

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.03.2017

Aufmerksamen Beobachtern dürfte aufgefallen sein, dass unser Anteil an Schweizer Unternehmen im Fonds auf rund 11% deutlich gestiegen ist. Bisher war die Schweiz im Fonds unterrepräsentiert, obwohl wir den Markt schon seit über 10 Jahren verfolgen. Dies hat weniger mit der Qualität der dort gelisteten Unternehmen zu tun – ganz im Gegenteil, die Schweiz verfügt über zahlreiche hochprofitable Marktführer – sondern einzig und allein mit den vorherrschenden Bewertungen. Für uns ist der Schweizer Markt einer der teuersten. Dennoch haben wir dort im ersten Quartal zwei neue Ideen für den Fonds gefunden. Im Folgenden möchten wir Ihnen die Beweggründe zu den beiden Neuinvestments vorstellen.

Schaffner

Schaffner bietet seinen Kunden Lösungen, die durch das gezielte Umformen von elektrischer Leistung den effizienten und zuverlässigen Betrieb leistungselektronischer Systeme sicherstellen. Zum Einsatz kommen Schaffner-Produkte in folgenden Gebieten: Elektronische Motorensteuerung, Bahntechnik, Werkzeugmaschinen, Robotik, Wind- und Photovoltaikanlagen, elektrische Infrastruktur sowie in der Stromversorgung elektronischer Geräte wie der Medizintechnologie.

Schaffner gliedert sein Geschäft in drei Segmente. Lassen Sie uns diese und vor allem deren operative Entwicklung in den letzten Jahren näher betrachten. Beginnen wir mit dem größten Segment, der EMC (Electro Magnetic Compatibility)-Division. Schaffner ist in diesem Nischenmarkt mit rund 25% Weltmarktanteil klarer Marktführer und verdient vernünftige Margen, auch wenn sich diese in den letzten sechs Jahren rückläufig entwickelt haben.

Jahr	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Umsatz	129	106	110	110	95	94
EBIT in Mio.	20	13	14	16	9	9

Neben dem deutlich aufwertenden Schweizer Franken hat Schaffner vor allem bei Wechselrichter-Herstellern für Solaranlagen deutlich an Umsatz und Ertrag eingebüßt. Außerdem wurden höhere Vorleistungen für Produkte im Bereich Power Quality erbracht. Wir sehen zwar keine Rückkehr zu einem EBIT von 20 Mio. wie aus dem Jahr 2011, aber eine Rückkehr in den Bereich um 13-15 Mio. halten wir mittelfristig für realistisch – unterstützt durch den langfristigen Trend der Automatisierung.

Im Segment PM (Power Magnetics) ist Schaffner mit einem Marktanteil von „nur“ 4% einer unter Vielen. Die Entwicklung dieser Division war in den letzten sechs Jahren alles andere als positiv.

Jahr	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Umsatz	36	46	54	67	63	45
EBIT in Mio.	0	0	3	4	2	-9

Auch hier wurde Schaffner durch Rückgänge bei Kunden aus der Solarindustrie getroffen. Zudem fehlt in diesem Geschäftsfeld die kritische Größe bzw. die starke Marktstellung wie im Bereich EMC. Der deutliche Verlust hat eine Restrukturierung unumgänglich gemacht. Dieses schlechte Ergebnis war wohl mit ein Grund für die Entlassung des CEO. Wir erwarten spätestens im Geschäftsjahr 17/18 eine Rückkehr zu schwarzen Zahlen. Große Erwartungen hegen wir in diesem Geschäftsfeld jedoch nicht.

Das dritte Geschäftsfeld Automotive könnte hingegen für eine positive Überraschung sorgen. Aktuell produziert Schaffner hier Antennen, die einige von Ihnen jeden Tag in der Hosentasche herumtragen. Es handelt sich um Antennen im Autoschlüssel. Damit lassen sich Autotüren automatisch und ohne Betätigung des Autoschlüssels öffnen. Dieser Markt wächst aktuell mit rund 15% p.a. - Schaffners Marktanteil liegt auch hier bei 25%.

