

Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

Quartalsbericht zum 31.03.2016

Warum ziehen wir aktuell bei unserer Titelselektion zwei französische den deutschen Automobilzulieferern vor?

Diese Frage stellen sich sicher einige unserer Investoren. Deshalb gehen wir in diesem Quartalsbericht näher darauf ein und erläutern, warum wir aktuell mehr „Value“ bei den französischen Zulieferern finden.

Neben der bekannten **MGI Coutier** befindet sich seit einigen Wochen mit **Le Belier** ein zweiter französischer Automobilzulieferer unter unseren zehn größten Positionen. In den turbulenten ersten Wochen des neuen Jahres haben wir wieder in diesen „alten Bekannten“ investiert. Die Firma stellt Aluminiumbauteile her, die in Bremssystemen, im Motorraum oder im Chassis verbaut werden. In Teilbereichen (Bremssättel) ist die Firma, mit in Summe etwas mehr als 300 Mio. EUR Umsatz, klarer Marktführer.

Diese beiden französischen Firmen haben wir zusammen mit den deutschen Zulieferern Leoni, Elring Klinger und PWO einem Kennzahlenvergleich unterzogen. Auch wenn dies etwas zahlenlastig wird, könnte es sich lohnen, sich 5 Minuten Zeit zu nehmen, um die folgenden drei Zahlenblöcke in Ruhe zu studieren. Ein Hinweis vorne weg: Alle angegebenen Zahlen können sich von den offiziell veröffentlichten unterscheiden, da wir Bereinigungen vornehmen, um die tatsächliche operative Ertragskraft der Firmen besser erkennen zu können. Dazu gehören v.a. Bereinigungen um positive oder negative Einmaleffekte, aktivierte Entwicklungsleistungen, Hinzurechnung von Factoring zur Finanzverschuldung und damit zum Enterprise Value (EV) sowie Abschreibung auf immaterielle Vermögensgegenstände, die im Zuge von Akquisitionen entstanden sind und abgeschrieben werden.

Wenn man sich die folgende EBIT-Margen-Entwicklung der letzten fünf Jahre mit dem entsprechenden Hintergrundwissen ansieht, kann man die folgenden Rückschlüsse zu den einzelnen Unternehmen ziehen:

EBIT %	2010	2011	2012	2013	2014	2015e
Leoni	4,9	6,9	5,8	4,5	4,6	2,9
Elring	14,5	12,4	12,3	12,2	12,2	9,2
PWO	5,9	5,6	5,7	5,8	5,3	4,5
MGI Coutier	7,5	6,2	5,9	8,3	7,4	9,0
Le Belier	7,4	8,2	8,4	8,6	9,6	10,6

- Leoni:** Tendenzuell abnehmende Entwicklung mit einem schwierigen Jahr 2015, welches durch operative Probleme selbstverschuldet ist.
- Elring:** Stabile Margen in den Jahren 2011 bis 2014 mit einem Abfall in 2015, der vor allem mit operativen Hausaufgaben in einem Teilbereich zu tun hat.
- PWO:** Stabile Entwicklung mit leicht schwächeren Margen in 2015.
- MGI Coutier:** Leicht steigende Tendenz mit einem Rekordjahr 2015, unterstützt von der starken Aufwertung des USD.
- Le Belier:** Kontinuierlich steigendes Margenniveau ebenfalls mit einem Rekordjahr 2015, beflügelt durch eine sinnvolle Akquisition eines Konkurrenten in Asien.

Jetzt kann man sich sicherlich fragen: Warum in den Rückspiegel blicken, die Börse handelt ja bekanntlich die Zukunft? Das stimmt zwar, aber die Betrachtung der historischen Entwicklung der einzelnen Firmen kann wichtige Hinweise liefern. Die Jahre 2010 bis 2015 haben sich durch relativ stabil wachsende Automobilmärkte ausgezeichnet, v.a. getragen von China. Dennoch verlief die Entwicklung der Profitabilität sehr unterschiedlich, obwohl alle Firmen deutliches Umsatzwachstum generieren konnten. Für uns bleibt festzuhalten, dass die beiden französischen Firmen einen deutlich besseren Track Record in den letzten fünf Jahren erzielt haben als Ihre Deutschen Mitbewerber.

