

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.12.2018

Mit diesem Quartalsbericht möchten wir Ihnen dieses Mal zwei Titel vorstellen, die sich unten den Top Holdings im Fonds befinden. Die in der Schweiz beheimatete Schaffner ist seit langer Zeit mit knapp 8% Gewichtung unsere größte Position. Nachdem wir die Firma im Bericht zum Q1 2017 ausführlich vorgestellt hatten, möchten wir heute dazu ein update geben.

Nachdem wir uns im Jahr 2018 intensiv mit Unternehmen aus den nordischen Ländern beschäftigt haben, stellen wir Ihnen außerdem die schwedische Firma Ferronordic vor, die mit rund 4% im Fonds gewichtet ist.

Schaffner

Wir haben Schaffner sowohl im November als auch im Dezember auf zwei Messen besucht – der Electronica in München und der SPS IPC Drives in Nürnberg. Es geht uns bei diesen Besuchen vor allem darum, die Produkte des Unternehmens besser zu verstehen. Außerdem hatten wir die Möglichkeit, den seit einem Jahr amtierenden CEO kennen zu lernen und mit ihm über die langfristige Unternehmensstrategie zu sprechen.

Schaffner konnte für das im September abgelaufene Geschäftsjahr 17/18 durchaus überzeugende Zahlen vorlegen.

In Schaffners Kernsegment – **EMC** - konnte die Profitabilität von CHF 13 Mio. auf CHF 18 Mio. markant gesteigert werden.

GJ	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Umsatz	129	106	110	110	95	94	98	116
EBIT	20	13	14	16	9	9	13	18

Mit einem Umsatzwachstum von 18% konnte die Firma weitere Marktanteile gewinnen und somit ihre Marktführerschaft, die wir auf einen Wertmarktanteil von über 25% schätzen, ausbauen. Die EMV- und aktiven Oberwellenfilter haben von der positiven Konjunktur profitiert, da Schaffners Zielmärkte wie Robotik, Maschinenbau und industrielle Motorantriebe, Rückenwind hatten. Man konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr den positiven Einfluss des neuen CEOs spüren, der Schaffner mehr und mehr auf die richtigen Wachstumsmärkte und Projekte ausgerichtet und fokussiert hat. Außerdem konnten im noch recht jungen Bereich Power Quality mit der neuen Produktlinie hohe zweistellige Umsatzzuwächse erzielt werden.

Wir schätzen, dass der zugrunde liegende EMV-Filter Markt rund 6% p.a. wachsen wird. Treiber sind der generelle Trend zur Automatisierung, erneuerbare Energien, Speichertechnologien sowie Schnellladesäulen.

Im zweitgrößten Bereich – **Power Magnetics** – nimmt der Turnaround Gestalt an. Auch wenn die Verluste bereinigt um Einmaleffekte nur leicht gesenkt werden konnten, wurden operativ wichtige Fortschritte erzielt. 50% der Umsätze werden mit Kunden aus der Bahnindustrie erwirtschaftet. Vor über zwei Jahren, als dieser Bereich deutliche Umsatzeinbrüche verzeichnete, hat sich Schaffner Umsatz mit sehr schlechten Preisen „erkauft“. Der neue CEO hat bei diesen Kunden deutliche Preiserhöhungen durchsetzen können, die sich sukzessive im Umsatz bemerkbar machen. Des Weiteren wurden die Kosten optimiert, so dass die Firma in diesem Segment deutlich besser aufgestellt ins neue Geschäftsjahr starten kann.

GJ	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Umsatz	36	46	54	67	63	45	50	57
EBIT	-0	-0	3	4	2	-9	-7	-6

Die Firma plant im 2. Halbjahr des aktuellen laufenden Geschäftsjahres die schwarze Null zu erreichen, was wir als realistisch erachten. Das würde einen Swing im EBIT von CHF 6 Mio. bedeuten. Auch wenn der Turnaround ein Jahr länger dauern wird, als von uns ursprünglich antizipiert, sind wir optimistisch, dass der neue CEO auch in diesem Segment bald die ersten „Früchte ernten“ wird.

Mittelfristig strebt Schaffner in diesem Segment eine Marge von 8% an. In diesem Fall läge der EBIT-Swing bei rund CHF 10 Mio.

