mit dem aktuellen Managementteam mitzugehen.

Wir hoffen Ihnen mit diesen kurzen Ausführungen wieder ein besseres Bild von unserer Denkweise vermitteln zu haben. Sollten Sie Fragen haben, so können Sie uns jederzeit gerne kontaktieren.

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.