Die Entwicklung der EBIT-Marge ist für uns eine sehr wichtige Unternehmenskennziffer. Nicht weniger wichtig finden wir den ROCE (Return on Capital Employed), der bemisst, wie effizient und profitabel ein Unternehmen mit dem eingesetzten Kapital umgeht. Wachstum ist nicht per se gut, nur dann wenn die jeweiligen Unternehmen mindestens ihre Kapitalkosten verdienen.

Deshalb schauen wir uns an, wie sich die ROCE´s der fünf Firmen in den letzten fünf Jahren entwickelt haben. Es lässt sich folgendes zu den einzelnen Firmen festhalten:

ROCE %	2010	2011	2012	2013	2014	2015e
Leoni	18	27	22	16	17	10
Elring	20	19	15	14	15	11
PWO	10	11	11	10	9	7
MGI Coutier	27	26	22	27	25	32
Le Belier	18	24	25	23	28	29

Leoni: Von den hohen „Zwanzigern“ auf Richtung 10% im schwachen Jahr 2015. Die erzielten ROCE´s in den „normalen“ Jahren 2013 und 2014 können sich durchaus sehen lassen.

Elring: Auch hier eine fallende Tendenz von rund 20% auf 11% im ebenfalls schwachen Jahr 2015. Interessant in diesem Zusammenhang ist, dass Elring mit den höchsten EBIT-Margen nicht zwangsläufig die besten Kapitalrenditen erzielt. Oft hört man folgenden Satz: „Firma xy erzielt die höchsten EBIT-Margen in der jeweiligen Vergleichsgruppe, deshalb ist ein Bewertungsaufschlag gerechtfertigt.“ Dieser Satz gilt nur dann für uns, wenn diese Firma auch nachhaltig höhere Kapitalrenditen erwirtschaftet.

PWO: In guten Jahren gerade einmal 10-11% mit einem Rückgang auf 7% in 2015. Hier scheint sich ein strukturelles Problem anzudeuten. Diese schwache Kapitalrendite hat dazu geführt, dass PWO sein Wachstum in den letzten zehn Jahren mit mehreren Kapitalerhöhungen sowie einer deutlich Ausweitung der Nettobankschulden finanzieren musste, weil der Freie Cash Flow nicht ausreichend war. Um dies noch ein wenig zu verdeutlichen: Seit 1999 ist die Firma von 133 Mio. EUR auf 400 Mio. EUR Umsatz gewachsen. Dies entspricht einem sehr guten jährlichen (organischen!) Wachstum von 7,5%. Allerdings lag der gesamte freie Cash Flow in den letzten 16 Jahren mit -26 Mio. EUR (!) im negativen Terrain.

MGI Coutier: Stabil hohe Kapitalrenditen in den „Zwanzigern“ mit einem Rekord von 32% in 2015. Diese Entwicklung wurde allerdings im letzten Jahr vom erstarkten USD begünstigt. Wir rechnen nicht damit, dass MGI diese halten kann. Kapitalrenditen von 20-25% sind für einen Automobilzulieferer allerdings mehr als ausreichend.

Le Belier: Ansteigende Tendenz in Richtung der hohen „Zwanziger“. Le Belier hat im Sommer 2014 einen kleineren Konkurrenten in Asien erworben, der etwas höhere Margen aufweist. Deshalb war hier eine Steigerung in die angesprochenen Regionen machbar. Auch hier glauben wir, dass die Firma in den nächsten Jahren eher wieder in der Region um 20-25% landen dürfte.

Wenn man nochmal ein Auge auf die erste Tabelle mit den EBIT-Margen wirft, dann kann man erkennen, dass die beiden französischen Titel etwas besser abgeschnitten haben. Aber erst mit dem Blick auf den ROCE stellt man fest, dass die Entwicklung nicht etwas besser, sondern deutlich besser war, als bei den deutschen Firmen.

Die alles entscheidende Frage für Value Investoren lautet aber: Zu welchem Preis kann man die jeweiligen Firmen kaufen? Schauen wir uns in Ruhe die folgende Tabelle mit den jeweiligen Bewertungen an:

EV/EBIT	2010	2011	2012	2013	2014	2015e
Leoni	11,0	5,4	5,9	12,1	11,0	13,8
Elring	15,9	11,0	14,4	16,2	14,0	14,4
PWO	12,2	10,0	9,4	12,1	12,1	15,9
MGI Coutier	3,8	2,2	4,3	5,9	6,9	7,5
Le Belier	6,6	4,0	3,6	6,0	6,2	7,0

Leoni: In den Jahren 2011 und 2012 wurde Leoni mit einem sehr günstigen EV/EBIT von 5-6 bewertet, was sich zumindest auf Sicht bis Mitte 2015 als gute Kaufgelegenheit herausgestellt hat.