Jahr	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Umsatz	18	25	31	37	42	46
EBIT in Mio.	0	0	-2	2	6	11

Schaffner konnte in diesem Bereich einen Umsatzzuwachs von rund 20% p.a. generieren und auch die Margen in den letzten beiden Jahren deutlich ausbauen. Dies ist nicht zuletzt auf Grund einer effizienten Produktion im Niedriglohnland Vietnam möglich. Da immer mehr Autos mit „keyless entry“-Systemen ausgestattet werden, halten wir weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum für realistisch.

Neben diesen Antennen produziert Schaffner im Segment Automotive auch Filter, die in Hybrid- und Elektroautos zum Einsatz kommen. Bei diesen Filtern ist Schaffner ebenfalls Marktführer. Schaffner hat hier ein design-geschütztes und modular aufgebautes System entwickelt, welches sehr einfach von 150 Amp auf 250 Amp erweiterbar ist. Damit können Schaffners Kunden diesen Filter für alle Autoklassen einsetzen – von Mittelklasse bis Premium. Auch in Schnellladestation werden solche Filter benötigt.

Aktuell sind die Stückzahlen bei Elektro- und Hybridfahrzeugen sehr gering. Das Thema Elektromobilität ist in aller Munde. Wie schnell sich der Wandel vom Benziner zum Stromer vollzieht, weiß niemand. Diese Option bekommen wir bei Schaffner kostenlos.

Schaffners Aktienkurs hat sich in den letzten 20 Jahren (!) nicht vom Fleck bewegt – aus unserer Sicht zu Recht! Dennoch glauben wir, dass Schaffner auf Grund der Entwicklung im Segment Automotive vor einer Neubewertung steht.

Wir schätzen, dass Schaffner mittelfristig in der Lage sein sollte auf Konzernebene ein EBIT von 25 Mio. CHF zu erzielen (EMC 14 / PM 2 / Auto 14 = 30 Mio. – 5 Mio. Holdingkosten). Der aktuelle Enterprise Value liegt bei 180 Mio. CHF, was uns genügend Kurspotential verschafft.

Zur letzten Generalversammlung hat sich der größte Aktionär der Gesellschaft – Philipp Buhofer – in den Verwaltungsrat wählen lassen. Er hat schon bei Kardex einen fulminanten Turnaround hingelegt, nachdem er sich dort ebenfalls operativ engagierte. Wir glauben, dass dieser frische Wind der Gesellschaft guttut und mithilft, das vorhandene operative Potential zu heben.

Rieter

Rieter ist ein Maschinenbauer, der Systeme für die Garnerzeugung herstellt. Diese Maschinen machen aus Fasern Garn. Die in Ballen angelieferten Fasern (z.B. Baumwolle) werden im ersten Prozessschritt mit den Vorbereitungsmaschinen von Rieter vereinzelt, gereinigt, ausgerichtet und verstreckt.

Anschließend werden die einzelnen Fasern zu einem Faserverbund (bis zu 40 einzelne Fasern) weiter verstreckt und durch Drehung zu einem Garn versponnen. Dies passiert mittels Spindeln aus dem Hause Rieter, die hier mit einem Weltmarktanteil von rund 30% führend sind. Das Garn wird am Ende des Prozesses aufgespult, damit es zur Produktion von Kleidungsstücken verwendet werden kann.

Was gefällt uns an der Gesellschaft?

Maschinenbauer sind von Grund auf zyklisch. Wenn die Spinnereien gut ausgelastet sind und Geld verdienen (wenn das Gap zwischen Garnpreis und Faserpreis groß ist), dann investieren i.d.R. alle auf einmal, und vice versa.

Rieter hat deshalb den Fokus in den letzten Jahren verstärkt auf das Thema Service und Ersatzteile gelegt. Dieses deutlich stabilere Geschäftsfeld stand im letzten Geschäftsjahr für mehr als 90% des operativen Ergebnisses in Höhe von rund 60 Mio. CHF. Die Spinnereien können durch die angebotenen Dienstleistungen und Ersatzteile ihre Effizienz steigern und Kosten einsparen.