Das umsatzseitig kleinste Segment – **Automotive** – erzielt nach wie vor erfreuliche EBIT-Margen. Das Hauptprodukt sind Antennen zum Einsatz in schlüssellosen Zugangssystemen (keyless entry) für die Automobilindustrie.

GJ	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Umsatz	18	25	31	37	42	46	47	49
EBIT	-0	+0	-2	2	6	11	9	9

Auf der einen Seite werden diese Systeme immer mehr zum Standard und kommen in immer mehr Modellen zum Einsatz. Auf der anderen Seite wird bei diesen eher „commodity-lastigen“ Produkten der Preisdruck sicherlich nicht abnehmen. Schaffner ist mit ihrer Low-Cost-Produktionsstätte in Thailand gut aufgestellt. Wir erwarten in diesem Bereich allerdings keine weiteren EBIT-Steigerungen, halten aber eine stabile Entwicklung für möglich. Es gibt allerdings eine visible starke Wachstumsmöglichkeit im Bereich der Batterien für E-Autos. Jedes Elektroauto benötigt einen EMV-Filter, damit es im Bordnetz zu keinen elektromagnetischen Störungen kommt. Wir sehen den Markt für Elektromobilität sehr positiv und gehen in den nächsten Jahren von stark zunehmenden Zulassungszahlen für E-Autos aus. Schaffner hat berichtet, dass verschiedene Projekte

gewonnen werden konnten, die ab dem Geschäftsjahr 19/20 stärker im Umsatz sichtbar werden.

Schaffner hat einen großen Vorteil gegenüber vielen Konkurrenten. Die Firma ist Weltmarktführer bei EMV-Filtern und besitzt zugleich seit Jahren Automotive Erfahrung – was nicht auf jeden Mitbewerber zutrifft. Ein Filter kostet je nach Modell zwischen EUR 20-40. Dieser Markt kann bei deutlich höheren Zulassungszahlen für E-Autos mittelfristig eine beachtliche Größe erreichen. Wir sehen diese Wachstumschance als „kostenlose Option“, die wir nicht in unsere Bewertung einkalkuliert haben.

Wir gehen für die nächsten beiden Jahre von leicht steigenden EBIT-Beiträgen im EMC-Segment, von einem Turnaround bei Power Magnetics und stabilen bis leicht fallenden EBIT´s bei Automotive aus. So schätzen wir, dass Schaffner in der Lage sein sollte, auf Konzernebene ein EBIT von 25 Mio. CHF zu erzielen (EMC 21 / PM 1 / Auto 8 = 30 Mio. – 5 Mio. Holdingkosten). Der aktuelle Enterprise Value liegt bei rund 200 Mio. CHF, was einem EV/EBIT von 8 entspricht. Schaffner wird dabei Kapitalrenditen (ROCE) von rund 30% erzielen. Daher erachten wir die Bewertung nach wie vor als zu günstig. Die Chance bei E-Autos erhält man „kostenlos“ dazu.

Ferronordic

Ferronordic ist der exklusive Volvo-Händler für deren Baugeräte (Construction Equipment) in Russland – Bagger, Radlader, Muldenkipper und Kompaktlader. Eine Investorengruppe um den amtierenden schwedischen CEO hat im Jahr 2010 diese Handelsfirma von Volvo gekauft und sie Ende 2017 an die Börse gebracht. CEO, CFO und der größte Aktionär halten zusammen noch immer rund 25% an Ferronordic. Hauptsitz der Gesellschaft ist Schweden, alle operativen Einheiten befinden sich in Russland.

Seit 2010 hat das Management landesweit die Anzahl der Standorte von 11 auf 73 ausgebaut und so eine landesweite Abdeckung erreicht. Im Jahr 2017 wurden rund SEK 2.500 Mio. (ca. EUR 250 Mio.) bei einer EBIT-marge von rund 7% umgesetzt. Das Jahr 2018 sollte mit einem Umsatzwachstum von 10-15% und einem Anstieg im EBIT um ca. 25% abschließen.

Damit beträgt das erwartete KGV für das Jahr 2018 rund 9. Da die Gesellschaft zudem mehr Cash als Bankschulden aufweist, liegt das EV/EBIT bei nur 6,5. Warum sehen wir ein großes Potential in dieser Gesellschaft? Dafür gibt es mehrere Gründe:

1. In der folgenden Tabelle sieht man die Anzahl der importierten Baugeräte nach Russland. Dabei fällt auf, dass der Markt noch weit vom Peak aus dem Jahr 2012 entfernt ist. Mit dem antizipierten Marktwachstum im Jahr 2018 liegen wir noch immer rund 50% unter dem Höchstniveau. Aus diesem Grund sehen wir einen großen Investitionsstau, der zusätzlich durch die Überalterung und die geringere Effizienz der im Dauereinsatz befindlichen Geräte verstärkt wird.