Elring: Konstant hohe Bewertung mit deutlich zweistelligen EV/EBIT. Diese hohe Bewertung hat auch dazu geführt, dass die Aktie in den letzten 5 Jahren keinen Kurszuwachs verzeichnen konnte (Kurs Ende 2010 → 26,50 / Kurs Ende 2015 → 23,50).

PWO: Auch PWO wurde relativ teuer gehandelt, obwohl es sich hier um die Firma mit den geringsten Kapitalrenditen handelt. Die Folge kann man am Aktienkurs ablesen, der auf der Stelle getreten ist (Kurs Ende 2010 → 35,50 / Kurs Ende 2015 → 36,45).

MGI Coutier: Seit 2010 wird die Aktie mit deutlich einstelligen EV/EBIT unter ihrem fairen Wert gehandelt, obwohl MGI mit Le Belier die höchsten Kapitalrenditen aufweist. Die gute operative Entwicklung in Verbindung mit der viel zu günstigen Bewertung hat dazu geführt, dass sich die Aktie in den letzten fünf Jahren mehr als verfünffachen konnte (Kurs Ende 2010 → 3,45 / Kurs Ende 2015 → 18,90).

Le Belier: Auch Le Belier wurde absolut als auch relativ zu ihren überdurchschnittlichen Kapitalrenditen viel zu günstig gehandelt. Die Aktie konnte sich deshalb mehr als vervierfachen (Kurs Ende 2010 → 7,10 / Kurs Ende 2015 → 31,65).

Fazit

Auf Grund der oben ausgeführten Überlegungen haben wir uns für die beiden Firmen mit dem besseren Track Record der letzten Jahre entschieden bzw. bleiben investiert. Dies auch deshalb, da sie mit dem Kapital, das Ihnen die Aktionäre zur Verfügung stellen, am sinnvollsten umgehen. Während PWO für Ihr Wachstum immerwährend frisches Kapital in Form von Kapitalerhöhungen oder Bankschulden benötigt, können **MGI Coutier** und **Le Belier** renditestark wachsen und den freien Cash Flow zur Reduzierung der Bankschulden verwenden oder renditestark reinvestieren. So wird aus unserer Sicht „Value“ geschaffen. Leoni und Elring sind grundsätzlich gute Unternehmen, die allerdings einige Hausaufgaben zu erledigen haben. Diese scheinen bei Elring eher kurzfristig lösbar, bei Leoni wird dies wohl eine etwas längere Zeit in Anspruch nehmen.

Interessant ist es in diesem Zusammenhang noch einen Blick auf die Dividenden-Politik zu werfen, da viele Investoren die Meinung vertreten: „Je höher die Dividendenrendite bzw. die Ausschüttungsquote, desto kaufenswerter die Aktie!“

Die drei deutschen Zulieferer verfolgen eine Dividendenpolitik, die vorsieht, ca. 1/3 ihres Ergebnisses als Dividende auszuschütten. Le Belier und MGI liegen hier deutlich darunter und schütten sehr wenig aus. Dies ist allerdings kein Malus, denn bei über 20% ROCE ist das Kapital besser innerhalb der Firma reinvestiert, denn wie viele von uns schaffen es schon 20% Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erwirtschaften? Das ist aber noch nicht alles, wenn man bedenkt, dass bei jeder Ausschüttung eine Steuerbelastung für den jeweiligen Anteilseigner anfällt. Daher ist ein zu starker Fokus auf das Modewort „dividendenstarke Titel“ nicht zwangsläufig von Vorteil.

In unserem Beispiel machen es aber alle fünf Firmen „richtig“: Die drei Firmen mit den niedrigsten Kapitalrenditen schütten viel aus, die zwei mit den höchsten Kapitalrenditen schütten wenig aus und handeln somit im Sinne der Investoren!

Wir hoffen, dass Ihnen das Lesen dieser Lektüre etwas Spaß bereitet hat und Ihnen ein besseres Verständnis für unsere Denkweise offenbart.

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.