Da der Fasermarkt in Summe mit 2-3% p.a. wächst, sind auch die Aussichten für das weniger profitable Kerngeschäft (Neumaschinen) mittel- und langfristig positiv. Nachdem der Neumaschinenverkauf in den letzten vier Jahren wegen Überkapazitäten rückläufig war, könnte die Firma von einem zyklischen Aufschwung profitieren, sobald die Spinnereien wieder besser ausgelastet sind.

Maschinenbau und das Hochlohnland Schweiz – wie passt das zusammen? Rieter hat vor zwei Jahren ihre Produktionsstätte in Winterthur restrukturiert und assembliert nur noch wenige High-end-Maschinen in der Schweiz. Ein weiteres Kostensenkungsprogramm wurde Anfang 2017 veröffentlicht. Die Produktionsstätte Ingolstadt wird nach Osteuropa verlagert. Wenn dieser Prozess in 2019 abgeschlossen ist, wird Rieter praktisch keinen

Produktionsstandort mehr in einem Hochlohnland haben. Diese beiden Maßnahmen bringen jeweils rund 20 Mio. CHF Kosteneinsparung mit sich (Winterthur ab 2017, Ingolstadt ab 2019).

Ausgehend von einer Basis in Höhe von 60 Mio. CHF, schätzen wir, dass Rieter bis 2019, wenn alle Kostensenkungen voll greifen, für ein EBIT von 100 Mio. CHF „gut“ ist.

Die Marktkapitalisierung in Höhe von 900 Mio. CHF ist zu rund 30% mit Nettocash unterlegt, was unser Abwärtsrisiko begrenzt. Auf Basis der erwarteten 100 Mio. CHF konnten wir Rieter zu einem EV/EBIT von ca. 6 erwerben.

Nachdem im März veröffentlicht wurde, dass ein „gewisser“ Luc Tack in den Verwaltungsrat gewählt wird, haben wir unsere Position noch ein wenig aufgestockt.

Warum haben wir das getan?

Luc Tack ist Mehrheitseigentümer der börsennotierten **Picanol**, welche Webmaschinen herstellt.

Diese hat mit der Historie unseres Fonds mehr zu tun, als den Meisten bekannt ist. Um nicht um den heißen Brei herumzureden - Picanol war unser mit Abstand größter Investmentfehler, den wir seit Gründung des Fonds begangen haben.

Wir hatten im Sommer 2013 Picanol bei ca. 23 EUR pro Aktie gekauft. Bereits Ende 2013 haben wir einen Teil mit kleinem Gewinn verkauft, den Rest Mitte 2014. In Summe haben wir ca. 10% Kursgewinn erzielt. Kurz nachdem wir alle unsere Anteile verkauft hatten, kannte die Aktie nur eine Richtung, nach oben. Heute steht sie bei ca. 90 EUR!

Das Schlimmste daran ist, dass die Firma noch nicht einmal teuer war, sondern spottbillig. Das EV/EBIT lag zwischen 3 und 4! Wir müssen uns dafür entschuldigen. Wir haben sehr viel Geld liegen gelassen - sorry!

Zurück zu Luc Tack. Er hat Picanol in der letzten großen Krise 2008/2009 mit einer großen Kapitalerhöhung vor der Pleite bewahrt und aus dieser Firma eine „Cash-Cow“ gemacht. Vor Herrn Tack erzielte Picanol eine EBIT von 12 Mio. EUR bei einem Umsatz von 400 Mio. Mit Luc Tack konnte bei gleichem Umsatz ein EBIT von 50 Mio. erzielt werden. Im Rekordjahr 2016 waren es sogar 120 Mio. EBIT!

Luc Tack wird sicherlich keinen so großen Effekt bei Rieter bewirken. Auch ist er „nur“ einfacher Verwaltungsrat. Wir sind aber guter Dinge, dass dieser Branchenkenner mit seiner großen Erfahrung und seinem außergewöhnlichen Track Record der Firma weitere Impulse verleihen kann.

Wir hoffen, dass Sie durch diese Beispiele ein besseres Verständnis dafür erhalten, wie wir bei der Analyse von Unternehmen vorgehen und welche „Investment cases“ uns zusagen.

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.