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
4.436	13.525	17.489	1.649	8.004	18.627	21.009	20.573	13.568	3.573	4.354	8426

2. Die meisten Baugeräte von westlichen Herstellern werden mittlerweile mit einer Vielzahl an Sensoren ausgeliefert, um bisher „dumme“ Hardware intelligent machen zu können (IoT). Ferronordic hat eine eigene CRM-Software entwickelt. In dieser Software werden Unmengen von Daten aus den im Einsatz befindlichen Baggern zusammengetragen, strukturiert, analysiert und regelbasiert ausgewertet. So erhalten Vertriebsmitarbeiter eine Nachricht, wenn z.B. der Bagger eines Kunden eine gewisse Anzahl an Arbeitsstunden überschreitet ohne gewartet worden zu sein. Das Hauptziel ist es, dem Vertrieb wertvolle Argumente an die Hand zu geben, um regelmäßig mit den Kunden in Kontakt zu treten und dabei nicht nur zu warten, bis dieser anruft. Es wird viel über Big Data geschrieben, Ferronordic ist in diesem Bereich Vorreiter.
3. Das Management hat einen starken Fokus auf das After Sales Geschäft. „Wir verkaufen die Neumaschinen vor allem deshalb, um uns das stabile After Sales Geschäft zu sichern.“ Mittlerweile machen Ersatzteile und Service knapp 30% vom Gesamtumsatz aus.
4. Um die wiederkehrenden Umsätze zu steigern geht Ferronordic noch einen Schritt weiter und baut den Bereich Contracting Services aus, der aktuell erst für 5% vom Umsatz steht. Im Oktober hat die Firma ihren bisher größten Auftrag von einem Goldminenbetreiber erhalten. Dabei werden 100 Ferronordic Mitarbeiter rund um die Uhr auf 25 Volvo Maschinen Erde und Gestein ausheben und transportieren (Service as a Service). Der Kunde bezahlt pro geförderte Tonne Gestein und hat den Vorteil, dass er sich nicht um all die Maschinen (Neukauf, Wartung, Ersatzteile) und Arbeitnehmer kümmern muss. Er kann einfach kalkulieren – wieviel Gold bzw. Cash generiere ich aus einer Tonne Gestein und was kostet mich die Dienstleistung von Ferronordic pro Tonne? Da Ferronordic aus bestehenden Projekten die Rückmeldung erhält, dass sie bis zu 100% produktiver sind wie der Kunde selbst, ergibt sich für den Kunden ein erheblicher Mehrwert. Ein noch zartes Pflänzchen, aber dafür mit viel Potential.
5. So wie es in China 5-Jahres-Pläne gibt, so gibt es in Russland 6-Jahres-Pläne – die sogenannten May Decree von Putin. Im letzten 6-Jahres-Plan (2012-2018) standen dort Militär und Soziales ganz oben auf der Liste – das Thema Infrastruktur kam überhaupt nicht vor. Im aktuellen 6-Jahres-Plan ist es umgekehrt. So ist der Ausbau der Infrastruktur (Straßen, Häfen, Schienen, Flughäfen etc.) der mit Abstand wichtigste Aspekt. Sollten die Pläne in die Tat umgesetzt werden, dann würden die Infrastrukturausgaben bis 2024 um geschätzte 50% steigen. Dies würde starken Rückenwind für Ferronordic bedeuten.

Sollten die fünf oben genannten Punkte allesamt wirkungslos verpuffen und nicht positiv zur Unternehmensentwicklung beitragen, dann haben wir bei der aktuellen Bewertung nicht zu teuer gekauft. Wenn der ein oder andere Punkt der Gesellschaft Rückenwind

verleiht, dann stünde die in Investorenkreisen recht unbekannte Ferronordic vor einer Neubewertung.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen zwei Beispielen wieder ein besseres Verständnis von unserer Aktienselektion geliefert zu haben und freuen uns, wenn Sie uns weiterhin Ihr Vertrauen schenken.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Fondsmanager

Berater (Research)

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.